

# PLUTUS-BRIEFE

ZUR FORTBILDUNG VON BANKBEAMTEN

HERAUSGEGEBEN VON GEORG BERNHARD UND BRUNO BUCHWALD

BRIEF 11  
8. JAHRGANG

Weltschulden- und Weltwährungskrise

STUTTGART  
NOVEMBER 1931

## Einleitung.

In den wirtschaftlichen und politischen Auseinandersetzungen der letzten Wochen nimmt die Diskussion über das Weltschulden- und Weltwährungsproblem einen außerordentlich breiten Raum ein. Ob wir an die mündlichen Unterhaltungen der Staatsmänner, zuletzt etwa an die Besprechungen in Paris zwischen dem deutschen Botschafter Hoesch und den französischen Ministern über das Problem der Reparationen und der kurzfristigen Privatschulden Deutschlands, ob wir an die Reise des französischen Ministerpräsidenten nach Washington oder an die Verhandlungen anlässlich der laufenden Verwaltungsratssitzungen bei der Basler BIZ., ob wir schließlich an die innerpolitischen Kämpfe in Deutschland so gut wie in England denken — immer wieder spielen diese Probleme eine entscheidende Rolle, indem eine wirkliche Beruhigung der Welt unmöglich erscheint, solange diese Fragen ungelöst bleiben. So sehr sich aber auch die Öffentlichkeit mit diesen Problemen beschäftigt, so sind doch recht oft entscheidende Mißverständnisse und Fehlschlüsse, insbesondere bei der Auswertung theoretischer Grundbegriffe, festzustellen, die den Blick trüben müssen. Wenn wir infolgedessen in den Plutus-Briefen versuchen wollen, die wichtigsten Unterlagen für eine selbständige Betrachtung dieser Fragen in kritischer Darstellung zusammenzutragen, so sollen selbstverständlich rein politische Momente außer Betracht bleiben. Dagegen werden wir versuchen müssen, auch diese Probleme des Währungswesens und der internationalen Schuldverflechtung nicht isoliert zu betrachten, sondern sie mit allen Momenten, die hier hineinspielen, vor allem etwa auch der wirtschafts- und zollpolitischen Nachkriegsent-

wicklung, in Zusammenhang zu bringen. Darüber hinaus soll es aber selbstverständlich auch diesmal wieder unsere Aufgabe sein, in erster Linie die Rückwirkung dieser allgemeinen Faktoren auf die privatwirtschaftliche Entwicklung der Banken und hier insbesondere naturgemäß der deutschen Banken zu verfolgen.

Dementsprechend wollen wir folgende

### Gliederung

des gesamten Arbeitsstoffes vornehmen:

Eingehend sollen zunächst die *grundsätzlichen Probleme der internationalen Währungs- und Schuldenkrise* betrachtet werden, wobei versucht werden soll, die wichtigsten der jetzt in unübersehbarer Fülle bekanntgewordenen Vorschläge zur Überwindung der Schwierigkeiten kritisch zu behandeln. Ebenso soll in diesem Zusammenhang kurz auf die Verbindung dieser Frage mit dem Problem der Zinshöhe und Umschuldungsnotwendigkeit eingegangen werden, das vor allem in Deutschland wachsende Bedeutung zu erlangen scheint.

Ein weiterer Aufsatz soll sich mit der speziellen Frage der *deutschen Auslandsschuld* und der vorläufig für das Problem der kurzfristigen Verbindlichkeiten getroffenen Regelung durch das *Stillhalteabkommen* beschäftigen; hier soll u. a. auch die technische Durchführung des Stillhalteabkommens geschildert werden.

Schließlich wird im letzten Artikel des Heftes untersucht werden, welche Folgen die *Währungsentwicklung* der letzten Zeit für die *Bilanz- und Ertragsrechnung der Banken* besitzt und welche Möglichkeiten bestehen, nach Kräften eine allzu starke Bindung an Währungsrisiken auszuschalten.

## Die Grundfragen des internationalen Schulden- und Währungsproblems

Als Albert H. Wiggin, der Präsident der Chase National Bank, von seiner europäischen Stillhalte-Reise nach New York zurückkam, soll er einem Zeitungsvertreter gesagt haben, daß das Goldproblem ihm vorkomme wie das Murmelspiel der Kinder, das dann auf einen toten Punkt hinauslaufe, wenn ein Spieler alle Murmeln gewonnen habe und die anderen somit automatisch von dem Weiterspiel ausgeschlossen seien. Eine einfachere und eindruckvollere Formulierung hätte man in der Tat dem Zustand, wie er sich in den letzten Jahren im internationalen Währungswesen herausgebildet hat, nicht geben können. Leider hat Wiggin es unterlassen, die sich aus dem kindlichen Spielvergleich ebenso natürlich ergebenden Folgerungen zu ziehen. Derjenige, der seinen Spielkameraden den ganzen Einsatz weggenommen hat, vermag mit dem Gewinn nichts anzufangen, wenn das Spiel nicht mehr weitergeführt wird. Die Murmeln repräsentieren für den Gewinner einen kaum größeren Wert als die Goldmajorität für ihren Besitzer, wenn nicht den Mitspielern eine Chance gegeben wird, zumindest wieder einen neuen Spielversuch zu unternehmen. Dies läßt sich, immer wieder an dem einfachen Beispiel demonstriert, in der Weise erzielen, daß der Gewinner einen Teil seines Besitzes umsonst oder gegen eine gewisse Vergütung den Mitspielern überläßt. Nach den Spielerfahrungen pflegt sich zwar nicht immer, so doch recht häufig, herauszustellen, daß tatsächlich das Spiel wieder in Gang kommt, und selbst der vorübergehende oder dauernde Verlust eines Teiles der durch das Entgegenkommen des früheren Gewinners in das Spiel eingeschalteten Einsätze wird dadurch verschmerzt, daß eben das Spiel weitergegangen ist, während sonst mehrere Teilnehmer auf die fortgesetzte Freude am gemeinsamen Spiel hätten verzichten müssen. Auch die Engländer, als das Sport- und Spielvolk par excellence, pflegen Vorgänge des geistigen, geselligen und wirtschaftlichen Lebens gern mit der bildhaften Sprache des Sportes lebendig zu machen, und dem aufmerksamen Beobachter ist es keineswegs entgangen, daß man gerade in der letzten Zeit den Ausdruck „playing the game“ in Anwendung auf den Goldmechanismus sehr oft gehört hat. Die Problematik der heute zur Diskussion stehenden Goldverhältnisse wird leider durch das sinnfällige Murmelbeispiel nicht vereinfacht. Zwar ist man im internationalen Gedankenaustausch in den letzten Monaten unter dem schweren Druck der Weltwirtschaftskrise ein gutes Stück weitergekommen, doch läßt sich von einer Freundschaft, die eine Wiederaufnahme des Goldspieles in uneingeschränkter Weise ermöglichen würde, noch nicht sprechen.

Auf der einen Seite steht die offensichtliche Erkenntnis, daß die Anhäufung der Goldbestände an wenigen Brennpunkten der Weltwirtschaft den Mechanismus der Goldwährung völlig wirkungslos gemacht hat, auf der anderen Seite aber will man nicht zugeben, daß das, was in den letzten Jahren auf dem Gebiete der Kapitalmarktpolitik, der Handelspolitik, der Schuldenbewirtschaftung usw. geschehen ist, ganz zwangsläufig auf eine Außerfunktionssetzung der Währungsmaschinerie hinauslaufen mußte.

Wenn die Einzelheiten dieser Entwicklung retrospektiv kurz geschildert werden, würde damit nur zu zeigen sein, wie normalerweise die Entwirrung der völlig zerfahrenen Verhältnisse wieder vor sich gehen müßte. Es mag aber hier schon der Einwand am Platze sein, daß bei dem gegenwärtigen Stand der Krise nach der Übereinstimmung aller führenden Sachverständigen der Erfolg einer Rückkehr zu alten bewährten Wertmaßstäben abhängig wäre von einem einmaligen umfassenden Entschluß, mit dem die Erstarrung grundsätzlich und einmalig gelockert werden könnte. Berücksichtigt man, wie schwer dem kindlichen Murmelspieler der Verzicht auf einen Teil des Totalgewinnes zu fallen pflegt, so lassen sich ganz gefühlsmäßig die ungeheuren Schwierigkeiten ermessen, die einer grundlegenden Neuverteilung des Goldes im Wege stehen.

Die Anhänger der klassischen Goldwährungstheorie haben allen Anlaß, über die Entwicklung der letzten Jahrzehnte zu schmunzeln. Das Prinzip der freien Goldzirkulation, das um die Jahrhundertwende herum seinen endgültigen Sieg errungen zu haben schien, wurde in dem darauffolgenden Jahrzehnt durch die ungeahnte Ausgestaltung der bargeldlosen Zahlungsmethoden, mit der Schaffung neuer Geldzeichenbegriffe in der Form von Buchgeld, Giralgeld usw. mehr und mehr verdrängt. Wissenschaft und Praxis stimmten darin überein, daß der tatsächliche Umlauf von Goldmünzen für den Zahlungsverkehr nur eine Erschwerung bedeute, und daß es genüge, wenn die Zentralnotenbanken dauernd über eine für den internationalen Spitzenausgleich notwendige Goldreserve verfügen. Man glaubte, eine wirksame Notenbankpolitik nur dann betreiben zu können, wenn sich sämtliche Goldreserven in einer zentralen Hand vereinigten, und die letzten, die an der Zweckmäßigkeit einer derartigen Konzentration zu zweifeln wagten, wurden durch die elementaren Ereignisse des Weltkrieges in ihrem Glauben erschüttert. Eine kritische Betrachtung früherer Konjunkturkrisen auf ihre politischen und monetären Beweggründe hin läßt aber mit

aller Deutlichkeit erkennen, daß die Verteilung der innerhalb der einzelnen Volkswirtschaft verfügbaren Goldbestände eine außerordentlich wichtige und leistungsfähige W ä h r u n g s - u n d K a u f k r a f t r e s e r v e darstellte, die gerade dann am stärksten in Aktion trat, wenn das Instrument der Diskontschraube und der sogenannten offenen Geldmarktpolitik in weitem Umfange wirkungslos zu werden drohte. Das in den Kanälen der Wirtschaft ruhende Gold bildete nicht nur währungs­mäßig eine wertvolle unsichtbare Reserve, sondern auch k a u f k r a f t m ä ß i g. Wir haben hier vielleicht einen der Hauptgründe dafür zu erblicken, daß die Konjunkturkurve nur selten derartige Ausschläge zeigte, wie wir sie heute erleben. Erst langsam beginnt die allgemeine Ratlosigkeit über dieses Phänomen einer tieferen Erkenntnis der Zusammenhänge Platz zu machen.

Neben einer Verfälschung der Goldwährung im internen Betrieb der Volkswirtschaften, auf die zunächst näher eingegangen werden soll, haben auch die gegenseitigen Wechselbeziehungen der Währungs­systeme Veränderungen erfahren, die über kurz oder lang zusammen mit den bereits erwähnten Fehlern in der Handels- und Zollpolitik zu weitgehenden Störungen im Goldmechanismus führen mußten. Für die Darstellung dieser Zusammenhänge ergibt sich also eine natürliche Zweiteilung.

Einer der schwerwiegendsten Fehler der Zentralnotenbanken war, daß diese sich bei zunehmender Abkehr von der ursprünglichen Geschäftspolitik mit Aufgaben befaßten, von denen sie glaubten, eine stärkere Zusammenfassung der Diskontkraft erwarten zu dürfen. Die meisten Zentralnotenbanken haben das Gebiet der kommerziellen Kreditgewährung verlassen und sind mehr oder weniger stark in das E f f e k t e n g e s c h ä f t eingedrungen, zwar nicht im Sinne des Emissionsgeschäftes, sondern mehr mit dem Zweck einer Einflußnahme auf den Geldmarkt durch Manipulierung wichtiger Gebiete des Rentenmarktes. Am stärksten ist diese

#### *offene Marktpolitik*

in den Vereinigten Staaten in die Erscheinung getreten, doch liegt es nahe, zunächst auch auf die englischen Verhältnisse Bezug zu nehmen. Das Portefeuille der Bank von England läßt insbesondere seit dem Kriege eine sehr starke Vermehrung der Staatsanleihen erkennen. Nach dem letzten Ausweis der Bank von England vor der Abkehr vom Gold befanden sich unter den werbenden Anlagen der Bank von rund 375 Millionen Pfund nur rund 13,6 Millionen Pfund, also etwa 3,5 0/0, die nicht auf Wertpapiere und ähnliche Werte entfielen. Vor dem Krieg war das Verhältnis ungefähr 50 zu 50, und, wenn es auch absolut besser war, so entsprach offensichtlich die da-

malige Politik schon nicht mehr ganz den Auffassungen, die frühere Generationen über die Aufgaben der Zentralnotenbanken hatten. Es ist leicht einzusehen, daß diese Verschiebung des Aufgabenkreises eng mit der Kriegsfinanzierung zusammenhing, die ja gerade in England durch die Finanzpolitik des Staates in der Nachkriegszeit eine natürliche, wenn auch nach heutiger Kenntnis der Dinge verhängnisvolle Fortsetzung fand.

In den Vereinigten Staaten sprach man von der open market policy weit offener und ehrlicher als von einer zweckmäßigen Machterweiterung des Federal Reserve Board, und in der Tat hat der An- und Verkauf von Staatspapieren im letzten Jahrzehnt wiederholt stark regulierend auf dem Geldmarkt gewirkt. *Das grundsätzlich Falsche dieser Regulierungspolitik liegt darin, daß das Zentralnotenbankensystem sich mit Aufgaben des Kapitalmarktes befaßt, die sich unter Umständen als unheilvoll erweisen können. Im Gegensatz zu dem Ankauf von Wechseln, die selbstliquidierend sind, bedeutet der Ankauf von Wertpapieren ein bedingt langfristiges Anlagegeschäft, und es ist durchaus möglich, wenn auch nicht immer wahrscheinlich, daß angehäuften Wertpapierbestände der Reservebanken gerade dann wieder dem Investmentmarkt zur Verfügung gestellt werden müssen, wenn die Verknappungsabsicht auf dem Geldmarkt nicht übereinstimmt mit dem Bedürfnis des Kapitalmarktes. Jedenfalls werden hier Aufgaben des Geld- und Kapitalmarktes durcheinandergeworfen und das Ergebnis muß um so verhängnisvoller sein, als der Ausgangspunkt, wonach ein Staatspapier eine ähnlich sichere und fungible Deckung wie ein Handelswechsel darstelle, nicht mehr uneingeschränkt hingenommen werden kann. Gerade die Aufblähung der Staatsfinanzen und das Übernehmen der öffentlichen Kredite hat auf diesem Wege eine verhängnisvolle Verwässerung fast aller Zentralnotenbanken mit sich gebracht, wie ja auch das Vorhandensein inflationistischer Kreditgrößen aus der Kriegs- und Nachkriegszeit wohl eine der tiefsten und letzten Ursachen des Zusammenbruchs des englischen Kurzgeldmarktes darstellt.*

Eine zweite Ausweitung der Notenbankaufgaben, die nicht auf der ursprünglichen Linie liegt, ist die auch von den amerikanischen Reservebanken stark betriebene Gepflogenheit des

#### *Ankaufs von Bankakzepten.*

In den Vereinigten Staaten, wo sich das Instrument des Akzeptes erst verhältnismäßig spät herausgebildet hatte, hat man den Ehrgeiz darin erblickt, eine möglichst schnelle und intensive Verbindung zwischen der Notenbankpolitik und dem Akzeptmarkt herzustellen. Gerade die Entwicklungen der letzten Wochen zeigen, daß neben

dem Ankauf von Wertpapieren auch der Erwerb von Bankakzepten dem durch staatliche Transaktionen stark beanspruchten Geldmarkt eine Entlastung brachte. In folgender Statistik findet diese Entwicklung ihren Ausdruck:

	Diskontierte Wechsel	Angekaufte Wechsel	Wert- papiere
	(in Millionen \$)		
31. 12. 1930	251,40	363,84	729,47
28. 1. 1931	215,14	120,24	609,88
25. 2. 1931	189,85	106,32	599,44
25. 3. 1931	165,42	166,62	598,36
28. 4. 1931	155,15	169,76	598,31
27. 5. 1931	152,85	124,50	598,37
24. 6. 1931	197,68	106,39	618,50
29. 7. 1931	183,04	66,54	677,98
26. 8. 1931	241,72	180,52	728,00
30. 9. 1931	327,92	468,53	742,34
7. 10. 1931	463,39	581,36	738,34
14. 10. 1931	627,58	730,41	727,43

Schon während der Börsenhausse war die Akzeptpolitik der Reservebanken stark ausgeprägt und hat damals zweifellos zumindest indirekt zum Aufbau der Haussepositionen beigetragen.

Das Streben, über die eigenen Goldbestände hinaus einen stärkeren Einfluß auf die Währungspolitik des Landes zu gewinnen, ist durch die theoretische Entwicklung des Währungsproblems, insbesondere durch die Propagierung einer staatlichen Theorie des Geldes in den dem Kriegsausbruch vorausgegangenen Jahren stark gestützt worden. Man glaubte, dem Gold durch Manipulationen auf den Devisenmärkten einen stärkeren Impuls verleihen zu können und hat die Devisenbestände, die vordem als Notendeckung keine wichtige Rolle zu spielen pflegten, mehr und mehr gesteigert. Auch hier konnte man solange mit diesen Methoden einverstanden sein, als es sich bei den Forderungen in fremder Währung um aus Warengeschäften entstandene Guthaben handelte und als man überhaupt an einen festen Bestand der alten Goldwährung zu glauben versuchte. Die jüngsten Ereignisse lassen keinen Zweifel darüber aufkommen, daß hier schwerwiegende Gefahren für die Notenbanken schlummern. So hat die Bank von Frankreich durch den Sturz des Pfundes allein an ihren Pfunddevisen einen Betrag verloren, der Kapital und Reserven der Bank von Frankreich übersteigt. Auch bei vielen anderen Notenbanken dürften durch die Pfundkrise nicht leicht zu überbrückende Schwachpunkte entstanden sein. Als die Sachverständigen der Genueser Konferenz sich für eine pflegliche Behandlung der Goldvorräte durch Übergang zur Golddevisenwirtschaft aussprachen, hatten sie sicher nicht geahnt, daß eine derartige Umstellung, zunächst wohl segensreich, später zu einer Zerstörung der natürlichen Funktionen des Goldes und des Mechanismus seiner Verteilung führen würde. Man mag das Goldproblem anfassen wie man will, immer mehr

kristallisiert sich die Auffassung heraus, daß der Aufbau gewaltiger Devisenreserven an einzelnen Brennpunkten der internationalen Geldwirtschaft dem Goldsystem eine ungeheure Schwächung zugefügt hat. Wäre wenigstens der Grundsatz der Gold-Exchange-Währung logisch und gleichmäßig auf alle stabilisierten Währungen angewandt worden, so wäre das Unglück nicht einmal so groß gewesen. Als ausschlaggebend für die Abstumpfung des Goldinstruments erwies sich die Tatsache, daß die Bank von Frankreich, die nur Gold als Notendeckung kennt, den andrängenden Goldstrom durch Umwandlung in Auslandsguthaben währungsmäßig unschädlich machte, mit den in London, New York und an anderen Plätzen angehäuften Devisenreserven sich aber zu einem schwer zu bekämpfenden Störfried der Geldmärkte entwickelte. Die Folge war, daß in den valutarisch im Vordergrund stehenden Ländern nicht nur eine Goldreserve für die Notenmanipulation gehalten werden mußte, sondern gewissermaßen eine zweite Reserve für das Einspringen in Lücken, die durch das Zurückziehen von Auslandsguthaben entstehen konnten. In welchem Maße das Kreditgefüge eines Platzes wie London durch die langfristigen Kreditdispositionen der Bank von Frankreich erschüttert werden kann, zeigt die Entwicklung der letzten Wochen deutlich genug. Die ständig drohende Auflösung von Devisenguthaben erfordert demnach eine dem Gold normalerweise nicht zukommende Bereitschaft außerhalb des üblichen Währungsmechanismus, ganz abgesehen davon, daß, wie bereits erwähnt, auch auf der Gläubigerseite ein entsprechender Teil des Goldes oder der Goldforderungen seiner natürlichen Zweckbestimmung beraubt wird. Hätte Frankreich den Goldzuwachs seit der Stabilisierung in bei anderen Notenbankssystemen vorgesehener Weise miteinbezogen in die Deckungsreserve, so wäre ceteris paribus der natürliche Preis- und Zinsmechanismus in Tätigkeit getreten, die Einfuhr wäre gestiegen, die Ausfuhr gefallen, der Goldabfluß wäre unvermeidlich gewesen. Jedenfalls hätte man erwarten können, daß die Goldbilanz über die Handelsbilanz per Saldo bald wieder passiv geworden wäre. Die kurzfristige Verschuldung Deutschlands wäre ebenfalls frühzeitig von selbst abgebrems worden. Es scheint, als ob ähnlich wie in Deutschland so auch in Frankreich die natürlichen Funktionen des Goldes gerade wegen der steigenden Umwandlung der Devisenforderungen in Gold nach und nach wieder zu ihrem Rechte kämen. Aus dieser kurzen Überlegung ist der Schluß zulässig, daß eine Neuordnung der Währungsgesetze mit dem Ziel einer Wiedereinschaltung des Goldes in seine natürliche Zweckbestimmung eine der dringendsten Aufgaben der Notenbanken ist. Die sogenannte Kooperation der Zen-

tralnotenbanken hat, so sehr man den sich ständig bessernden Geist der Zusammenarbeit anerkennen muß, aus Mangel an konstruktiver Initiative Schiffbruch erlitten.

Die Tendenz zur Konzentration der in der Weltwirtschaft verfügbaren Goldbestände an wenigen Stellen ist in ihrer Wirkung in den letzten Monaten noch verschärft worden durch das

*private Streben nach Goldbesitz,*

das auf der Überlegung beruht, daß bei einer völligen Deroutierung der Kapitalmärkte nur noch der tatsächliche Besitz von Gold eine gewisse Gewähr für die Kaufkraftstabilität des ersparten Kapitals bieten kann. In vielen Ländern hat das Horten von Gold und Banknoten in bedenklicher Weise umsichgegriffen. Für die Vereinigten Staaten ist kürzlich eine Ziffer von 1500 Millionen \$ für gehamsterte Noten ermittelt worden. Dieser Betrag entspricht fast einem Viertel der gesamten amerikanischen Notenzirkulation. Dabei handelt es sich keineswegs um Auslandshortungen allein, sondern neuerdings weit mehr um ein inländisches Thesaurieren, teils aus Angst vor Bankenzusammenbrüchen, teils wegen der niedrigen Zinssätze für Bankguthaben. Cum grano salis bedeutet dieses Einsperren von Zahlungsmitteln, die ja sonst den Barreserven zugeschlagen und als Kreditunterlage dienen würden, nichts anderes als eine zusätzliche Sterilisierung von Gold und eine Verschärfung der Deflation. In Deutschland dürfte ebenfalls der Betrag der gehamsterten Notenbeträge nur wenig unter 20% des Umlaufs liegen, in Großbritannien deutet der Abzug von 43 Millionen £ bei den Clearingbanken allein im August auf ähnliche Erscheinungen hin. In Frankreich sind derartige Gepflogenheiten schon älter und zu einem wesentlichen Teil des Kreditsystems geworden, so daß die daraus entstehenden Gefahren geringer eingeschätzt werden können. *Geldhortung heißt Mißtrauen in Politik und Wirtschaft und ist das, was die kapitalistische Marktwirtschaft am schlechtesten vertragen kann. Wohlstand wächst nicht durch Horten, sondern durch Planung, durch Investition und durch Gewinnstreben. Wenn Renditesätze von 8—30%, wie sie zurzeit in Deutschland bei ehemals als gut anerkannten Anlagewerten zu erzielen sind, nicht zu den bescheidensten Investitionsgelüsten anregen, sind auch die Voraussetzungen für eine entschlossene Neuordnung der Goldverteilung noch nicht geschaffen.*

Man geht wohl nicht fehl, wenn man das Horten von Noten und Gold, das, wie die obigen Angaben erkennen lassen, bezüglich der Noten einen bis daher nie dagewesenen Umfang angenommen hat, als eine latente Kaufkraft-

reserve bezeichnet, die nach den aus früheren Zeiten vorliegenden Erfahrungen nicht allzu lange ihren sterilen Status beibehalten würde. Es gibt zwei Möglichkeiten einer Aufsaugung dieser Hortungsgelder, einmal ihre Rückführung in die natürlichen Kanäle des Geld- und Kapitalmarktes oder die Überleitung in Substanz. Keine der beiden Möglichkeiten dürfte in völliger gegenseitiger Isolierung sich erschöpfen. Vielmehr wird immer die Auflockerung nach beiden Richtungen hin stattfinden. Die Frage, welche Rückbildung unter den heutigen Verhältnissen am wünschenswertesten erscheint, kann nicht leicht beantwortet werden, am ehesten noch mit der negativen Grenzfeststellung, daß es auf keinen Fall den Volkswirtschaften der einzelnen Länder dienlich wäre, wenn sich die gesamte, aus der Zirkulation herausgenommene Notenreserve durch irgendwelche Einflüsse plötzlich und elementar in die Substanz begeben würde. Daß auf der anderen Seite die gehamsterten Noten in absehbarer Zeit wieder zu den Banken und Sparkassen zurückfließen werden, ist ebenfalls nicht anzunehmen. Eine derartige Bewegung würde eine nach menschlichem Ermessen in der nächsten Zeit nicht erzielbare Befestigung des internationalen Vertrauens im Einklang mit einer weitgehenden inner- und außenpolitischen Beruhigung voraussetzen. In Deutschland wurde in den letzten Monaten beobachtet, daß jedes Aufflackern von Inflationsgerüchten in gewissen Industriezweigen, wie in der Möbel- und Konfektionsbranche, zu einer Geschäftsbelebung führte, und man darf verallgemeinernd sagen, daß ein großer Teil der thesaurierten Noten gewissermaßen auf der Lauer liegt, um bei irgendeiner Veränderung des status quo eine Betätigung zu suchen. Diese Betätigung braucht nicht auf den Kauf von Konsumgütern beschränkt zu bleiben. Sie kann da, wo die Ansammlung von Reserven in Klein- und Mittelbetrieben stattfindet, auch zu neuen Investitionen führen, also durchaus in eine Richtung einlenken, die nach den immer noch nicht überzeugend widerlegten Erfahrungstatsachen am ehesten eine Möglichkeit für eine breite Ankurbelung der Wirtschaft zu bieten scheint.

Wenn im Macmillan-Bericht wohl von den meisten daran beteiligten Sachverständigen die Auffassung vertreten wird, daß eine Besserung der Weltwirtschaft nur durch eine allmähliche Preisumkehr hervorgerufen werden kann, daß hierzu aber ein geschlossenes und zielbewußtes Vorgehen der führenden Staaten erforderlich ist, so läßt sich heute die Feststellung nicht mehr verneinen, daß zwar von generellen Fortschritten in dieser Richtung nicht gesprochen werden kann, in den einzelnen Ländern jedoch neben der Entwicklung des Notenumlaufes Ansätze eines bewußten Abschwenkens von der Deflationspolitik vorhanden sind. Die Loslösung des Pfundes vom Gold hat allerdings so viel neue Gesichtspunkte in die Gestaltung

der einzelwirtschaftlichen Vorgänge hineingebracht, daß die letzten deflationistischen Folgerungen und Folgen zurzeit in Widerstreit liegen mit diesen auf allmähliche Preissteigerung gerichteten Tendenzen. In England selbst wird anscheinend versucht, die Hebelwirkung des valutarischen Exportvorsprunges durch weitere Kostensenkung im inneren und jetzt sogar durch weitgehenden Übergang zum Schutzzoll zu verstärken. In den Vereinigten Staaten steht den großzügigen Projekten, über die weiter unten noch gesprochen werden soll, die weiter um sich greifende Auflockerung der Lohnsätze gegenüber. Auch dort wird vielfach versucht, beiden Tendenzen durch Schaffung eines größeren Wirkungsgrades zum Rechte zu verhelfen. So sollte ursprünglich die Gesundung des Eisenbahnwesens durch eine gleichzeitige Tarifierhöhung und Lohnsenkung in die Hand genommen werden, was freilich jetzt wieder dementiert wird. Die Kaufkraftthese hat ja bekanntlich in der Haltung des Präsidenten Hoover jahrelang eine denkbar beste Stütze gefunden. Sie ist aber durch die Lohnsenkungen in wichtigen Industriezweigen nach und nach völlig unterminiert worden, und selbst Ford hat sich in der Glaubhaftmachung seines alten weltbekannten Grundsatzes neuerdings nicht mehr betätigt. Wie sehr überhaupt die Mentalität des amerikanischen Unternehmers eine Rückbildung erfahren hat, zeigt die Tatsache, daß Ford, der bei seiner Forderung einer Arbeitszeitverkürzung bei steigenden Löhnen sicher in erster Linie die Vorteile des Automobilismus im Auge hatte, jetzt von seinen verheirateten Arbeitern verlangt, daß sie in ihren Mußstunden unter Verzicht auf das Autofahren sich ihr Gemüse selbst ziehen sollen!

Diejenigen Länder, die daran festhalten, daß ihnen eine Loslösung ihrer Währung vom Golde zunächst keinen Nutzen bringen kann, sind naturgemäß zunächst zu einer Fortsetzung ihrer Deflationspolitik gezwungen, wenn sie auch einsehen müssen, daß diesen Bemühungen nur noch ein begrenzter Rahmen gesetzt sein kann. Das Dilemma in der schweizerischen Wirtschaft, um nur ein Beispiel aus der Nachbarschaft herauszugreifen, ist bekannt. Bei einem ungeheuerlich überhöhten Notenumlauf kann an eine Senkung der Lebenshaltungskosten in diesem Land nicht gedacht werden. Es bliebe im Kampf gegen die exportgünstigeren Länder nur die Aufrichtung von Zollmauern übrig. In Deutschland, wo sich noch etliche wichtige Gebiete der Anpassung an niedrigere Wertmaßstäbe nicht angeschlossen haben, soll das demnächst herauskommende zweite Wirtschaftsprogramm der Regierung eine Zurückführung der verschiedenen starren Elemente auf eine neue Ebene erleichtern. Es käme hier in erster Linie eine Lockerung der Kartellpolitik, eine Senkung der Mieten und damit eine Ermäßigung der nominellen Löhne und Einkommenssätze in Frage. Diese wirtschaftlichen Gesichtspunkte bilden hier allerdings weniger Gegenstand der Darstellung. Es bleibt hier in erster Linie die Frage zu erörtern, welche wachsenden Wirkungen zwischen diesen Vorgängen und den Ereignissen auf den

Geld- und Kapitalmärkten bestehen. *Es ist auffällig, daß sich die Politik des billigen Geldes, der sich der Federal Reserve Board eigentlich seit Beginn der großen Krise widmete, als völlig wirkungslos erwiesen hat. Bei Zinssatzsteigerungen, wie sie in den letzten Wochen wohl hauptsächlich als Kampfentscheidung gegen unberechtigte Goldanforderungen beschlossen werden mußten, kann man als von einer abgeschlossenen Periode des billigen Geldes in den Vereinigten Staaten sprechen. Auf keinem Gebiet der Investitionen haben die rund zwei Jahre Geltung gehabt niedrigsten Zinssätze auch nur zu einer geringsten Belebung des Geschäftes geführt, der Liquidationsprozeß an den Effektenbörsen ist mit einer kleinen Unterbrechung im Frühjahr 1930 immer weiter gegangen. Er hat von den Aktien in immer stärkerem Maße auch auf die Obligationen übergreifen.*

Lediglich die Staatsanleihen und ganz erstklassig gesicherte Bonds konnten in dieser beispiellosen Abbaubewegung ihren Kurs halten. Aber auch in diese letzte Mauer ist jetzt eine Bresche geschlagen worden. Die Bedenken wegen einer Überhandnahme des öffentlichen Finanzbedarfs treten immer mehr in den Vordergrund. Schon muß die Regierung für ihre kurz- und mittelfristigen Emissionen fühlbar erhöhte Zinssätze zubilligen. Der Finanzbedarf wird bei steigendem Budgetdefizit von Monat zu Monat größer. Auf der anderen Seite verhindern die politischen Bindungen und Spannungen eine zusätzliche steuerliche Ausnutzung der noch vorhandenen wirtschaftlichen Kräfte des Landes. Von dem billigen Geld hat der Staat, haben die Kommunen und in einem bescheidenen Umfange auch die Public Utilities Nutzen gezogen. Die großen Bezirke der Wirtschaft sind davon aber völlig unberührt geblieben. Wenn die Fundamentalsätze der Wirtschaftstheorie auf diese Weise versagten, so können die Hemmungen nicht gering gewesen sein. Man hat nach dem Einsetzen der europäischen Krise die Bankpolitik einiger europäischer Länder stark unter die Lupe genommen und mit Vorwürfen über eine seit Jahren unzweckmäßige Verwendung von Auslandsgeldern nicht zurückgehalten. Sicher sind diese Vorwürfe in einem gewissen Umfange berechtigt. Sicher ist aber auch die Einstellung der Geldgeber nicht ganz unschuldig an dieser Entwicklung gewesen. Verfolgt man die amerikanischen Massenzusammenbrüche von Banken, die nur deshalb vor größeren Instituten von internationaler Bedeutung halt machten, weil bei diesen Unterstützungsaktionen schneller und radikaler einsetzen können, so sind auch diesem, anscheinend erstklassig organisierten System der Bankenwirtschaft schwere strukturelle Fehler nicht abzusprechen. Von der starken Betätigung der Banken an der Börsen-

hausse braucht man heute nicht mehr zu sprechen. Gerade bei den Börsenkrediten ist die Lage in den letzten Jahren weitgehend bereinigt worden, obwohl es auch nach einer gewissen Beruhigung der Kursbewegung anscheinend gesicherte Positionen waren, die jetzt bei steigenden Zinssätzen auf den Markt drücken. Der Kernpunkt des amerikanischen Übels liegt jetzt in der unübersehbaren Lage auf dem Grundstücksmarkt. Aufmerksame Beobachter der amerikanischen Wirtschaftsexpansion während des letzten Jahrzehnts waren immer der Meinung, daß das amerikanische Volksvermögen aus der ununterbrochenen Wertsteigerung des Grund und Bodens zurückzuführen war. Was sich heute vollzieht, ist genau die gegenteilige Bewegung. Die Grundwerte haben eine Erschütterung erfahren, die sich auf das ganze amerikanische Wirtschaftssystem überträgt. Die Substanz ist ausgehöhlt, die auf ihr ruhenden Verpflichtungen übersteigen den Liquidationswert oft um das Vielfache und noch nirgends sind Ansätze eines Stillstandes dieser Bewegung erkennbar. Hier war es auch, wo die zweite Hoover-Aktion einsetzen sollte. Die

*Gründung der National Credit Corporation* mit einem Kapital von 500 Millionen \$ soll der Aufgabe dienen, den Banken die Lombardierung, d. h. Mobilisierung, ihrer im Wert auf die Hälfte und weniger gesunkenen Mortgage Bonds und ähnlicher Werte zu ermöglichen. Eine weitere bilanzmäßige Hilfe wurde den National Banks durch den Währungskontrolleur in der Weise zugesagt, daß diese Banken an den Bilanzstichtagen trotz der ermäßigten Kurse ihre Bonds mit dem Erwerbspreis oder dem Nominalpreis, sofern dieser unter dem Erwerbspreis lag, einsetzen können, vorausgesetzt, daß der Zinsendienst auf diese Bonds noch nicht notleidend ist. Die State Banks dürften vermutlich mit ähnlichen Bestimmungen nachkommen, um diese Bankengruppe nicht ins Hintertreffen geraten zu lassen. Diese Erleichterung bringt nichts anderes zum Ausdruck, als die offizielle Auffassung, daß die hinter den Bonds ruhenden Substanzwerte in einer Weise herabgemindert worden sind, die eine bilanzmäßige Berücksichtigung ohne völlige Deroutierung der Bankwirtschaft nicht mehr möglich erscheinen läßt. Eine ähnliche Erleichterungsaktion ist ebenfalls für die Eisenbahnbonds in Vorbereitung begriffen.

Es ist nur allzu schnell vergessen worden, daß Analogien für

#### *Bankensanierungen*

aus der jüngsten Zeit vorhanden sind. Die scharfe Deflationskrise in der Tschechoslowakei, die innerhalb weniger Monate den Dollarkurs an der Prager Börse von über 90 auf 35 Kronen zurückführte, hatte im Winter 1922/23 ihren Höhe-

punkt erreicht und zahlreiche Bankenzusammenbrüche gebracht. Es zeigte sich hierbei in vielen Fällen, daß nicht nur Kapital und Reserven verloren waren, sondern daß auch ein großer Teil der fremden Gelder nicht mehr zurückgezahlt werden konnte. Wie fast in allen Ländern, brachte auch die Inflationsperiode der Nachkriegszeit in der Tschechoslowakei die Errichtung zahlreicher neuer Bankunternehmungen mit sich oder dehnte den Geschäftskreis der alten Banken übermäßig aus. Es muß dabei noch berücksichtigt werden, daß nach der Loslösung der Tschechoslowakei aus der ehemaligen Donaumonarchie das Streben des jungen Staates dahin ging, möglichst schnell ein eigenes nationales Bankennetz zu schaffen. Es bestanden zwar in den neuen Staatsgebieten Banken, doch waren diese vornehmlich auf die Finanzierung der Landwirtschaft eingestellt; die Industrieverbindungen waren sehr gering. Daß sich dieser Prozeß nicht ganz reibungslos vollziehen konnte, liegt auf der Hand. Die später einsetzenden geschäftlichen Stockungen mußten auch bei den Banken die entstandenen Lücken und Fehldispositionen offenlegen.

Die Sanierung der Banken geschah, worauf wir bereits kurz im Heft „Bankenkrise“ vom August 1931 hingewiesen haben, durch die Errichtung eines „Spezialfonds zur Milderung der aus den Nachkriegsverhältnissen entstandenen Verluste“ auf Grund des Gesetzes vom 9. Oktober 1924. Die Dauer des Fonds wurde auf 40 Jahre bemessen. Es gelangten 1640 Millionen Kronen 4% Teilschuldverschreibungen zur Ausgabe, die von den Banken, Sparkassen und Genossenschaften in Höhe von 0,5% der gesamten Einlagen usw. nach dem Stande vom 31. Dezember 1925 gezeichnet werden mußten und deren Gegenwert den notleidenden Banken usw. entsprechend der angemeldeten Schäden zur Verfügung gestellt wurde. Zur Tilgung der Fondsschuldverschreibungen haben alle Banken jährlich einen Beitrag in Höhe von  $\frac{1}{10}$  bis  $1\frac{1}{4}$ % ihres dividendenberechtigten Kapitals je nach Höhe der Dividende, alle übrigen Institute 10% ihres Gewinns zu leisten. Reichen die Mittel zur Tilgung und Verzinsung nicht aus, so zahlt das Finanzministerium jährlich eine Summe von bis zu 50 Millionen Kronen. Neben diesem Fonds wurde ein „Allgemeiner Fonds der Geldinstitute der tschechoslowakischen Republik“ errichtet, der die Aufgabe hat, die Einlagen bei den Geldinstituten im Falle einer Insolvenz sicherzustellen. Die Hilfe, die grundsätzlich nur in Form von Darlehen zu gewähren ist, kann an die Erfüllung besonderer Bestimmungen gebunden sein. Jedes Mitglied kann den Fonds in Anspruch nehmen, wenn es fünf Jahre lang Beiträge geleistet und Verluste in einem Ausmaß erlitten hat, die die Existenz des Unternehmens bedrohen und die Einlagen gefährden. Die Beiträge belaufen sich auf 1,5% sämtlicher Zinsgutschriften und dürfen von den Banken den Einlegern in keiner Form zurückvergütet werden. Es handelt sich also um eine „Sondersteuer“. Reichen die Fondsmittel nicht aus, um Hilfe in der benötigten Höhe zu gewähren, so können ebenfalls 4% Fondsschuldver-

schreibungen ausgegeben werden, für die der Staat die Haftung übernimmt. Zurzeit laufen ca. 540 Millionen 4 % Fondsschuldverschreibungen um, die auch an der Prager Börse notiert werden. Beide Fonds sind selbständige juristische Persönlichkeiten, die Verwaltung geschieht durch die Zemska Banke.

Diese Beispiele zeigen, daß die Auswirkungen der Wirtschaftskrise immer stärker in die Sphäre der buchmäßigen Behandlung der Wertmaßstäbe hineindringen. In Deutschland hat man zunächst mit einer Notverordnung die Neuordnung der Kapitalverhältnisse insofern erleichtert, als die Kapitalrekonstruktion ohne besondere Ankündigung an die Gläubiger vorgenommen werden kann, und es trifft sich nicht ungünstig, daß gleichzeitig durch eine andere Notverordnung auch neue Richtlinien für die Aufmachung der Bilanz im Sinne einer erhöhten Publizität geschaffen worden sind. Weiterhin steht unter Umständen die Frage einer unter gewissen Voraussetzungen gestatteten Hinausschiebung der Bilanztermine zur Debatte, und schließlich fallen auf dieses Gebiet auch die Bemühungen, den Banken eine dem inneren Wert ihrer Effekten entsprechende Bilanzierungsmöglichkeit zu geben. Die besonderen Probleme der Bankbilanzen lagen ja in der Bewertung der Effekten. Selbst da, wo Ende vorigen Jahres größere Abschreibungen vorgenommen worden sind, liegt in den meisten Fällen der Marktwert der Bestände weit unter den Buchwerten und im laufenden Jahr konnten naturgemäß keine Gewinne erzielt werden, die erneut wesentliche Abschreibungen zulassen. Wieweit bezüglich der dauernden Bestände und Beteiligungen, an deren Auflösung die Banken auch in den schlimmsten Zeiten kein Interesse haben, der Weg einer Einbringung in besondere Trustgesellschaften gangbar sein könnte, wofür ja auch die neuen Bestimmungen über die steuerliche Behandlung der Investment-Gesellschaften eine Handhabe böten, sei zunächst nicht untersucht. Diese Hinweise sollten in der Hauptsache dazu dienen, um zu zeigen, wie stark jetzt gegen Jahres-schluß sich die wirtschaftlichen Wertveränderungen und Werteinbußen als Folge der jahrelangen Deflation auf den Hintergrund der privatwirtschaftlichen Rechnungsführung projizieren, während die öffentliche Finanzgebarung in einzelnen Ländern sich bereits ziemlich weitgehend den veränderten Verhältnissen anzugleichen beginnt. Wenn unter diesem Gesichtswinkel eine gewisse Prognose über das Fortschrittstempo der Deflation ein Urteil erlaubt ist, so ließe sich sagen, daß die internationalen Schuldnerländer ihre Budgetsanierungsversuche schon erheblich weiter getrieben haben, als die großen Gläubigerländer, die sich durch die Rückgriffsmöglichkeit auf einen

leistungsfähigen Geld- und Kapitalmarkt zunächst von den grundlegenden Forderungen einer gesunden Budgetpolitik abbringen ließen.

Alle Überlegungen wirtschaftlicher und finanzieller Natur, alle großen Pläne der Gegenwart laufen schließlich immer wieder in der

#### Währungsfrage

zusammen. Die geschilderten Bemühungen um die Wiederherstellung gesicherter Bewertungsgrundlagen, in denen sich im Augenblick die Kräfte der halben Menschheit erschöpfen, müßten zur völligen Wirkungslosigkeit verdammt bleiben, wenn es nicht gelänge, auch einen neuen Generalnenner für das Gold selbst zu finden. *Es darf eingeschaltet werden, daß in dem beispiellosen Tohuwabohu der Währungssysteme verhältnismäßig wenige Anhänger der goldfeindlichen Richtung entstanden sind. In der Tat beweist das Goldhorten, das allerdings nur in den goldstarken Ländern praktisch in größerem Maße durchführbar war, daß im Gegenteil der Glaube an das Gold gestiegen ist, während die Zerstückung der Devisenpositionen, also der Forderungen auf Gold, für die wachsende Flucht aus Pseudogoldwerten spricht. Das Gold spielt schon jahrtausendlang eine so tief begründete Rolle in der Wirtschaftsführung der großen und kleinen Völker, daß diese Tradition schon ausreichen würde, um immer wieder dem Gold als Wertmaßstab eine bevorzugte Stellung zu verschaffen. Die meisten internationalen Pläne zur Wiederherstellung normaler Währungsverhältnisse gehen auch nicht darauf hinaus, das Gold zu entthronen, sondern es so zu restituieren, daß es seinen ursprünglichen Funktionen wieder gerecht werden kann. Weiter oben ist gezeigt worden, in welcher Weise die Regulierungskraft des Goldes verfälscht und verändert worden ist, es wurde darauf hingewiesen, daß einseitige Wertübertragungen inflationistischer Herkunft bei Unterbindung der natürlichen Warenbewegungen das Gold zwangsläufig in bestimmte Richtungen abgedrängt haben, wurde auch kurz angedeutet, daß durch den Abbau der Kurzgeldpositionen das Bild der tatsächlichen Kräfteverteilung allmählich wieder klarer zu werden beginnt. Bei der gegenwärtigen Verworrenheit der internationalen Währungsverhältnisse, die fast täglich mehr oder weniger wirklichkeitsfremde Pläne zutage fördert, wird allzu leicht die Tatsache übersehen, daß der internationale Warenaustausch immer noch einen gewissen Regulator des Goldmarktes darstellt und in Zukunft vermutlich diese Funktion wieder in höherem Maße annehmen wird. Die grundsätzliche Bedeutung der englischen Pfundwertung liegt zunächst weniger darin, daß das Land im Export sich einen Valutavorsprung verschafft hat, als in der Tatsache, daß die veränderten Wettbewerbs-*



verhältnisse und Umschichtungen im Warenverkehr allmählich wieder zu einer Lockerung der Goldbestände führen werden. Die Entwicklung der Handelsbilanzen der Vereinigten Staaten und Frankreichs wird von Monat zu Monat ungünstiger, und es kann recht bald der Fall eintreten, daß echte Goldabgaben daraus resultieren, insbesondere deshalb, weil die Möglichkeiten eines Zahlungsbilanzausgleichs über die Kapitalmärkte erheblich geringer geworden sind. Auf der anderen Seite dürfte die englische Handelsbilanz, deren Struktur für den ganzen Weltmarkt eine nicht zu unterschätzende Rolle spielt, in der nächsten Zeit eine erhebliche Besserung erfahren. Das soeben veröffentlichte Ergebnis für den Monat Oktober bietet hierfür natürlich noch wenig Anhaltspunkte. Dagegen lassen die jüngsten Arbeitslosenziffern in England schon eine bemerkenswerte Besserung des Beschäftigungsgrades erkennen. Es verstärkt sich demnach der Zustand, daß die goldkräftigen Länder mehr und mehr in die Passivität, die goldbedürftigen Länder dagegen in die Aktivität der Warenbewegung hineinwachsen. Frühere Beobachtungen zeigen deutlich, daß diese doppelte Hebelwirkung unter Umständen schnell zu einer grundlegenden Neuverteilung des Goldes führen kann. Voraussetzung ist natürlich die Wiederherstellung des Vertrauens auf den Kapitalmärkten und eine Verringerung der den Warenverkehr störenden internationalen Schuldenlasten, die unproduktiv und vorwiegend in Jahren inflationistischer Wertmaßstäbe angehäuft wurden.

Die Hoffnung auf einen natürlichen Rückfluß des Goldes an die Stellen, die das gelbe Metall am allernotwendigsten bedürfen, wäre indessen einseitig und unzulänglich, wenn man damit nicht die Forderung einer einseitigen großen Goldtransaktion zugunsten der goldschwachen Länder verbinden wollte. Mit dem Ingangkommen echter Goldverschiebungen als Folge des Automatismus der Warenbewegung würde zunächst noch keine Garantie für die Neuschaffung des so grundlegend zerstörten Vertrauens geschaffen werden. Was der Weltwirtschaft fehlt, ist die Rückkehr einer vernünftigen Zusammenarbeit in erster Linie auf dem Gebiet der Währung, der Abbau überhöhter unproduktiver Schulden und die Wiederherstellung normaler Zinssätze. Nach diesen drei fundamentalen Notwendigkeiten müssen die verschiedenen Pläne bewertet werden, die von den verschiedensten Seiten zur Wiederherstellung der natürlichen Voraussetzungen einer Sanierung unterbreitet worden sind.

Leider ist die Diskussion über das Währungsproblem in der am 12. und 13. Oktober stattgehabten Besprechung bei der BIZ. nicht in dem erwarteten Umfange in Gang gekommen. Weder Quesnay, der Generaldirektor der BIZ., noch

Burgess, der Vizegouverneur der New-Yorker Federal Reserve Bank, traten mit den ihnen zugeschriebenen Plänen aus ihrer Zurückhaltung heraus, noch wurde irgendeine positive Form der internationalen Kooperation in der Währungsfrage festgelegt. Die Rücksichten, die man auf die Reise des französischen Ministerpräsidenten Laval nach Amerika nehmen mußte, sind zwar verständlich, doch haben diese Kreise anscheinend den Ernst der Situation noch nicht genügend erfaßt. Daß Quesnay die Autorschaft seines Planes bestritten hat, ist um so weniger verständlich, als dieser Plan direkter und organischer an die Grundfragen der Währung heranzugehen scheint, als die meisten anderen Vorschläge. Er geht davon aus, daß die nationale und internationale Verschuldung ganz allgemein und ganz unabhängig von ihrem Ursprung durch die Wertsteigerung des Goldes um 40—50% zu hoch ist und daß durch die völlige Lahmlegung der mit diesen Schulden belasteten Organe die Weltwirtschaft in einen unnatürlichen Erstarrungszustand hineingeraten ist. Diese Schuldenpyramide um 30% zu kürzen, ist die Forderung des Quesnay'schen Planes. Wer in der deutschen Presse die Kontroversen über diese Fragen verfolgt hat, gibt sich über die Schwierigkeit einer grundsätzlichen und einmaligen Umstellung des Schuldner-Gläubiger-Verhältnisses keiner Illusion hin. Es wird mit Recht darauf hingewiesen, daß eine Begünstigung des Schuldners auf diesem Wege den bestehenden Rechtsauffassungen, die gerade in Deutschland seit der Währungssanierung wieder in subtilster Weise gepflegt und verankert worden sind, ins Gesicht schlagen wird und daß die Erschütterung des Vertrauens auf vertragliche Bindung die wirtschaftlich daraus entstehenden Vorteile in den Schatten stellen würde. Auch der Einwand ist geläufig, daß bei steigenden Preisen schließlich auch dem Gläubiger die Chance einer Anpassung seiner Forderungen an die geringere Kaufkraft gegeben werden müßte. Dabei wird auf die großen Entwicklungslinien während der Hauptperioden kapitalistischer Entfaltungen hingewiesen, die ebenfalls große Preisveränderungen mit sich gebracht haben, ohne daß die Frage einer Wertangleichung von Schuldverhältnissen an die veränderte Kaufkraft generell aufgeworfen zu werden brauchte. Dieser Einwand erscheint insofern nicht ganz richtig, als es sich zumeist um lang ausgezogene Trends handelte, die in der Regel dem Schuldner bzw. dem Gläubiger eine anderweitige Adjustierung an veränderte Verhältnisse gestatteten, oder wenn man an die kaufkraftmäßige Verlagerung der Rentneinkommen denkt, bereits neue, an andere Wertmaßstäbe gewöhnte Generationen in die Bewegung eingeschaltet wurden. Was das Argument für eine allgemeine Schuldenherabsetzung in der heutigen Zeit so ge-

wichtig zu machen scheint, ist die Tatsache einer 40—50 %igen Erhöhung des Goldwertes in einem Zeitraum von kaum mehr als zwei Jahren und die Überlegung, daß sich die Gläubiger in der ganzen Welt bereits auf große Opfer eingestellt haben. Dies wird besonders deutlich bei der Wertzertrümmerung von Obligationen, bei der Abwicklung von Zwangsvergleichen und Konkursen sowie auf dem Grundstücksmarkt. Es ist kaum gefährlich, heute auszusprechen, daß die Gläubigerschicht Opfer zu bringen geneigt ist, und lediglich die Diskussion über die Frage, ob eine generelle Regelung den Einzelregelungen vorzuziehen sei, hat zu den heftigen Kontroversen geführt. Im Plan Qu es n a y s ist vorgesehen, den Goldgehalt aller an das Gold geknüpften Währungen einheitlich um 30 % zu senken, ohne die Bezeichnung zu ändern, so daß die Paritäten zwischen den einzelnen Währungen dieselben bleiben würden, lediglich mit dem Unterschied, daß einer z. B. 70 %igen Reichsmark ein 70 %iger Dollar oder Franken gegenüberstände. Diese international durchgeführte Abwertung des Goldwertes würde nach der Auffassung des Verfassers dieses Planes mehr oder weniger schnell zu einer Preissteigerung in entsprechendem Ausmaße führen. Die Schuldner würden zwar dieselben Nominalbeträge an Zinsen und Kapital bezahlen, würden aber dann bei steigendem Einkommen und bei ebenfalls steigenden Umsätzen mit einem geringeren Betrag belastet sein. Eine derartige internationale Vereinbarung, der naturgemäß in einzelnen Ländern interne Gesetze zur Beseitigung besonderer Wertklauseln folgen müßten, hätte zweifellos den Vorteil, daß die Menschheit, soweit sie aus Schuldnern und Gläubigern besteht, auf die Einhaltung alter Verträge keinen großen juristischen Aufwand mehr zu machen brauchte. Die Einzelregelungen würden von einer Gesamtregelung abgelöst. Der einzelne könnte also auch für Härten, die sich hierbei immer ergeben, nicht eine Sonderbehandlung für sich geltend machen. Vom deutschen Standpunkt aus muß als der gewichtigste Einwand der sein, daß durch eine derartige Schuldnerentlastung das Problem der Reparations- und interalliierten Schulden in schematischer Weise in diese Regelung hineingezogen werden würde, während sich jetzt gerade mit unbedingter Klarheit die Sonderstellung dieser Schulden innerhalb der Weltwirtschaft herauskristallisiert hat. Diese deutschen Reparationsschulden wie auch andere inflationistische Schuldgrößen, wie z. B. die englische Staatsschuld von 7,5 Milliarden £, müssen weitgehend reduziert werden, bevor andere Schuldverhältnisse einer generellen Neuregelung unterzogen werden können.

Unter dem Gesichtspunkt der Schuldnerentlastung will auch Dr. Dalberg (Vortrag in der Deutschen Weltwirtschaftlichen Gesellschaft am

16. Oktober 1931) einer Devaluation das Wort reden, und zwar glaubt Dalberg, daß es unter den heutigen Verhältnissen nicht unangebracht wäre, wenn Deutschland die Initiative ergriffe und sich England anschließen würde. Er glaubt, dadurch auf der einen Seite den Exportnachteil gegenüber England und den auf Pfund fakturierenden Ländern beseitigen zu können, und hält es für möglich, daß unter diesem Druck auch die übriggebliebenen Goldwährungen einen niedrigeren Währungsstandard zu suchen gezwungen wären. Als unmittelbares Ergebnis einer solchen vorübergehenden Abkehr vom Golde erwartet Dalberg die Steigerung der Preise im Ausmaß des Währungsschwundes. Das Originelle an dem Vorschlag liegt aber darin, daß die Rückkehr zum alten Währungsstandard für möglich und richtig gehalten wird, daß aber Deutschland die Geneigtheit zu einem solchen Schritt gegen eine weitgehende Konzession der Gläubigerstaaten in der Frage der Reparationen verkaufen müßte. Der Plan wäre bestechend, wenn es gelänge, die Preisbewegung in den Grenzen und in dem Tempo zu halten, wie sie durch die Währungsentwertung nahegelegt wäre. Der schwache Punkt in der Deduktion liegt nach der neuesten Entwicklung darin, daß die Vereinigten Staaten anscheinend unter allen Umständen an dem alten Goldstandard festhalten werden. Ist dies der Fall, so hätte ein Währungsanschluß Deutschlands an England nicht die erwartete Stoßkraft und würde im Gegenteil das Währungschaos nur noch vergrößern. Für die Währungsunsicherheit ist charakteristisch, daß selbst von Vertretern des amerikanischen Banksystems auf die Propagierung mehr oder weniger utopischer Pläne nicht verzichtet wird. Kurz vor der Ankunft Burgess' in Basel tauchte in Verbindung mit dieser Persönlichkeit die Idee einer internationalen Währung auf. Es handelte sich hierbei um keinen neuen Gedanken, denn schon bei früheren Währungsschwierigkeiten sind derartige Dinge zur Diskussion gelangt. Bei der Gründung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wurden ebenfalls Stimmen laut, die dem neuen Institut gewisse Machtvollkommenheiten in dieser Richtung geben wollten. Man hat aber damals die Schwierigkeiten einer generellen Lösung des Währungsproblems eingesehen und sich darauf beschränkt, die Voraussetzungen für eine Erleichterung des Spitzenausgleichs im Goldverkehr zu schaffen. Diese Entwicklung ist aber über schwache Ansätze eines Goldclearings nicht hinausgelangt. Burgess will auf Grund eines Golddepots, das zu zwei Dritteln von den Vereinigten Staaten, zu einem Drittel von Frankreich zu stellen sei, Goldzertifikate ausstellen und diese den goldarmen Ländern im Kreditwege aushändigen. Nach der einen Version sollen diese Zertifikate den Cha-

rakter eines hochgradigen, durch Gold gedeckten Geldes mit internationaler Umlaufsfähigkeit besitzen, nach einer anderen das Aussehen einer zinstragenden Anleihe haben, die ihrer Sicherheit entsprechend ohne jeden staatlichen Zwang an Zahlungen statt genommen oder zu Anleihezwecken erworben würden. Neben der Funktion eines internationalen Geldes würden also diese Zertifikate auch den Charakter eines Anlagepapiers bekommen. Burgess geht bei diesem Plan wohl weniger von der Idee eines gemeinsamen Zahlungsmittels aus, als von dem Gedanken, die erstarrten Goldbestände auf diese Art und Weise aufzulockern. Die Einzelheiten des Planes sind aber noch zu wenig bekanntgeworden, um eine kritische Würdigung zu ermöglichen. Ganz allgemein ist aber der Hinweis am Platze, daß die Hoffnungen, mit einem Weltgeld die größte Krise des Kapitalismus zu beheben, wohl immer ein Phantom bleiben werden, solange es nicht auch große Wirtschaftsunionen in dieser oder jener Art gibt und solange nicht die Wissenschaft sich über die geldtheoretischen Dinge auf einer gemeinsamen Linie bewegt. Die Forderung einer Weltwährung würde zu Gegenforderungen nationaler Währungen für den Wirtschaftsbedarf im Inneren führen, und aus einer derartigen „Doppelwährung“ kann eine Vereinfachung und Erleichterung des Goldproblems nicht erwartet werden. Professor Keynes hält die Schaffung einer internationalen Währungskontrolle (Supernational Management) für möglich. Er hat in seinem jüngsten Werk diesen Fragen einen breiten Raum gewidmet und die dabei maßgebenden Zusammenhänge so eingehend behandelt, daß man nicht annehmen darf, daß es sich um eine leicht hingeworfene und unzureichend durchdachte Idee handle. Die Durchführbarkeit einer gemeinsamen und geschlossenen Gold- und Devisenpolitik, die das Ziel dieser Bestrebungen ist, setzt eine viel engere Zusammenarbeit der Notenbanken voraus, als sie bis jetzt erreichbar war, und es klingt paradox, ohne angreifbar zu sein, daß in dem Augenblick, wo die internationalen Geld- und Kapitalmärkte wieder bereinigt sind und normal funktionieren, die Einschaltung einigermaßen gesicherter nationaler Goldwährungssysteme in den Gesamtorganismus der Weltwirtschaft eine ausreichende Garantie für die Wiederherstellung des normalen Mechanismus bieten wird. Es ist lediglich notwendig, daß man den Währungssystemen die einfache Form und die selbsttätigen Regulative wiedergibt, an denen es, wie weiter oben gezeigt wurde, während der letzten Jahre fast völlig gefehlt hat.

Zur Bekämpfung der Geldnot sind auch die Bimetallisten wieder auf den Plan getreten, die vorzugsweise mit dem Argument arbeiten, daß durch eine Wiedereinsetzung des Silbers in seine alten Rechte

gleichzeitig auch die Währungsschwierigkeiten im ferneren Osten mit einem Schlage beseitigt werden können. Außerdem stützen sich die Anhänger des Bimetallismus auf die Wahrscheinlichkeit einer dynamischen Verknappung der Goldzufuhr, während ja bekanntlich von einem statischen Mangel an Gold neben der ungünstigen Verteilung nicht gesprochen werden kann. Schließlich sind die stärksten unentwegtesten Anhänger der Doppelwährung unter den amerikanischen Silberproduzenten zu finden, die eine Steigerung der Silberpreise und einen gesicherten monetären Absatz sehr wohl gebrauchen könnten. Hierbei darf indessen der Umstand nicht unberücksichtigt bleiben, daß Silber mehr und mehr auf die Stufe der nichtedlen Metalle herabgesunken ist und sich auch in seinem Preis dieser Metallgruppe stark angenähert hat. Die amerikanischen Interessenten haben in der letzten Zeit wiederholt den Versuch gemacht, bei dem Präsidenten Hoover ein geneigtes Ohr für ihre Pläne zu finden, ohne daß es ihnen glücklich wäre, die Notwendigkeit einer Silberkonferenz ausreichend darzulegen.

So interessant all diese Pläne sein mögen und so berechtigt es erscheint, in dem gegenwärtigen Währungszustand, für den es keine Parallele gibt, auch neuartig erscheinende Vorschläge ernsthaft zu prüfen, so muß doch gesagt werden, daß gerade auf dem Gebiet der Währung nur die Wiederherstellung des Vertrauens notwendig ist, um das Gold wieder aus seiner Sterilisierung herauszuführen. Es ist leicht denkbar, daß mit den französisch-amerikanischen Verhandlungen ein neuer status quo geschaffen worden ist, der weitere Überraschungen in gefährlichem Umfange ausschließen könnte. Sehr wertvoll wäre schon, zu wissen, daß die einseitige Goldbewegung ihr technisches Ende erreicht hat, daß die stark dezimierten Bestände großer Welt handelsstaaten nicht weiter angegriffen werden können und daß nach einer Beseitigung der jeden Währungsmechanismus zermürbenden einseitigen Wertübertragungen die natürlichen Heilkräfte der Weltwirtschaft wieder zu ihrem Recht kommen werden. Hält man die Lage insofern für bereinigt, so würde eine ruhige Weiterentwicklung während der Wintermonate die unumgänglichen Voraussetzungen für eine Währungsneuordnung auf bewährter Linie zu schaffen vermögen<sup>1)</sup>.

Eine Betrachtung der Währungsverhältnisse kann an der

#### *Zentralstellung des Zinsproblems*

nicht vorübergehen. Hand in Hand mit dem Stillhalteabkommen und dem Eintrocknen der Geld- und Kapitalmärkte sind die internationalen Zinsverhältnisse in einen Zustand völliger Willkür eingetreten. Das Zinsgefälle, das früher das

<sup>1)</sup> Die Zahl der Sanierungspläne ist inzwischen noch um einige weitere erhöht worden, so hat man den Francqui-Plan, sowie die Anregungen von Geh. Rat Schmitz von der I.G. Farben eingehend diskutiert.

wichtigste Regulativ der Kapitalbewegung darstellte und das auch für Deutschland mit einem durch Reparationsverpflichtungen allerdings stärker abgestuften Abstand galt, ist völlig verschoben worden. Aber auch intern lassen die Zinssätze infolge der geschilderten Hortungserscheinungen fast jeden Wirkungsgrad vermissen. Der Zinssatz war früher aber auch ein Instrument für die Anpassung veränderter Kaufkraftverhältnisse, insofern, als in der Regel am Ende einer Deflation die Kapitalmärkte sich zu verflüssigen pflegten und stark ermäßigte Zinssätze weitgehend Konversionen ermöglichten. Auf diese Weise trug der Gläubiger das durch die Kaufkraftsteigerung begründete Opfer. Eine ähnliche natürliche Gestaltung, die zu einer grundlegenden Schuldnerentlastung führen könnte, erscheint aber für die nächste Zeit ziemlich ausgeschlossen. Große Konvertierungspläne mußten sowohl in England als auch in den Vereinigten Staaten und Frankreich aufgeschoben werden. Auf der anderen Seite aber hat die nahezu 50%ige Goldwertsteigerung in einer ungewöhnlich kurzen Zeitspanne eine kaum mehr tragbare Verschiebung der Schuldner-Gläubiger-Verhältnisse in der ganzen Sphäre der Kapitalverpflichtungen mit sich gebracht. Wenn die führenden Nationalökonomien der Welt trotz der währungspolitischen Eigenbedenken und trotz des offenbar noch nicht konsequent durchgeführten Deflationsprozesses für gemeinsame Anstrengungen zu Preiserhöhungen eintreten, so spricht dabei in erster Linie die Überlegung mit, daß nach dem heutigen Stand der Dinge die Normalisierung der Schuldenverhältnisse sich nur auf dem Wege einer Rückbildung der Deflation ermöglichen läßt. Demgegenüber läßt sich sagen, daß das Mittel einer Anpassung der Zinssätze an die veränderten Kaufkraftverhältnisse immer noch das Natürlichste und Ehrlichste darstellt. Die Aussichten auf eine normale Verflüssigung der Geldmärkte bis zu einem Punkt, wo der Zinsdruck in elementarer Weise einsetzen muß, können noch nicht günstig beurteilt werden. Zwar dürfte die Investitions- und Emissionstätigkeit wohl auf absehbare Zeit hinaus sich unter dem Normalen bewegen, während die Spartätigkeit, wenn auch verlangsamt, so doch weitergeht. Auf der anderen Seite aber hängen noch ungeheure Schuldenlasten aus unproduktiver und indexmäßig aufgeblähter Zeit über der Weltwirtschaft, die zuvor eine Rückführung auf kleinere Maßstäbe erforderlich machen. Nach Keynes ist mindestens ebensoviel Kapital erforderlich, um in der Deflation Verluste zu finanzieren, als einen späteren Aufschwung, und gerade für die Abschreibung derartiger Verluste müssen die Geld- und Kapitalmärkte im Augenblick sehr stark herhalten.

Unter diesen Gesichtspunkten würde eine Ak-

tion von Zwangskonversionen vielleicht nicht ganz abgelehnt werden können, wenn es sich darum handelt, gerade die schwerbeweglichen Mammutschulden als Kriegserbschaft auf ein erträgliches Maß zurückzuschrauben. Erst wenn für diese Schulden neue Maßstäbe festgesetzt sind, kann die Regel, daß sich die Geldmarktsätze und die Sätze für Investitionskapital gegenseitig bestimmen, zur Geltung kommen. Eine umfassende Zinspolitik wäre gerade jetzt wohl leichter durchzuführen, da ja neben diesen politischen Schulden große Teile der kurzfristigen Mittel durch Stillhalteabkommen und Währungseinflüsse fest gebunden sind. Versuche einer bewußten Zinsherabsetzung sind ja auch bekanntlich für die unter das Stillhalteabkommen fallenden Beträge durch die Initiative der Reichsbank in Gang gekommen. Mit einer Korrektur der Zinsbedingungen auf derart wichtigen Abschnitten des Schuldengebietes würden zweifellos neue Zinsmaßstäbe geschaffen werden, auf denen eine Wiederherstellung des Vertrauens möglich wäre. Gewiß muß jede Zwangskonversion von Staatsanleihen in denjenigen Ländern, in denen sich der Rentnerstand stark auf diese Anleihen stützt, recht erhebliche Härten mit sich bringen, indessen kann wohl gesagt werden, daß der Kursstand wohl allenthalben bereits die Erwartung einer Opfernotwendigkeit ausdrückt, die sich durch den Zwang der Verhältnisse auf breiter Front ergeben könnte. *Wer die Geschichte der Konversionen durchblättert — interessanteres Kapitel der Kapitalmarkt- und Finanzpolitik gibt es wohl kaum —, weiß, daß in sehr vielen Fällen die freiwilligen Konversionen im Grunde genommen manipulierte waren und daß sich der Gläubiger nur selten gegen die Konversion zu wehren vermochte. Zusammenfassend kann man sagen, daß die Bindung, d. h. Erstarrung großer Geld- und Kapitalmarktbeiträge, das Mittel bewußter Zinssatzveränderungen nicht nur verständlich, sondern auch erfolgversprechend machen kann, zumal die natürlichen Funktionen der Zinssätze noch auf absehbare Zeit außer Tätigkeit gesetzt sein dürften. Von den zwei Übeln, Devaluation der Währung zwecks Erleichterung der Kapitalsummen eines Schuldverhältnisses oder der durchgreifenden Ermäßigung der Zinsen ist jedenfalls unter allen Umständen das letztere als das kleinere zu bezeichnen. Die Wiederherstellung tragbarer Schuldenverhältnisse ist das Kardinalproblem der Zeit. Es reiht sich unmittelbar an die Bemühungen zur Abgrenzung der Währungsgefahren an und ist bei einem verständnisvollen Ausgleich zwischen den naturgemäß stark widerstrebenden Interessen geeignet, das Mißtrauen zu beseitigen, das für die Auflösung der internationalen Kapitalmarktbeziehungen verantwortlich war. Australien hat der Welt vor kurzem ein Beispiel für eine nach der Bevölkerungszahl*

und Schuldenlast immerhin nicht unbedeutende Konversion freiwilliger Natur gegeben, von der sich nur ungefähr 2,5% der Inhaber von Staatsanleihen ausschlossen, und es ist auch gelungen, gleichzeitig eine Auflockerung der übrigen Zinssätze einzuleiten. Die Kampfdevise „Gleichheit des Opfers“ hat dieses Ergebnis zustande gebracht. Daß auch in der alten Welt und in den Vereinigten Staaten solche Opfer unter allen Umständen gebracht werden müssen und schon gebracht worden sind, bedarf heute keines Beweises mehr. Die Neuordnung der Währungsverhältnisse und der Kurzgeldbedingungen, die bereits weit fortgeschritten ist, und schließlich die Senkung der Zinssätze auf ein tragbares Maß sind die einzigen Mittel, um aus dem Krisendilemma herauszukommen. Wenn die Pfundentwertung zur schnellen Lösung dieser Frage hingedrängt hat, so wird die Wirtschafts-

geschichte sich auch einmal mit der Tatsache abfinden können, daß bei der Loslösung vom Golde England gewissermaßen einen unüberlegten Schritt gemacht haben soll.

Die theoretischen Grundfragen sind hier als bekannt vorausgesetzt worden. Aus der umfangreichen Literatur, die in den letzten Jahren über das Währungsproblem erschienen ist, sollen hier nur einige wichtige Werke herausgegriffen werden: K. Diehl & P. Mombert: Valuta (Ausgewählte Lesestücke zum Studium der politischen Ökonomie), Dr. Fritz Machlup: Die Goldkernwährung, J. M. Keynes: Ein Traktat über Währungsreform und A Treatise on Money, 2 Bde., Dr. Gustav Cassel: Das Stabilisierungsproblem, Dr. Arthur Schweizer, Die neue Goldwährung.

Dr. R. Arzet.

## Die deutsche Auslandsschuld und das Stillhalteabkommen.

Im vorangegangenen Aufsatz ist darauf hingewiesen worden, in welchem Umfange die internationale Vertrauensstörung alle Länder vor schwerste Probleme gestellt hat, wobei nicht nur neue Gesichtspunkte der Währungs- und Geldmarkttechnik, sondern der gesamten Wirtschaftspolitik, ja der Politik überhaupt auftauchten. Im besonderen Maße ist naturgemäß wiederum die deutsche Wirtschaft von dieser Entwicklung betroffen worden, nachdem Deutschland schon bisher in vieler Beziehung den eigentlichen Krisenherd darstellte und — in einem tragischen circulus vitiosus — von den Folgen dieser Bewegung wieder am stärksten in Mitleidenschaft gezogen wird.

Mit den wichtigsten Fragen, die sich für die deutsche Kreditwirtschaft in währungs-, geldmarkt- und banktechnischer Hinsicht ergeben haben, seitdem die Krise am 13. Juli zum offenen Ausbruch gekommen ist, haben wir uns schon vor einiger Zeit — im August-Heft der Plutus-Briefe über Bankenkrise — auseinanderzusetzen versucht. In vieler Hinsicht werden wir uns also an die damals gemachten Ausführungen anlehnen können, andererseits sind aber in der Zwischenzeit naturgemäß auf vielen Gebieten neue Probleme aufgetaucht. Erinnerung sei in diesem Zusammenhang nur an die Aufgabe des Goldstandards in England und in den nordischen Ländern und die damit verknüpfte Gefährdung der meisten anderen Valuten, die jetzt die Währungs- und Bankpolitik aller Länder vor gänzlich neue Probleme gestellt hat.

Man sollte allerdings meinen, daß gerade Deutschland, so außerordentlich schwer es auch handelspolitisch durch das Auftreten einer

Valuta-Dumpingkonkurrenz geschädigt wird, in rein währungstechnischer Hinsicht von diesen Vorgängen nur in geringem Maße berührt werden könnte. Jedenfalls müßte das Stillhalteabkommen, wenn es wirklich seinen Zweck eines vollen Schutzes der deutschen Wirtschaft gegen neue Goldverluste und Kreditverminderung erfüllte, Deutschland gewissermaßen zu einer „Währungsinsel“ machen und so dem Einfluß der augenblicklichen Währungszerrüttung in anderen Ländern entziehen. Wir wissen, daß dies nur in geringem Maße erreicht ist. Die in der letzten Zeit entbrannten Währungsdebatten in Deutschland, die man ganz roh auf die Formel: Inflation oder Deflation? bringen kann, zeigen deutlich, daß wir von dem Gefühl einer absoluten — wenn auch befristeten — Immunität unserer Kredit- und Währungsverhältnisse gegen die neue Ansteckung durch Auslandskrisen doch recht weit entfernt sind. *Nicht weniger ist es bezeichnend, daß bereits jetzt, zwei Monate nach der Unterzeichnung des Stillhalteabkommens, neue Verhandlungen angebahnt werden müssen, die über die bisher provisorische und, wie noch zu zeigen sein wird, durchaus lückenhafte Regelung des Stillhalteproblems hinaus den Weg zu einer wirklichen Überwindung der deutschen Kredit- und Währungsschwierigkeiten eröffnen sollen. Dabei muß, wie jetzt wohl Gemeingut aller Kreise des In- und Auslandes geworden ist, das Gesamtproblem einschließlich vor allem auch der Reparationsfrage zur Lösung gebracht werden, wenn es gelingen soll, noch im letzten Augenblick die Gefahr eines Chaos zu vermeiden. Insofern handelt es sich hier vielleicht um die Schicksalsfrage nicht nur der deutschen Wirtschaft und*

*Politik, sondern des modernen Weltwirtschafts-systems überhaupt.*

Selbstverständlich wird aber jede Neuregelung auf den Ergebnissen der bisherigen Stillhalteaktion fußen, so daß es von größter Bedeutung ist, etwas näher auf die endgültige Formulierung und Ausgestaltung des Baseler Stillhalteabkommens einzugehen. Wir haben z. B. vor drei Monaten bereits kurz darauf hingewiesen, in welcher Form voraussichtlich der Stillhaltevertrag zustande kommen dürfte. In der Tat haben sich beim tatsächlichen Abschluß in der großen Linie Änderungen gegenüber diesem ursprünglichen Verhandlungsschema kaum ergeben. Es ist dabei geblieben, daß die ausländischen Bankgläubiger sich bereit erklärt haben, für eine begrenzte Zeit, nämlich im wesentlichen 6 Monate, die an die deutsche Wirtschaft weitergegebenen Kredite in unveränderter Höhe aufrecht zu erhalten, ein Zugeständnis, gegen das freilich eine große Anzahl von Zusatzsicherungen eingeschaltet wurde. Die Formulierung dieses Abkommens im einzelnen, insbesondere auch die individuelle Durchführung, hat jedoch so viele Abwandlungen und Ausgestaltungen, ja geradezu Durchlöcherungen der eigentlichen Idee ergeben, daß hierdurch zu einem großen Teil die Aufrechterhaltung der Auslandskredite in Deutschland auch während der Laufzeit des Abkommens durchaus in Frage gestellt worden ist.

Die

*Höhe der kurzfristigen Schuld Deutschlands,*

für die überhaupt eine Stillhaltung in Frage käme, steht nicht eindeutig fest. Der Layton-Bericht hat diese Schuld Ende Juli 1931 noch auf ca. 7,4 Milliarden RM gegen etwa 10,3 Milliarden RM Ende 1930 geschätzt, während das Statistische Reichsamt für den 31. Dezember 1930 auf kurzfristige Verbindlichkeiten von etwa 10,8—11,8 Milliarden RM kam. Eine gewisse Übersicht hat jetzt die Statistik gegeben, die auf der durch Notverordnung vorgeschriebenen Anmeldung von Auslandsschulden nach dem Stande vom 28. Juli 1931 basiert. Danach waren an diesem Tage sogar noch 12 Milliarden RM kurzfristige Schulden, also 60% mehr als der Layton-Ausschuß annahm, vorhanden gewesen; ebenso werden jetzt die langfristigen Schulden auf 11,5 Milliarden RM beziffert, während sie z. B. der Wiggin-Bericht nur mit 9 Milliarden RM annahm. Dabei muß aber berücksichtigt werden, daß bei der jetzigen Aufnahme der Auslandsschulden durch die Reichsbank vielfach Doppelzählungen vorgenommen sein dürften und daß außerdem, schon mit Rücksicht auf die Zuteilung von Devisen für Zinsen usw., des öfteren die Tendenz zur Angabe hoher Beträge — etwa durch Aufführung von

Verpflichtungen gegenüber nur formell ausländischen Gläubigern — beobachtet werden konnte. *Immerhin ist fraglos damit zu rechnen, daß die kurz- und langfristige Auslandsschuld höher ist, als man sie noch vor einigen Monaten taxiert hatte.*

Von dieser Gesamtschuld ist nun durch das Stillhalteabkommen nur ein Teil, wenn auch ein wesentlicher — früher geschätzt auf ca. 5,1 von insgesamt 7,4 Milliarden RM —, erfaßt. Wir wollen bei der Besprechung der einzelnen Vertragsbestimmungen noch etwas genauer auf diese Frage eingehen, welche Lücken sich in der Praxis gezeigt haben; hier sei nur noch kurz darauf hingewiesen, daß im wesentlichen das Stillhalteabkommen ja nur eine Vereinbarung zwischen in- und ausländischen Banken, also in erster Linie über Bankkredite und gewissermaßen nur subsidiär über Direktkredite des Auslandes an inländische Wirtschaftsbetriebe usw. darstellt. Dies geht auch daraus hervor, daß lediglich Banken und Bankenausschüsse als Vertragsparteien fungieren.

Freilich ist diese Konstruktion, daß für jedes Land ein Ausschuß, im Namen aller beteiligten Banken, dem Vertrag beitrifft, nicht unbedingt beibehalten. Neben die Ausschüsse für die Banken der Vereinigten Staaten von Amerika, Belgiens, der Tschechoslowakei, Dänemarks, Englands, Frankreichs, Hollands, Italiens, Norwegens, Schwedens und der Schweiz, sowie auf der anderen Seite Deutschlands treten noch, mit gleichen Rechten und Pflichten als Vertragspartner, die Reichsbank und die Deutsche Golddiskontbank, während die ausländischen Notenbanken direkt keineswegs mit dem Stillhalteabkommen verknüpft sind. Dies geht darauf zurück, daß die Reichsbank und mehr noch die Deutsche Golddiskontbank in weitestem Umfang als Garantie- und Risikoträger herangezogen werden, um die Sicherheit der den deutschen Bankinstituten bzw. der über sie ihren Kunden gegebenen Kredite zu gewährleisten. Im Text des Abkommens kommt diese Sonderstellung des deutschen Noteninstituts deutlich zum Ausdruck. Es heißt hier zunächst, daß die Vertragspartner die einzelnen Bedingungen des Abkommens gutgeheißen haben und daß weiterhin die Reichsbank und die Deutsche Golddiskontbank, die als einzige Vertragspartner besonders aufgeführt sind, sich bereit erklärt haben, „die von ihnen nach den Bestimmungen dieses Abkommens zu übernehmenden Verpflichtungen im Falle seines Inkrafttretens zu erfüllen“.

In dem Vorwort des Abkommens wird, was besonders interessant erscheint, auch noch ausdrücklich darauf hingewiesen, welchen Zweck das Stillhalteabkommen besitzen soll. Es wird nicht etwa gesagt, daß dieses Abkommen ledig-

lich eine Hinauszögerung der Rückzahlungsverpflichtungen bedeuten soll, vielmehr heißt es ausdrücklich, daß die Vertragsparteien „von der Absicht beseelt seien, den Vorschlägen der Londoner Konferenz vom Juli 1931 betreffs der Aufrechterhaltung ausländischer Bankkredite in Deutschland bis zum Finden einer dauerhaften Lösung für das Problem der kurzfristigen Verschuldung Deutschlands Wirkung zu verleihen“. *Hier wurde somit festgelegt, daß der Sinn dieses Abkommens mit Deutschland nur war, eine Endlösung vorzubereiten, daß also dieses Stillhalteabkommen, das ja nur wenige Monate gültig ist, lediglich eine provisorische und vorbereitende Regelung, keineswegs dagegen eine Endlösung darstellen konnte. Hier werden die schon erwähnten Verhandlungen einsetzen müssen, die jetzt das Gesamtproblem der Wirtschaftsschulden und Reparationslasten Deutschlands zum Gegenstand haben.*

So hat sich das Stillhalteabkommen also be-  
 wußt auf die Teilaufgabe beschränkt, das im Augenblick, d. h. genauer gesagt, am 31. Juli 1931 vorhandene Volumen der Auslandskredite aufrechtzuerhalten. Dies wird man demnach — abgesehen von der ausdrücklich vereinbarten Herauslassung einzelner Kreditarten aus der Stillhaltungspflicht — als den Grundpfeiler des gesamten Vertragsgebäudes feststellen dürfen. So sehr in vielen Bestimmungen das Recht des Kreditnehmers zur freiwilligen Rückzahlung einzelner Kredite betont wird, so oft von der Möglichkeit einer Umwandlung eines Kredits in eine andere Form gesprochen wird — immer wieder wird klar darauf verwiesen, daß es sich hier nur um eine Veränderung der juristischen Konstruktion oder um Ersetzung eines zurückgezahlten Einzelkredites durch einen neu zu gewährenden anderen handelt; das Volumen selbst soll bei allen Kreditgebern stets uneingeschränkt aufrechterhalten werden.

Die

#### *Dauer des Stillhalteabkommens*

ist im übrigen in den Verhandlungen zwischen den Ausschüssen der einzelnen Länder besonders stark umstritten worden. Man wird sagen können, daß praktisch diese Frage gar nicht die große Bedeutung hat, die man ihr zeitweise beizulegen schien. Gerade weil das ganze Stillhalteabkommen auf der Idee basiert, zunächst vorübergehend eine Regelung zu treffen, bis eine wirkliche Endlösung des Problems der kurzfristigen Verschuldung gefunden wird, mußte man von vornherein mit der Möglichkeit einer Verlängerung des Stillhaltevertrages rechnen. Der Zeitpunkt von 6 Monaten, auf den man sich schließlich grundsätzlich geeinigt hat, ist fraglos rein willkürlich gewählt. Diese Befristung stellt offenbar eine Kompromißlösung dar,

da von mehreren Gläubigergruppen eine Begrenzung auf 3 Monate in Vorschlag gebracht wurde. Durch eine „Hintertür“ ist im übrigen auch eine kürzere Befristung mit in das Abkommen hineingekommen, aber in einer Form, die von vornherein nur theoretische Bedeutung haben konnte. Der Stillhaltevertrag enthält nämlich die Klausel, daß die Laufzeit entweder 6 Monate betrage oder der Laufzeit des der Reichsbank von den ausländischen Notenbanken gewährten Kredites entspreche, der zunächst bekanntlich nur bis zum 16. Juli gegeben war, aber schon einmal um 3 Monate verlängert wurde. Unter Umständen sollte die Laufzeit des Abkommens auch dem Plan entsprechen, den etwa der auf Anregung der Londoner Konferenz ernannte Finanzaußschuß empfehle mit der Maßgabe, daß die kürzeste dieser Fristen gelte. Praktisch mußte dieser Vorbehalt aber deswegen belanglos erscheinen, weil insbesondere der Rediskontkredit der Notenbanken nach dem übereinstimmenden Willen aller Parteien fraglos weiter verlängert werden sollte und tatsächlich durch die Vereinbarungen auf der Baseler Tagung des BIZ.-Verwaltungsrates vom 13. Oktober entsprechend weiter prolongiert worden ist. Da eine baldige Rückzahlung dieses Rediskontkredites der Notenbanken auch weiterhin nicht in Frage kommt, bleibt es also bei der 6-Monate-Frist. Da das Abkommen infolge der langen Dauer der Verhandlung auf den 1. September 1931 vordatiert wurde, geht der Stillhaltevertrag am 28. Februar 1932 zu Ende, ohne daß aber, wie unsere bisherigen Ausführungen zeigen, auch nur eine der am Vertragsschluß beteiligten Parteien wirklich die Hoffnung haben konnte, innerhalb dieser kurzen Frist eine, wie die Präambel sagt, dauerhaftere Lösung des zur Debatte stehenden Problems finden zu können.

Bei Abschluß dieser Zeilen — Mitte November 1931 — ist eine Übersicht über die Wege, die hier gewählt werden sollen, allerdings noch nicht vorhanden. Vor allem ist die Verweisung Deutschlands auf Benutzung der im Youngplan enthaltenen Revisionsmöglichkeiten an Stelle einer sofortigen Neuregelung des Reparationsproblems ohne Rückgriff auf überholte Gedankengänge früherer Perioden offenbar ein retardierendes Moment auch für die Lösung der Wirtschaftsschuldenfrage. Wie das Ergebnis dieser Verhandlungen auch sein wird — sicher aber wird nur eine Tilgung der kurzfristigen Schuld Deutschlands innerhalb einer längeren Zeit in Frage kommen, wofür etwa die bekanntgewordenen Pläne einer Zahlung von je 700 Millionen RM pro Jahr, also Abtragung in etwa 10 Jahren, symptomatisch sind. Jedenfalls wird selbst bei unverminderter Aktivität der deutschen Handelsbilanz, die nach dem Auftreten eines Valutadumpings aus England und den

nordischen Staaten in dieser Höhe nicht mehr erwartet werden kann, eine schnelle Tilgung unmöglich sein. Auch der Rekordausfuhrüberschuß von ca. 387 Millionen RM, der im September 1931 zu verzeichnen war, ergäbe beispielsweise innerhalb weiterer 6 Monate nur einen Maximal-Devisenzugang von reichlich 2 Milliarden RM, der also niemals ausreichen könnte, um die gesamte kurzfristige Schuld Deutschlands, die dem Stillhaltevertrag unterliegt, zu tilgen. In der Praxis hat sich dieses Verhältnis ja noch ganz erheblich ungünstiger gestaltet. Wie die Entwicklung des Reichsbankstatus in den letzten Monaten und Wochen gezeigt hat, ist der Devisenanfall, auch ganz abgesehen von den Sonderabgängen durch Lücken des Stillhalteabkommens, außerordentlich stark hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Wie stets, hat die Einführung von Zwangsmaßnahmen in psychologischer Hinsicht fraglos eine Verschärfung statt Entlastung gebracht, indem trotz aller Erfassungsversuche offenbar ein beträchtlicher Teil der Exporterlöse nicht an die Reichsbank geflossen ist, sondern irgendwo, zumeist wohl im Ausland, in Devisenform belassen wurde. Dazu kommt, daß für wesentliche Teile des deutschen Exports, vor allem auch nach Rußland, lange Zahlungsziele vereinbart werden müssen, so daß

der Deviseneingang stark hinter dem Ablieferungstermin zurückbleibt, während umgekehrt bei Importen, wegen des internationalen Mißtrauens gegenüber der deutschen Wirtschaft, vielfach schnellere Zahlungsweise als bisher gefordert wird. So hat sich bisher die Entwicklung nur in der Weise vollzogen, daß auch die im Stillhalteabkommen vorgesehenen Teilrückzahlungen kurzfristiger Auslandskredite fast restlos zu Lasten des Gold- und Devisenschatzes der Reichsbank erfolgt sind.

Welchen Umfang diese neuen Devisenleistungen Deutschlands trotz des Schutzes der Stillhaltevereinbarungen angenommen haben, zeigt eine kurze Statistik. Vom 15. September 1931, d. h. dem letzten Ausweisstichtag vor dem Abschluß des Stillhalteabkommens am 17. September, bis zum 7. November 1931 ist der Bestand des Zentralnoteninstitutes an Gold und Devisen damit weiter, von 1728 Millionen RM auf 1262 Millionen RM und der Prozentsatz der Notendeckung von 40,7 auf 27,8%, zurückgegangen. Im ganzen hat sich damit auf den wichtigsten Konten in dem Jahr seit den Reichstagswahlen vom 13. September 1930 — wobei freilich auch der übliche Statusunterschied zwischen der 1. und 2. Monatswoche zu berücksichtigen ist — folgende Entwicklung gezeigt:

In Millionen RM	15. 9. 30	15. 1. 31	15. 5. 31	15. 7. 31	15. 9. 31	7. 11. 31
Gold . . . . .	2619	2216	2370	1366	1372	1101
Devisen . . . . .	177	177	171	124	356	161
Deckung zusammen	2696	2393	2541	1490	1728	1262
Wechsel . . . . .	1366	1679	1417	2677	2869	3830
Notenumlauf . . . .	4246	3962	3910	4162	4250	4542
Deckungssatz in %	69,2	62,7	65,0	35,8	40,7	27,8

Selbstverständlich kann man nicht einfach die Verminderung der Deckungsbestände mit dem Effektivbetrag der Rückzahlungen, die auch nach dem Stillhalteabkommen erfolgt sind, gleichsetzen, weil eben noch die laufenden Devisenüberschüsse aus dem aktiven Außenhandel in Betracht gezogen werden müssen. *Selbst unter vorsichtiger Berücksichtigung der Einbuße durch die bereits erwähnten Hemmungen bei der Exportdevisenablieferung ergibt sich aber, daß in den letzten Monaten mehrere 100 Millionen RM, seit Juli sogar schätzungsweise 1 Milliarde RM Kredite zurückgezahlt worden sind.*

Die Gründe für dieses immerhin recht erhebliche Ausmaß der Rückzahlungen ergeben sich zum Teil aus der letzten Entwicklung der Weltdevisenlage. In überraschendem Umfange haben Schuldner das Bestreben gezeigt, Kredite in Pfunden und nordischen Valuten zur Sicherstellung des gegenwärtigen Währungsgewinns zurückzuzahlen, auch wenn unter dem Schutze des Stillhalteabkommens eine Verpflich-

tung nicht gegeben ist. Das Stillhalteabkommen sieht sogar ausdrücklich vor, daß die deutschen Banken Gelder, die sie von ihren Kunden zu Rückzahlungszwecken erhalten, möglichst zum Ankauf von Devisen und Überweisung an die Gläubigerbank benutzen sollen. Soweit dieser Devisenankauf nicht durchführbar ist, soll der Betrag in Reichsmark bei der Reichsbank deponiert werden, worauf die Gläubigerbank nach 3 Monaten dieses Reichsmarkguthaben verkaufen kann; hierbei haften alle Schuldner für jeden Ausfall, evtl. auch Währungsverluste. Da auf der anderen Seite das gesamte Volumen der Auslandskredite, wie schon erwähnt, in der am 31. Juli 1931 in Anspruch genommenen Höhe aufrechterhalten bleiben soll, muß also die Inlandsbank für einen getilgten Teilkredit einen anderen Kreditnehmer nachweisen. Verständlicherweise achtet sogar die Reichsbank ziemlich scharf auf Inanspruchnahme der Kreditlinien, so daß sich damit für die Banken, bei denen größere Rückzahlungen von Pfund-



schulden erfolgen sollten, vielfach Schwierigkeiten herausgebildet haben, da nicht leicht neue Kredite in Pfunden unterzubringen sind.

In weit stärkerem Maße sind aber wohl die in großer Anzahl vorhandenen

#### *Lücken des Stillhaltevertrags*

für den überraschend hohen Devisenverlust der letzten Wochen verantwortlich zu machen.

Die erste Durchbrechung der Stillhaltepflicht, die sich in dieser Beziehung stark bemerkbar gemacht hat, ist die

#### *Herausnahme der Devisentermingeschäfte.*

Der Teil des Stillhalteabkommens, der sich mit diesen Fragen beschäftigt (Ziff. 18 a), hat hier eine Regelung getroffen, die von vornherein Devisenverluste der deutschen Wirtschaft in Höhe von mehreren hundert Millionen Reichsmark erwarten lassen mußte. Grundsätzlich ist nämlich im Abkommen angeordnet, daß Devisengeschäfte zwischen in- und ausländischen Stellen ordnungsmäßig abzuwickeln sind. Nur für spätestens am 31. Juli 1931 abgeschlossene Devisengeschäfte, die am Tage des Abschlusses der Stillhalteverhandlungen bereits überfällig waren, ist zusätzlich vereinbart worden, daß die Abwicklung sofort ohne Gewinn und Verlust für die Beteiligten erfolgen solle. Im übrigen verbleibt es an den bei Abschluß der Devisentermingeschäfte vereinbarten Bedingungen, so daß also die Erfüllung bei Fälligkeit zu erfolgen hatte. Allerdings ist diese Erfüllung dadurch etwas vereinfacht worden, daß die Abwicklung nach Möglichkeit durch Clearing oder durch andere Verrechnungsarten, die beiden Teilen genehm sind, vorgenommen werden sollte.

Im wesentlichen unterlagen diesen Bestimmungen die zahlreichen Swapgeschäfte, die im Rahmen der laufenden Devisenhandelsgeschäfte zwischen in- und ausländischen Banken abgeschlossen worden sind. Da Gegengeschäfte nicht mehr vorgenommen werden konnten, wobei nicht nur an die Bestimmungen der Devisennotverordnungen, sondern auch an die Abneigung der ausländischen Banken gegenüber jedem Neugeschäft in Mark zu denken ist, ergibt sich damit also, daß im wesentlichen die deutschen Banken bei Fälligkeit Devisen, die ausländischen Partner dagegen Mark zu liefern haben. Wäre es gelungen, den Standpunkt durchzusetzen, daß dann von den ausländischen Banken freie Markbeträge zu liefern wären, so hätte sich im wesentlichen, da freie Markguthaben ja nur gegen Devisen zu haben sind, ein Ausgleich ermöglichen lassen. *Der Stillhaltevertrag sieht jedoch vor, daß alle am 31. Juli bestehenden Reichsmarkguthaben, für die der ausländische Besitzer glaubhaft machen kann, daß sie zur Begleichung von Devisenabschlüssen unterhalten wurden, zur Erfüllung dieser Marklieferungsverpflichtungen in vollem Umfange frei-*

*gegeben werden mußten. Hierbei sind seine Verträge über den Kauf von Mark zwecks Erfüllung der Marklieferungsverpflichtungen allerdings in vollem Umfange anzurechnen.* Damit ergibt sich im ganzen, daß in voller Höhe der zwischen in- und ausländischen Banken getätigten Devisentermingeschäfte gegen Mark eine Freigabe ausländischer Markguthaben in Deutschland zur Abwicklung bei Fälligkeit erfolgt ist, während auf der anderen Seite die deutschen Devisenlieferungsverpflichtungen durch Vermittlung der Reichsbank voll zu erfüllen waren. Man hat kurz vor der Unterzeichnung des Stillhaltevertrages die Devisenansprüche, die sich aus der Abdeckung des Clearing-Saldos ergeben, auf etwa 300 bis 350 Millionen RM geschätzt. In Wahrheit sind diese Devisenverluste aus diesem Anlaß sogar wohl noch größer gewesen.

Die Einzelheiten der technischen Durchführung sind durch eine Bekanntmachung des Reichsbankdirektoriums vom 18. September, also dem Tage nach Unterzeichnung des Stillhalteabkommens, geregelt worden. Diese Bekanntmachung sieht u. a. auch die Abwicklung der im Inland selbst vor dem 31. Juli getätigten Devisentermingeschäfte vor, die ja das Stillhalteabkommen als solches nicht berühren. Weiterhin wurde festgesetzt, daß die Reichsbank sich zur Lieferung der Devisenbeträge für Abwicklung von Devisentermingeschäften mit dem Ausland nur bereit erklärte, wenn Anträge auf Abgabe der benötigten Devisen bis zum 1. Oktober 1931 gegen Vorlage der Unterlagen gestellt wurden. Ausdrücklich wurde weiterhin der Vorbehalt gemacht, daß Kreditinstituten, die der Aufforderung zur Glattstellung von Devisentermingeschäften nicht entsprechen sollten, die Devisenhandels-erlaubnis entzogen würde.

Als sehr fühlbare Lücke im System der Stillhaltevereinbarungen hat sich weiterhin die Regelung für

#### *Reichsmarkguthaben ausländischer Stellen*

erwiesen. Schon die Bestimmungen über die Abwicklung der Devisentermingeschäfte haben ja, wie erwähnt, in starkem Ausmaße zu einer Verringerung der ausländischen Markguthaben Veranlassung gegeben. Darüber hinaus haben aber die ausländischen Gläubiger mit stärkster Konsequenz den Anspruch auf völlige Herauslassung der Markguthaben aus den Stillhaltevereinbarungen erhoben. Gestützt haben sie sich hierbei auch auf frühere Stillhaltevorgänge, insbesondere auf die Regelungen mit Österreich bzw. der österreichischen Creditanstalt, bei denen ebenfalls die Guthaben in Inlandswährung von der Stillhaltung freigelassen wurden. Die Regelung, die das Stillhalteabkommen getroffen hat, kommt diesen Forderungen der ausländischen Banken stark entgegen, indem tatsächlich die freie Disposition

über Markguthaben innerhalb der 6-Monate-Frist ermöglicht wird. Das einzige Zugeständnis, das die deutschen Vertreter erhielten, ist die Verteilung der Markfreigabe auf die gesamte Laufzeit des Stillhalteabkommens, indem nur 25% sofort und je 15% an den 5 folgenden Monatsmedien freigegeben werden. Weiterhin sind die Abdispositionen für Erfüllung von Devisentermingeschäften voll auf diese Beträge anrechenbar, so daß unter Umständen nicht nur der zuerst fällige Betrag von 25%, sondern noch Teile der folgenden Raten in Anspruch genommen werden können. Immerhin ist damit ein Betrag von ca. 500—700 Millionen RM innerhalb der 6monatlichen Laufzeit des Stillhalteabkommens für die ausländischen Gläubiger verfügbar geworden. Da diese Beträge in Markwährung naturgemäß zur Bezahlung von Verpflichtungen ausländischer Firmen aus deutschen Exporten in Markwährung benutzt werden können, also damit indirekt den Anfall der Devisen aus der Warenausfuhr vermindern, steht diese Markfreigabe im Ergebnis einem Devisenabzug in derselben Höhe fast völlig gleich.

Allerdings ist gerade hier eine Sicherung der Reichsbank gegen allzu große Belastungen eingeschaltet worden. Sobald dieses Institut, dessen Gesunderhaltung für alle Teile von ausschlaggebender Bedeutung ist, der BIZ. unter Angabe von Gründen mitteilt, daß die Freigabe von Markbeträgen den Notenbankstatus gefährdet, soll eine Aufschiebung der Zahlungen mit Ausnahme der ersten 25% und der Leistungen für Devisentermingeschäfte auf einen Monat sowie dann weiter auf wieder je 1 Monat, bis zum Endtermin des Stillhalteabkommens, zulässig sein. Erfolgt eine derartige Hinausschiebung der Markfreigabe, so hat aber der deutsche Schuldner das Risiko einer Veränderung der Devisenkurse — für die Währung des Landes, zu dem die Gläubigerbank gehört — zu tragen, d. h. er übernimmt das Valutarisiko. Gleichzeitig muß die Reichsbank mit die Garantie einer Befreiung von Devisen-Kursverlusten übernehmen; ja auf Verlangen des Gläubigers sind auch die nicht freigegebenen Beträge an die Reichsbank zu zahlen und von ihr treuhänderisch zu verwahren. *Nach dem großen Umfang der Devisenverluste, die durch Erfüllung der Devisentermingeschäfte, Abzug der Saison- und Lombardkredite sowie Freigabe der ersten 25% der Markguthaben eingetreten sind, hatte man vielfach bereits für den zweiten Monat — vor Freistellung weiterer 15% der Markbeträge — eine Benutzung dieser „Transferklausel“ erwartet. Die Reichsbank hat aber hiervon Abstand genommen, und in der Tat sind auch die Abzüge zuletzt — wegen der Anrechnung von Markabzügen für Devisentermingeschäfte — kleiner geblieben. Wie sich die Situation in den nächsten Monaten gestalten wird, hängt natur-*

*gemäß aber von der Gesamtentwicklung der Währungslage ab.*

Erwähnt sei übrigens noch, daß für Reichsmarkkredite des Auslandes — die freilich kaum eine Rolle spielen dürften — im Abkommen eine Regelung nicht getroffen ist; sie unterstehen also den allgemeinen Devisenbewirtschaftungsvorschriften, d. h. grundsätzlich werden hier Rückzahlungsanträge nicht genehmigt werden.

Eine weitere Ausnahme von der Stillhalteverpflichtung ergibt schließlich die Bestimmung des Abkommens, das einige Arten von Krediten, die als

#### *Sonderkredite*

bezeichnet werden, ohne weiteres bei Fälligkeit bezahlt werden. Hierzu gehören einmal *Erntefinanzierungskredite* sowie Kredite für Halbfabrikate, die in Verbindung mit Erntefinanzierungsdarlehen gewährt worden sind, wobei die Erträge aus dem Verkauf der Produkte bei Fälligkeit die Mittel zur Rückzahlung liefern solle. Es wird ausdrücklich betont, daß der Neuabschluß derartiger Kredite den Gegenstand besonderer freiwilliger Verhandlungen darstellen müsse. Weiterhin aber sind auch die gesamten täglich fälligen oder zumindest kurzfristigen *Börsenkredite* und Vorschüsse gegen Börsenpapiere bzw. gegen Verpfändung sonstigen Eigentums von der Stillhaltung ausgenommen, wenn sie ihrer Natur nach durch Verwertung dieser Sicherheiten liquidiert werden können. Hierzu treten noch gewisse Forderungen aus Vertragsverletzungen, unerlaubten Handlungen usw., die in diesem Rahmen keine besondere Rolle spielen, naturgemäß aber ebenfalls das Bild einer recht lückenhaften Durchführung des Stillhalteabkommens ergänzen.

Zu diesen Ausnahmebestimmungen, die in ihrer Gesamtheit also eine sehr weitgehende Verminderung der Devisenbestände oder zumindest des künftigen Devisenanfalls in Deutschland bedeuten mußte, kommt noch die

#### *Sonderbehandlung des Erlöses verkaufter Effekten.*

Hierbei handelt es sich allerdings nicht um einen Teil des offiziellen Stillhalteabkommens. Die Frage der Behandlung deutscher Effekten im Auslandsbesitz ist nur *inoffiziell* zur Sprache gekommen. Trotzdem ist eine für die Auslandsgläubiger befriedigende Zusage der deutschen Vertreter in dieser Angelegenheit offenbar von den Gläubigern in Verbindung mit dem gesamten Stillhalteabkommen angeregt worden. Jedenfalls hat sich die Reichsbank gewissermaßen *inoffiziell* verpflichtet, der Umwandlung von Markbeträgen, die aus dem Verkauf von Effekten stammen, in freie Mark bzw. Devisen kein Hindernis in den Weg zu legen. Die Folgen dieser Zusage hat man zunächst wohl nicht tragisch genommen. Sehr bald zeigte sich aber, daß ausländische Kreise auch nach der *Schließung des offi-*

ziellen Börsenverkehrs, die im Zusammenhang mit der Aufgabe der englischen Goldwährung am 21. September auch in Deutschland erfolgte, größere Effektenverkäufe durchführten. Aus diesen Verkäufen resultierte, da die Erlöse in freier Mark gutgeschrieben wurden, sogar eine Erhöhung des Markangebotes an den Auslandsmärkten, so daß die Reichsbank dazu überging, lieber noch die offene Umwandlung dieser Beträge in Devisen zu gestatten. Sehr bald sah man jedoch ein, daß man bei der Höhe des Auslandsbesitzes an deutschen Effekten auf diesem Wege eine vollkommene Durchlöcherung des Stillhaltesystems, darüber hinaus übrigens noch eine neue Deroutierung der deutschen Effektenmärkte ermöglichen mußte. Zum Teil wurden sogar wohl Inlandseffekten, um gegen den Erlös Devisen zu erhalten, als Auslandsbesitz „getarnt“, was nur zum Teil durch einen Zwang zur Beibringung von Affidavits verhindert werden konnte. Zu einer offenen Zurücknahme der Zusage hat sich die Reichsbank trotzdem nicht verstehen können. Dagegen haben wesentlich unter ihrem Einfluß die Bankorganisationen zunächst die bekannte Vereinbarung getroffen, freiwillig Verkäufe für ausländische Rechnung nicht mehr durchzuführen. Da jedoch von einzelnen Außenseiterfirmen, die den großen Organisationen nicht angehören, noch manche Verkäufe durchgeführt worden sind, so ist praktisch auch mit dieser Vereinbarung das Angebot an Effekten aus Auslandsbesitz nicht ganz zum Stillstand gekommen. Gleichzeitig hat gerade dieses Problem bisher die Wiedereröffnung der Börsenmärkte verhindert, da bei Aufnahme offizieller Notierungen naturgemäß eine Diskriminierung des Auslandsbesitzes, wie sie jetzt durch die Vereinbarungen erfolgt ist, aus rechtlichen Gründen nicht mehr aufrechterhalten werden konnte. So ist vor kurzem doch durch Notverordnung festgelegt worden, daß der Erlös von Effektenverkäufen ausländischer Stellen nur auf besonderen Sperrkonten gutgeschrieben werden darf, deren Gegenwert in der Hauptsache nur zu Ankäufen anderer Werte benutzbar ist. Damit ist also jetzt der volle Schutz, wenn auch unter teilweiser Zurücknahme der Baseler Zusagen, erreicht und auch ein wichtiges, wenngleich keineswegs das einzige Hindernis der Börsenwiedereröffnung beseitigt.

Wir sehen also, daß sehr wesentliche Teile der ausländischen Kredite, die über deutsche Banken laufen, von dem Stillhalteabkommen nicht oder nicht genügend erfaßt worden sind. Ein weiterer Streitpunkt in dieser Hinsicht ist die Frage gewesen, wie es sich mit den

#### *Direktkredit*

verhält, die nicht Banken, sondern den Kreditneh-

mern von ausländischen Stellen unmittelbar gewährt worden sind. Hierbei ist eins grundsätzlich erreicht worden, nämlich daß die Kredite an Handels- und Industriefirmen sowie Gesellschaften den Forderungen, die über die Banken laufen, gleichgestellt worden sind, nur Kredite an ausländische Zweigniederlassungen dieser Stellen sind ebenso wie die an Zweigniederlassungen, Kommanditen usw. deutscher Bankfirmen im Ausland ausdrücklich von der Stillhaltevereinbarung ausgenommen worden. Es ist bekannt, daß dieser Umstand gerade für manche Auslandsfirmen, die vorwiegend das deutsche Geschäft pflegten und damit ihrerseits Anlagen in Deutschland nicht flüssig machen konnten, zu recht schwierigen Konsequenzen geführt hat.

Keine Regelung sieht das Stillhalteabkommen dagegen für die kurzfristigen Kredite vor, die deutschen Stellen des öffentlichen Rechts direkt von ausländischen Banken gewährt worden sind. Eine besondere „Zusatzklärung“ besagt vielmehr ausdrücklich, daß eine Stillhaltung für diese Kredite nicht vereinbart sei. Da aber auf Grund der deutschen Notverordnungen Devisen zur Rückzahlung dieser Kredite nur mit Zustimmung der Reichsbank erhältlich sind, haben sich die Auslandsbanken ausdrücklich bestätigen lassen, daß die deutschen Vertragspartner dem Wunsche der Kreditgeber nach Berücksichtigung ihrer Stellung als „kommerzielle“ Gläubiger „sympathisch“ gegenüberständen und überzeugt seien, daß diese Verhältnisse auch bei der Reichsbank gebührend in Betracht gezogen würden.

Praktisch ist diese Empfehlung allerdings bisher nicht wirksam geworden, indem von den zuständigen Devisenbewirtschaftungsstellen Genehmigungen zur Rückzahlung von kurzfristigen Kommunalkrediten nicht erteilt wurden. So ist beispielsweise die Klage eines englischen Bankhauses gegen die Stadt Frankfurt a. M. auf Zahlung eines fällig gewordenen Wechsels letzten Endes ohne Ergebnis geblieben, weil der zuständige Bezirksausschuß auch nach Verurteilung der Stadt vor dem ordentlichen Gericht die notwendige Genehmigung zur Zwangsvollstreckung mit Rücksicht auf die bestehenden Devisenbewirtschaftungsbestimmungen ablehnte; wahrscheinlich hätte sogar schon das Gericht, wenn auf diese Notverordnungsregelung verwiesen worden wäre, zur Abweisung der Klage kommen müssen.

Wenn wir nunmehr betrachten, welche Bedingungen das so in wesentlichen Punkten durchlöchernte Stillhalteabkommen für die Belassung der Restkredite auf 6 Monate formuliert, so finden wir an erster Stelle die Betonung des Rechtes der ausländischen Kreditgeber auf

#### *zusätzliche Sicherung*

ihrer Forderung. Diesem Gesichtspunkt dient eine

ganze Reihe von Bestimmungen. Am wichtigsten ist hier zunächst die Vorschrift, daß der letzte Kreditnehmer mit als Garant oder Verpflichteter herangezogen wird. Hierzu findet sich vor allem die Vorschrift, daß die deutschen Banken von ihren Kunden, soweit für ihre Rechnung bei ausländischen Banken Akzente laufen oder geschaffen werden, zusätzliche Erklärungen zur Weiterleitung an die Gläubigerbanken einzufordern haben. Nach Wahl dieser Auslandsbank kann entweder ein eigenes Akzept bzw. ein Eigenwechsel des Kunden in begebbarer Form und in denselben Beträgen, Währungen sowie mit dem gleichen Fälligkeitsdatum wie das ursprüngliche Bankakzept oder eine an die Gläubigerbank gerichtete briefliche Verpflichtungserklärung gefordert werden. *Wählt die Auslandsbank die Ausstellung von Eigenwechseln, so sind diese von der deutschen Bank zusammen mit irgendwelchen Spezialsicherheiten, die ihr in bezug auf die zugrunde liegende Verpflichtung eingeräumt sind, in treuhänderische Verwahrung zu nehmen. Ist statt dessen die Ausstellung einer Verpflichtungserklärung gewählt worden, so muß diese die unwiderrufliche Garantie des Kunden enthalten, daß er auf Mitteilung von Nichteinlösung des Schuldbetrages durch die verpflichtete deutsche Bank die Ansprüche der Auslandsbank unverzüglich in der entsprechenden Währung befriedigen werde. Auch in diesem Falle sind im übrigen Spezialsicherheiten der Auslandsbank weiter zu gewähren, wobei die deutsche Bank sie treuhänderisch verwahrt. Ausdrücklich aber sieht das Stillhalteabkommen vor, daß die primäre Haftung der Banken durch die Zusatzverpflichtungserklärungen bzw. Eigenwechsel der Kunden nicht beeinträchtigt wird.*

Weiterhin bringt das Abkommen zum Ausdruck, daß während der Laufzeit eine Bevorzugung in- oder ausländischer Gläubiger durch Erlangung neuer Sicherheiten nicht stattfinden darf. Infolgedessen wird z. B. auch festgesetzt, daß deutsche Bankgläubiger, die während der Stillhaltezeit von einem anderen deutschen Schuldner mit Auslandsverpflichtungen Rückzahlung oder die Stellung von Sicherheiten erlangen, während die ausländischen Gläubiger dieses Schuldners nicht innerhalb von 3 Monaten nach Ablauf des Stillhalteabkommens alle durch dieses erfaßten Forderungen voll zurückerhalten, ihrerseits alle erhaltenen Rückzahlungen oder Sicherheiten anteilig mit den in Frage kommenden Auslandsgläubigern teilen müssen. Allerdings gilt dies nicht für Rechte, die sich auf vor dem 13. Juli 1931 erhaltenen Sicherheiten einschl. Bürgschaften stützen. Weiterhin wird bestimmt, daß Bürgschaften, Garantien usw. u. a. auch seitens eines Kreditversicherers nicht deswegen aus ihrer Haftung entlassen werden können, weil eine Schuld als später fällig erklärt oder verlän-

gert wird. Im übrigen wird in der Verordnung, die zur Durchführung des Stillhalteabkommens erlassen worden ist, noch ausdrücklich vermerkt, daß Sicherheiten einer ausländischen Bank, die dem Stillhalteabkommen nicht beitrifft, von einem deutschen Schuldner nur mit Zustimmung der Reichsbank bestellt werden können, sofern für Schulden dieser Art sonst das Stillhalteabkommen heranzuziehen wäre. Damit werden die Auslandsgläubiger also, soweit sie dem Stillhalteabkommen beigetreten sind, auch insofern gegen Bevorzugung anderer Auslandsgläubiger oder der Inlandsgläubiger durch bessere Sicherung geschützt.

Eine große Bedeutung besitzt fernerhin der Teil des Stillhalteabkommens, der den Auslandsgläubigern die Möglichkeit einer Umlegung von Forderungen von nicht genehmen Schuldner auf die

#### *Deutsche Golddiskontbank*

gibt. Allerdings ist dieses Recht zur Umlegung von Forderungen ziffernmäßig begrenzt. Grundsätzlich kann der Auslandsgläubiger von laufenden Akzeptkrediten die Umlegung eines Teilbetrages von 10% der am 31. Juli gewährten Kreditsumme verlangen; sofern noch nach dem 31. Juli, und zwar bis zum 21. September, neue Akzeptkredite bewilligt werden sollten, wovon praktisch wohl nirgends ein Gebrauch gemacht worden ist, können auch 10% der Mehrsumme umgelegt werden. Von allen anderen Kreditbeträgen, insbesondere von Kontokorrentforderungen, können in derselben Weise 5% des Gesamtbetrages auf die Golddiskontbank übertragen werden, so daß also je nach dem Anteil von Akzept- bzw. Barkrediten an dem Gesamtbetrage zwischen 5 und 10% der Forderungen von Auslandsbanken gegenüber deutschen Banken der Deutschen Golddiskontbank angedient werden können. Etwas anders ist die Regelung für die Kredite, die seitens ausländischer Banken solchen Handels- und Industrie firmen, Einzelpersonen usw. ohne Garantie einer deutschen Bank direkt gewährt worden sind. Hier kann zunächst für 10% des Gesamtbetrages die Garantie der Deutschen Golddiskontbank verlangt werden, sowie ferner in Höhe von weiteren 10% für Einzelkredite, die an Firmen gewährt worden sind, die entweder keine Bilanzen veröffentlichen, oder auch, sofern sie dies tun, ihres kleinen Kapitals wegen dem Garantiesyndikat der etwa 1000 Firmen für den geplanten 500-Millionen-RM-Kredit der Deutschen Golddiskontbank nicht angehören. Damit kann also im Einzelfall die Garantie der Deutschen Golddiskontbank für höchstens 20% der Direktkredite verlangt werden. In jedem Fall soll aber die Auslandsbank die Garantieleistung für 15% des Gesamtbetrages dieser Kredite in Anspruch nehmen können. Soweit es sich ebenfalls um Direktkredite an Industriefirmen han-

delt, die aber von deutschen Banken garantiert sind, so kann der Auslandsgläubiger die Übernahme des Kredits durch die garantierende deutsche Bank fordern; in diesem Falle finden dann die allgemeinen Bestimmungen über die Teilumlegung von Krediten an Banken auf die Golddiskontbank Anwendung.

Im Stillhalteabkommen wird ausdrücklich festgestellt, daß die Golddiskontbank sich zur Übernahme dieser Verpflichtungen bereit erklärt hat. Allerdings findet sich eine wichtige Ausnahme: Das Institut hat nämlich das Recht, innerhalb von 14 Tagen nach Anforderung der Kredit- und Garantieübernahme das Verlangen des Auslandsgläubigers abzulehnen, wenn in dieser Zeit die Zahlungseinstellung des Schuldners erfolgt, dessen Verpflichtungen von der Golddiskontbank übernommen oder garantiert werden sollen. *Weiterhin hat sich die Golddiskontbank das wichtige Recht vorbehalten, eine Rückzahlung der auf sie umgelegten Schulden nur in drei gleichen Jahresraten vorzunehmen. Als Gegengewicht gegen die Erhöhung der Sicherheit, die durch Umlegung von Krediten auf die Golddiskontbank eintreten mag, ist also eine langfristige Festlegung des Kreditbetrages in Kauf zu nehmen, ein Umstand, der wohl mit dazu beigetragen hat, den Umfang der Kreditumlegungen in der Praxis zu begrenzen.*

Nicht weniger Wert als auf größtmögliche Sicherung haben die Auslandsgläubiger ferner auf eine gewisse Liquidisierung ihrer Forderungen gelegt. Da eine tatsächliche Rückzahlung durch das Stillhalteabkommen ja gerade ausgeschlossen wird, konnte das Verlangen allerdings nur dahin gehen, die Forderungen an deutsche Stellen in eine Form zu bringen, die nach Möglichkeit eine Refinanzierung zuläßt. Infolgedessen ist festgesetzt worden, daß die deutschen Kreditnehmer sich nach Kräften zu bemühen haben, der ausländischen Bank Wechsel in der Form zum Akzept einzureichen, wie sie üblicherweise in dem Lande dieser Bank rediskontfähig (eligible) sind. Da grundsätzlich nur Warenwechsel rediskontiert werden sollen, hat der deutsche Kreditnehmer gleichzeitig auf Ersuchen der ausländischen Bank den kommerziellen Charakter des Geschäftes nachzuweisen. Als Druckmittel für die Beibringung rediskontfähiger Wechsel wird gleichzeitig bestimmt, daß dann, wenn die ausländische Bank in ihrem Verlangen nach Übergabe rein kommerzieller und rediskontfähiger Wechsel nicht befriedigt wird, sie den Kredit in Zukunft als Barvorschuß fortführen kann, was in der Regel eine wesentlich höhere Zinsbelastung des deutschen Schuldners ergibt. Im übrigen sollen die deutschen Banken verpflichtet sein, notorisch kreditunwürdige Aussteller auf Verlangen durch kreditwürdige zu ersetzen.

Dies Verlangen nach

### *Eligibility,*

das von dem Stillhalteabkommen sanktioniert wird, hat gleichzeitig in gewisser Hinsicht das Ende einer Finanzierungsart mit sich gebracht, die in den letzten Jahren eine wachsende Bedeutung erlangt hat, nämlich des unechten Rembourses. Wir haben über die Entwicklung dieser Finanzierungsmethode in den Plutus-Briefen mehrfach berichtet, so daß wir auf eine Schilderung in diesem Zusammenhange verzichten können. Jedenfalls haben die Auslandsbanken im Verfolg des Stillhalteabkommens jetzt allgemein die Bedingungen für den Nachweis des kommerziellen Charakters der den Wechseln zugrunde liegenden Geschäfte so verschärft, daß unechte Rembourse, bei denen der Akzeptkredit ja nicht mehr mit einem bestimmten Warengeschäft im Zusammenhang zu stehen braucht, nicht mehr in Frage kommen dürfte. Vielfach haben die ausländischen Banken darüber hinaus sogar die Beibringung von Verladepapieren und andere Formen der Glaubhaftmachung gefordert, die im Einzelfall kaum noch zu beschaffen sind. So ist diese Frage der Eligibility in zahlreichen Fällen zu einem Streitobjekt zwischen Inlands- und Auslandsbanken geworden.

Ebenso wie durch die Forderung nach Beibringung rediskontfähiger Wechsel soll die Refinanzierung der Stillhalte Kredite auch dadurch gefördert werden, daß die deutschen Banken gleichzeitig zur Unterhaltung von Guthaben verpflichtet werden. Insbesondere im Verkehr mit den amerikanischen Banken bedeutet diese Forderung des Stillhalteabkommens, die so formuliert ist, daß über die Notwendigkeit einer Unterhaltung von Auslandsguthaben in angemessener Höhe Einigkeit bestehe, allerdings keine Änderung der bisherigen Praxis. Bekanntlich ist die Unterhaltung eines niedrig verzinslichen Guthabens in Höhe von etwa 10% des bestehenden Kreditobligos bei der kreditgewährenden Bank stets üblich gewesen. Auch die deutschen Banken, die amerikanische Rembourskredite in Anspruch nahmen, haben sich dieser Übung stets gefügt. Im Augenblick bedeutet diese Bestimmung aber für die deutschen Banken eine um so größere Belastung, als die Verzinsung auf diesen kreditrischen Konten meist nur eine weit bescheidenere Erhöhung als die Debetzinsen erfuhren, die gleichzeitig von allen Auslandsbanken ja ganz außerordentlich gesteigert worden sind.

Dies führt zu der Frage, in welcher Weise überhaupt das Problem der

### *Zinsen*

auf die deutschen Kredite, die ja, vom Gläubiger aus gesehen, eingefroren sind, gelöst werden soll. Das Stillhalteabkommen bringt hier nur eine sehr unbefriedigende Formulierung, in-

dem es nämlich grundsätzlich die Festsetzung der Zinshöhe einer privaten Vereinbarung zwischen Gläubiger und Schuldner, d. h. also bei der jetzigen Lage praktisch dem Diktat des Gläubigers überläßt. Gesagt wird lediglich, daß alle üblichen Provisionen im voraus, Zinsen dagegen monatlich in der Landeswährung der Gläubigerbanken zu zahlen sind und daß die dazu erforderlichen Devisen zu beschaffen seien. Weiterhin wird in recht akademischer Form gesagt, es sei wünschenswert, daß die Belastung nicht höher sei als den Verhältnissen nach angemessen ist. Natürlich ist diese Kautschukbestimmung von Gläubigern und Schuldnern sehr verschieden ausgelegt worden. Auch das Stillhalteabkommen hat hier wohl bereits Streitigkeiten vorausgesehen; so wird ausdrücklich bestimmt, daß bei Unstimmigkeiten über die Zinshöhe die Angelegenheit den Zentralnotenbanken der betreffenden Länder unterbreitet werden soll.

Abgesehen von diesen Hauptbestimmungen enthält das Stillhalteabkommen noch eine große Reihe von Einzelvorschriften, die wir hier nicht sämtlich aufzählen können. Im wesentlichen sind auch diese weiteren Bestimmungen sämtlich von der Idee diktiert, dem Gläubiger für sein Entgegenkommen in der Frage der Kreditfähigkeit jede denkbare Sicherheit und Refinanzierungsmöglichkeit zu gewähren, was in allen Fällen dazu geführt hat, die Kreditbeziehungen zwischen Inlandsbanken und Auslandsgläubigern zu komplizieren und die Abwicklung außerordentlich schwerfällig zu gestalten. Außerdem mußte, wie wir schon an verschiedenen Stellen erwähnten, von vornherein mit dem Auftreten von Unstimmigkeiten zwischen Inlands- und Auslandsbanken gerechnet werden. *Das Stillhalteabkommen selbst hat bereits eine Instanz geschaffen, die Streitigkeiten über Anwendung der Bestimmungen entscheiden soll. Derartige Streitfälle sind einem Ausschuß zu unterbreiten, der durch die BIZ. in Basel eingesetzt wird, und dessen Entscheidungen endgültig sind. Dieser Ausschuß ist gleichzeitig auch zuständig, wenn es strittig ist, ob seitens einer deutschen Bank eine positive Verletzung von Vertragsbestimmungen erfolgt ist oder ob Umstände eingetreten sind, die eine Zahlungsunfähigkeit der Inlandsbanken begründen; in diesen Fällen ist an sich das Stillhalteabkommen außer Kraft gesetzt, indem der betreffende deutsche Kreditnehmer keinen der hierin vorgesehenen Vorteile oder Rechte mehr genießen soll.*

In der Praxis haben sich bisher die Unstimmigkeiten zwischen Inlands- und Auslandsbank in der Hauptsache aus der Überspannung der Eligibility-Forderung und weiterhin aus der übertriebenen Höhe von Zinsbelastungen, insbesondere durch einzelne Banken in der Schweiz und in Amerika, ergeben. Der Ausschuß,

dem — unter Vorsitz des schwedischen Bankiers Wallenberg — von deutscher Seite der frühere Geschäftsinhaber der Disconto-Gesellschaft, Urbig, angehört, hat seinen Sitz in Berlin, soweit nicht der Vorsitzende etwas anderes bestimmt. Ihm können sowohl einzelne Streitfragen wie auch allgemeine Probleme aus dem Gebiete des Stillhaltungswesens, letztere freilich nur von Vertragsparteien des Abkommens — also von den Ausschüssen der verschiedenen Länder, der Reichsbank oder Golddiskontbank —, unterbreitet werden. Erstmals ist der Schiedsausschuß in den letzten Tagen zusammengetreten und hat hier in einer ganzen Reihe von Streitfragen Entscheidungen getroffen.

Das ganze Stillhaltewerk ist zwar, wie oben erwähnt, als Vereinbarung zwischen Ausschüssen und Institutionen zustande gekommen, die alle beteiligten Banken der verschiedenen Länder vertreten. Grundsätzlich ist trotzdem an dem Standpunkt festgehalten worden, daß es sich um die Regelung privater Kreditverhältnisse handelt, in die ein Eingriff von hoher Hand her vermieden werden muß. So ist denn das gesamte Abkommen derart aufgezogen, daß die einzelnen Ausschüsse den interessierten Banken ihres Landes den individuellen Beitritt zum Abkommen empfehlen sollen. In Kraft treten sollte das Abkommen nur, wenn im wesentlichen alle ausländischen Bankgläubiger ihren Beitritt erklären würden. Die Erklärung des Beitritts war von den ausländischen Gläubigern ihren deutschen Kreditnehmern mitzuteilen, worauf diese ihrerseits ihrer Gläubigerbank Beitrittserklärungen zu übermitteln hatten. Lediglich im Verkehr mit den französischen Gläubigern ist die Handhabung umgekehrt gewesen, indem zunächst der deutsche Schuldner Erklärungen abzugeben hatte. Erst durch den Austausch der Beitrittserklärungen ist dadurch also das Stillhalteabkommen tatsächlich perfekt geworden.

Tatsächlich sind fast alle Auslandsbanken, die überhaupt im deutschen Kreditgeschäft eine Rolle spielen, dem Abkommen beigetreten. Das war ohne weiteres vorauszusehen, da die Forderungen von Auslandsbanken, die dem Abkommen nicht beitreten, den deutschen Devisenbewirtschaftungsbestimmungen unterliegen, d. h. also praktisch, da jeder Antrag auf Rückzahlung abgelehnt wird, auch nicht in dem vom Stillhalteabkommen vorgesehenen Ausmaße verwertbar werden. In der neuen Fassung der Richtlinien für die Devisenbewirtschaftung kommt diese Sonderstellung der Stillhaltevereinbarungen deutlich zum Ausdruck. Ebenso besagt die besondere „Stillhaltenotverordnung“ vom 18. September 1931, in der die Folgerungen aus dem Abkommen gezogen werden — u. a. Festsetzung des Zwangsrechtes zur Einforderung von Verpflich-

tungserklärung der Bankkunden —, daß ausländischen Banken außerhalb des Stillhaltevertrages Sicherheiten nur mit Zustimmung der Reichsbank bestellt werden dürfen.

So stellt sich das Stillhalteabkommen heute als ein außerordentlich kompliziertes und umständliches Vertragswerk dar, das sich in mehr als einer Beziehung schon jetzt, knapp 2 Monate nach seiner Unterzeichnung, infolge der zahlreichen Lücken als kaum in vollem Umfange durchführbar erwiesen hat. Jedenfalls wird man, wenn man auf Grund der bisherigen Erfahrungen versucht, Vorteile und Nachteile dieser Regelung gegeneinander abzuwägen, wohl zu dem Ergebnis kommen müssen, daß die Übernahme der hier festgesetzten Verpflichtungen für Deutschland ein ganz außerordentliches Opfer, vielleicht noch größeren Ausmaßes als man am Tage der Unterschrift glauben mochte, bedeutet hat. In zahlreichen Fragen sind die deutschen Schuldner zu weitgehender Bindung verpflichtet worden, die sie in starkem Maße in die Hand der Gläubigerbanken gegeben hat. Dabei sind die Schuldner mehr als gut von dem individuellen Entgegenkommen der Gläubigerbanken abhängig geworden, wobei nur wieder an die Frage der Zinshöhe zu denken ist. Dazu kommt, daß die zahlreichen Lücken des Stillhalteabkommens, wie wir erwähnten, eine umfang-

reiche Verminderung des Kreditvolumens nicht verhindern konnten.

Diesen großen Nachteilen steht freilich gegenüber, daß Deutschland durch das Stillhalteabkommen die Möglichkeit erhielt, ein offenes Moratorium, d. h. die offizielle Einstellung seiner Zahlungen, gegenüber dem Ausland abzuwenden und damit das Beispiel anderer Staaten, vor allen Dingen Südamerikas, zu vermeiden. Von diesem Gesichtspunkt aus wird man also sagen müssen, daß die Übernahme von Opfern nicht etwa ohne weiteres zwecklos genannt werden konnte, daß vielleicht auch dieser ernste Versuch zur Lösung des deutschen Schuldenproblems den guten Willen Deutschlands bis zum letzten zeigen sollte. *Fraglos aber muß es gelingen, wenn es auf Grund der neuen Verhandlungen zu dem Versuche einer neuen Regelung des deutschen Schuldenproblems kommen wird, neue Durchlöcherungen des Stillhalteprinzips zu vermeiden, damit nicht die ganze Idee ad absurdum geführt und so zwangsläufig doch noch das Problem eines Auslandsamortatoriums aufgerollt wird. Nur eine Gesamtlösung, die gleichzeitig auch das Reparationsproblem zur Entscheidung bringt, nicht ein neues Provisorium, wird, wie schon eingangs erwähnt, hier eine vernünftige Möglichkeit zur Überwindung der deutschen und internationalen Schwierigkeiten bieten können.* Dr. P. Fabian.

## Die deutschen Banken und die Weltwährungskrise.

Die Aufgabe des Goldstandards durch die Bank von England hat bekanntlich nicht allein allgemeine wirtschaftliche und politische Folgen von heute noch immer nicht voll übersehbaren Ausmaßen gezeitigt, sie hat vielmehr vor allem auch in rein privatwirtschaftlicher Hinsicht Wirkungen gehabt, die auf lange Zeit hinaus von bestimmendem Einfluß auf die Bankpolitik in allen Ländern sein werden. Um die Bedeutung dieser Feststellung zutreffend zu würdigen, muß man sich dabei nur vergegenwärtigen, daß bei Beurteilung von Währungspositionen in einer der großen internationalen Goldwährungen bei allen Banken der Welt bisher ausgegangen wurde, daß das Kursrisiko durch den jeweils ungünstigsten Goldpunkt begrenzt wird. Mit anderen Worten, man hat unterstellt, daß Abweichungen von der Goldparität bei diesen Währungen nur in einem Rahmen praktisch in Betracht zu ziehen sind, in dem die Goldarbitrage nicht für einen Ausgleich sorgt. Voraussetzung hierzu ist aber die Aufrechterhaltung der unbedingten Goldeinlöschungspflicht der betreffenden Notenbanken, die nunmehr von England auf unbestimmte Zeit suspendiert worden ist.

Bevor wir jedoch auf die allgemeinen Folgen eingehen, die sich aus diesem Ereignis sowie aus der neuen Währungsentwicklung in einer Reihe von anderen Ländern ergeben, die hiermit teils in unmittelbarem Zusammenhang steht, teils ein Ausfluß der sonstigen Entwicklung der letzten Monate ist, sei nachstehend zunächst die unmittelbare Auswirkung der Pfundkrise auf die Situation des deutschen Bankwesens behandelt, die uns naturgemäß im Augenblick besonders interessieren muß. Als Ausgangspunkt soll der kurz nach Aufhebung der Goldeinlöschungspflicht durch die Bank von England erfolgte *Zusammenbruch des bekannten Berliner Privatbankhauses Schönberger u. Co.*

dienen, der unmittelbar auf dieses Ereignis zurückzuführen ist. Vorauszuschicken ist dabei allerdings, daß es sich hier insofern um einen Sonderfall handelt, als die Verluste von Schönberger in ihrem Ausmaß nicht als typisch für die Auswirkungen des Pfundsturzes auf die deutschen Banken angesehen werden können. Andererseits ist der Fall wiederum deshalb von besonderem Interesse, weil der Sturz der Firma

letzten Endes nur erfolgen konnte, weil sie ihre Karten voll und ganz auf die unbedingte Stabilität des englischen Pfundes gesetzt hatte.

Zum näheren Verständnis des Zusammenbruches von Schönberger ist dabei zunächst kurz auf die Entwicklung des Pfundterminmarktes vor dem offenen Abgleiten des englischen Pfundes einzugehen. (Wir setzen dabei die allgemeine Kenntnis der Technik des Devisentermingeschäftes voraus; für diejenigen unserer Leser, denen das Verständnis der nachfolgenden Ausführungen Schwierigkeiten bereitet, verweisen wir auf die eingehende Darstellung des Devisenterminhandels in dem Plutus-Brief vom April 1929 „Goldarbitrage und Devisenhandel“.) Schon längere Zeit vor der Aufhebung der Gold-einlösungsverpflichtung der Bank von England lag der Kurs für Terminpfunde unter dem für Kassapfunde, eine Entwicklung, die ihre natürliche Ursache in der Diskrepanz der Zinssätze hatte, die sich schon seit längerer Zeit zwischen dem Londoner Geldmarkt und den anderen großen internationalen Geldmärkten (New York, Amsterdam, Zürich, Paris) herausgebildet hatte. Die Folge davon war aber, daß Termindollars in London einen Report erzielten; oder mit anderen Worten, Terminpfunde gegen Dollars billiger waren als Kassapfunde.

Wer nämlich Dollars gegen Pfunde auf eine bestimmte Zeit hereingab (swapte), beanspruchte dafür mit Recht eine Vergütung (Report), da der Hereinnehmer mit diesen Pfunden höhere Zinsen erzielen konnte als mit den Dollars. Da nun aber Kassapfunde schon längere Zeit vor Ausbruch der allgemeinen Krise sich gegenüber dem Dollar am unteren Geldpunkt hielten, war die Gefahr eines weiteren Absinkens des Pfundkurses und damit ein Kursrisiko bei Geschäften dieser Art ausgeschlossen, solange der Goldstandard in England aufrechterhalten wurde. (Gerade hieran hat aber kaum jemand ernsthaft gezweifelt.) Denn bis zum Tage der Glattstellung mußte der Report der Terminpfunde eingeholt sein, so daß also eine Firma, die Terminpfunde kaufte, quasi die Zinsdifferenz zwischen London einerseits und New York, Paris usw. andererseits als Gewinn einstecken konnte. Diese Marge war aber nicht unerheblich; sie dürfte zeitweise 2—3% anno betragen haben. *Ähnliche Geschäfte waren überdies auch in Reichsmark seit Jahren mit Erfolg durchführbar; insbesondere wiesen in Deutschland infolge der starken Zinsdifferenz zwischen Berlin und New York Termindollars ständig einen hohen Report auf; und der Kurs für Dreimonats- oder Sechsmontatsdollars lag ziemlich oft über dem Goldpunkt.*

Es scheint nun, daß Schönberger, der bekanntlich eine Firma in Berlin und eine in Amsterdam unterhielt, jahrelang Geschäfte der vorstehend geschilderten Art in großem Umfange und zwei-

fellos mit gutem Erfolg getätigt hat. Sie mußten jedoch naturgemäß in dem Augenblick zu erheblichen Verlusten führen, in dem die selbstverständliche Voraussetzung zu ihrer erfolgreichen Durchführung — nämlich die Aufrechterhaltung des Goldstandards in einer der Währungen, in denen die hauptsächlichsten Lieferungsverpflichtungen bestanden (und zwar im vorliegenden Falle im englischen Pfunde) — von heute auf morgen wegfiel. Daß die sich hierbei ergebenden Verluste so erheblich waren, daß sie sogar den Zusammenbruch der Firma nach sich zogen, hängt offenbar damit zusammen, daß der Umfang der Verlustengagements an dem fraglichen Zeitpunkt im Verhältnis zu den Eigenmitteln von Schönberger besonders groß war. Ein Vorwurf ist hieraus allerdings der Geschäftsleitung nachträglich in der Öffentlichkeit kaum gemacht worden, da, wie schon erwähnt, ein Abgleiten des englischen Pfundes, das als einzige der großen europäischen Währungen Kriegs- und Nachkriegsfolgen ohne dauernde Einbuße überwunden und bereits seit 1925 seine Vorkriegsparität wieder erlangt hatte, selbst in der letzten Zeit nirgends ernsthaft befürchtet worden ist, in der die gefährlichen Auswirkungen der französischen Goldabzüge bereits deutlich wurden und die Bank von England in eine fast stündlich schwierigere Lage geriet.

Immerhin bleibt Schönberger, wie bereits einleitend hervorgehoben wurde, insofern ein Sonderfall, als wohl kein anderes Haus in Deutschland in mindestens relativ so bedeutendem Umfange wie diese Firma Devisentermingagements in Pfunden laufen hatte, als die Aufhebung des englischen Goldstandards bekannt wurde. Bei den meisten übrigen Banken, und zwar insbesondere auch bei den Großbanken in Deutschland, dürfte sich vielmehr das Abgleiten des englischen Pfundes völlig verschieden ausgewirkt haben. Neben Instituten, die — wenn auch in relativ geringerem Ausmaße — so doch absolut erhebliche Verluste in Kauf nehmen mußten, gibt es ohne Zweifel auch Banken, für die das Abgleiten des englischen Pfundes materiell ohne besondere Folgen blieb, und endlich solche, die dabei ebenso unerwartete wie unerhoffte Gewinne einstecken konnten. Es hing hier eben alles davon ab, ob eine Bank an dem fraglichen Zeitpunkt in Pfunden (und übrigens auch in einer der nordischen Währungen, die sich in ihrer Entwicklung dem englischen Pfunde mehr oder weniger genau angeschlossen haben) aktiv oder passiv war; d. h. ob bei ihr per Saldo (aber natürlich unter Einschluß der schwebenden Termingeschäfte) die Forderungen in Pfunden die Pfundverpflichtungen überwogen oder umgekehrt. War das letztere bei einer Bank der Fall, so verdiente sie mit dem vollen Passivsaldo ihrer Pfundbilanz an der Entwertung des Pfundes; war sie in Pfun-



den per Saldo aktiv, so mußte sie in gleichem Umfange entsprechende Verluste mit in Kauf nehmen, wenn es ihr nicht möglich war, einen Teil der Verluste ihrerseits auf ihre Kunden abzuwälzen; ein Punkt, auf den weiter unten noch einzugehen sein wird.

Um eine Vorstellung von dem

### *Umfang der*

### *Pfundengagements bei den deutschen Banken*

überhaupt zu bekommen, ist es dabei nicht ohne Interesse, auf den Layton-Bericht zurückzugreifen, in dem bekanntlich anlässlich der Stillhalterverhandlungen die erfaßbaren kurzfristigen Auslandsschulden Deutschlands zusammengestellt wurden. Nach diesem Bericht hatten die 28 größten Banken in Deutschland am damaligen Zeitpunkt in England Beträge im Gegenwert von 1051 Millionen RM entliehen. Darüber hinaus wurde die gesamte kurzfristige Verschuldung Deutschlands in England auf annähernd 1,5 Milliarden RM beziffert. Da der weitaus größte Teil dieser Verpflichtungen auf Pfund lautete, dürften demnach auf der einen Seite sehr erhebliche Entwertungsgewinne entstanden sein, denen allerdings auf der anderen Seite auch große Verluste gegenüberstehen, da Deutschland selbst ebenfalls aus Exporten usw. über recht erhebliche Pfundforderungen verfügte. Was im besonderen die Banken anlangt, so muß hier außerdem berücksichtigt werden, daß sie Auslandskredite wenigstens grundsätzlich in der Währung weiterzugeben pflegen, in der sie selbst im Auslande aufgenommen haben, um ihr Währungsrisiko nach Möglichkeit einzuschränken. Immerhin gibt es eine ganze Anzahl von Ursachen, die bewirken, daß die Währungsbilanz der meisten Banken de facto doch nicht in allen Währungen voll ausgeglichen zu sein pflegt.

So müssen für die Rembourskredite, auf die etwa zwei Drittel der kurzfristigen Auslandskredite überhaupt entfallen, in einem bestimmten Umfang Nostro Guthaben im Ausland unterhalten werden; die gleiche Notwendigkeit ergibt sich ferner aus den Bedürfnissen des Zahlungsverkehrs. Hierzu kommt weiter die Möglichkeit von Verlusten aus Terminengagements, denen allerdings durchaus nicht, wie in dem eben erörterten Falle Schönberger, spekulative Überlegungen zugrunde gelegen zu haben brauchen. Hierfür ein Beispiel: Anlässlich des Runs auf Deutschland wurden naturgemäß auch in größerem Umfange Pfundrembourse zurückgefordert. Die Rückzahlung solcher Kredite scheint dabei zum großen Teil erfolgt zu sein, ohne daß die betreffenden Banken ihren Kunden ihrerseits die entsprechenden Facilitäten kündigten. Zum Teil haben sie auch die Kredite durch Inanspruchnahme noch unausgenützter Facilitäten in anderen Ländern auf andere Währungen umgelegt. In

beiden Fällen hätten sie sich nun zwar an sich gegen Währungsverluste schützen können. Einmal bestand nämlich die Möglichkeit, die Kredite an ihre inländischen Kunden ebenfalls auf eine andere Währung umzustellen. Zum zweiten konnten sie aber auch einen entsprechenden Terminschluß tätigen, der sie von einem weiteren Risiko freigestellt hätte. Beide Transaktionen hätten für sie allerdings verminderte Zinserträge zur Folge gehabt. Wenn man nämlich den Kredit dem inländischen Kunden gegenüber von Pfunden auf Dollars oder französische Franken umstellte, so mußte man der Zinsberechnung auch die niedrigeren Zinssätze in New York und Paris zugrunde legen. Ein Kurssicherungsgeschäft auf dem Devisenterminmarkt aber (z. B. durch Verkauf von Terminpfunden gegen französische Franken) hätte infolge des starken Depots der Terminpfunde einen Zinsverlust von mehreren Prozent im Jahre nach sich gezogen. Um diese Zinsausfälle zu vermeiden, scheint man nun vielfach im Vertrauen auf die Stabilität des englischen Pfundes eine sofortige Ausgleichung seiner Pfundposition vermieden und so in ungleich größere Verluste hineingeraten zu sein.

In eine ähnliche Situation scheint man ferner zum Teil auch noch durch andere Zufälligkeiten gekommen zu sein. Wenn z. B. eine Bank im Juni einen Dollarkredit mit Fälligkeit Ende September in Anspruch nahm, so konnte sie sich dadurch gegen das Kursrisiko gesichert glauben, daß sie zwar nicht Dollars, aber Pfunde per ultimo September kaufte, was im Falle der Aufrechterhaltung der Pfundstabilität ebenfalls einen zusätzlichen Zinsgewinn versprach. Schließlich gerieten auch manche Banken völlig unfreiwillig in Pfundhausseengagements. Nehmen wir z. B. an, sie hatten (zum Ausgleich irgendeiner anderen Position) Pfunde gegen Dollars auf Termin verkauft. Nun war man nach Ausbruch der Krise in Deutschland sowohl im Inland wie im Ausland durchweg bemüht, Terminengagements vorzeitig glattzustellen. Dies geschah, ganz ebenso wie bei der späteren gesetzlichen Abwicklung mancher Markterminengagements, in der Weise, daß die Geschäfte unter Zugrundelegung der Tageskurse und unter Auszahlung der Differenzen rückgängig gemacht wurden. Daneben exekutierten ausländische Banken vielfach von sich aus die mit deutschen Banken eingegangenen Terminpositionen, beide Male mit dem Erfolge, daß die deutschen Banken unfreiwillig Pfunde in der Hausse hatten (vgl. hierzu auch die mehrfachen interessanten Darlegungen und Hinweise in der Frkft. Zeitg.).

Aus den vorstehenden Ausführungen werden unsere Leser zur Genüge ersehen, welche Fülle von Möglichkeiten besteht, die dazu geführt haben kann, daß die Währungsbilanzen von Kreditbanken in Deutschland an den kritischen Tagen

in Pfunden aktiv war, so daß nach Aufgabe des Goldstandards Verluste mit in Kauf genommen werden mußten. *Um solche Verluste wieder einzubringen bzw. trotz aktiver Pfundbilanz zu vermeiden, hat man nun verschiedentlich noch nach Eintritt der Pfundentwertung offenbar versucht, Pfundkredite gegenüber der Kundschaft zu alten Kursen in eine andere, stabile Währung zu drehen.*

Man berief sich dabei auf die Konditionen, die eine solche Umwandlung den Banken in der Regel an sich jederzeit gestatten, und verwies außerdem darauf, daß es unbillig wäre, wenn der Kundschaft ein unverdienter Gewinn aus der Pfundentwertung zufiele, der in voller Höhe von der kreditgebenden Bank getragen werden müßte. Demgegenüber ist allerdings auch darauf hingewiesen worden, daß ja auch die Kunden vielfach den Entwertungsgewinn nicht selbst einstecken konnten, da sie ihrerseits vielfach in mindestens gleicher Höhe P f u n d f o r d e r u n g e n hatten. Zum Verständnis dessen braucht dabei nur auf die Verhältnisse im Export hingewiesen werden, wo vielfach ganz oder zum großen Teil ebenfalls in Pfunden fakturiert wurde. Tatsächlich scheinen denn auch die nachträglichen Valorisierungen keinen allzu großen Umfang gehabt zu haben. Zum Teil werden sich zudem Bank und Kunde auch auf einer mittleren Linie entgegengekommen sein. Schließlich muß hier auch berücksichtigt werden, daß gerade bei den s c h w ä c h s t e n K u n d e n, bei denen die kreditgebende Bank eine volle Valorisierung in der Regel am leichtesten durchsetzen könnte, da der Kreditnehmer hier stark von ihr abhängig zu sein pflegt, ein solcher Schritt leicht zum Zusammenbruch führen könnte, an dem gerade der Kreditgeber letzten Endes das geringste Interesse haben muß.

Es bleibt nun in diesem Zusammenhang noch die Frage zu erörtern, wie sich die Pfundentwertung und die sonstige Entwicklung der Devisenmärkte auf die Politik der Banken für die nächste Zeit weiter auswirken wird und welche Konsequenzen man sonst noch aus dieser Entwicklung zu ziehen hat. In dieser Hinsicht ist nun zunächst von entscheidender Wichtigkeit, daß durch die Ereignisse der letzten Monate, und zwar insbesondere durch die damit im Zusammenhang stehenden tiefen gesetzlichen Eingriffe in den Mechanismus des internationalen Geld- und Devisenverkehrs, die normalen Geschäftsgrundlagen in vielfacher Hinsicht v ö l l i g i n U n o r d n u n g g e r a t e n s i n d. Vor einengenden gesetzlichen Bestimmungen frei sind die Devisenmärkte bekanntlich von den wichtigeren Ländern nur noch in Frankreich und den Vereinigten Staaten von Amerika sowie in der Schweiz und in Holland. Hierzu kommt, daß in diesen Staaten noch sowohl die unbedingte Goldeinlösungsverpflichtung der betreffenden Nationalbanken wie die völlige Freiheit der Kapitalbewegung

besteht. Unterhält eine Bank daher Positionen in einer dieser Währungen, für die Gegenpositionen nur in einer freien Goldwährung bestehen (z. B. Frankforderungen gegen Dollarverpflichtungen), so ist das Valutarisiko theoretisch wie früher auf die s c h w a n k u n g e n z w i s c h e n d e n G o l d p u n k t e n beschränkt. Demgegenüber steht allerdings die Erfahrung, die man mit dem englischen Pfund und den nordischen Währungen gemacht hat, für die ebenfalls bis vor kurzem die gleichen Voraussetzungen zutrafen, und die dann fast über Nacht vom Golde losgelöst wurde. Unter solchen Umständen werden daher die meisten Banken heute ungeachtet der noch geltenden unbedingten Goldeinlösungsverpflichtung in den erwähnten Ländern bemüht sein, ihre Positionen auch in den obengenannten Währungen nach Möglichkeit auszugleichen.

Noch weitaus stärker werden sie auf eine derartige Politik aber naturgemäß bei denjenigen Währungen bedacht sein, für die die oben angeführten Punkte nicht mehr oder doch nur noch zum Teil zutreffen. In letzterer Hinsicht haben wir dabei wiederum zwischen zweierlei Arten von Ländern zu unterscheiden, nämlich zwischen solchen, bei denen die Kursbildung der Landeswährung von der früheren Goldparität ü b e r h a u p t losgelöst ist, und solchen, bei denen der Goldstandard zwar im Prinzip aufrechterhalten, die unbedingte Freizügigkeit des Kapitals jedoch durch gesetzliche Maßnahmen usw. zum Teil unterbunden ist. Zu den Ländern der ersteren Art gehören dabei heute vor allem England, ferner Norwegen, Schweden und Dänemark. Zu den Ländern, in denen man an sich den Goldstandard aufrechterhalten, zum Schutze der Währung jedoch die Freizügigkeit des Kapitals großenteils unterbunden hat, gehören bekanntlich vor allem Deutschland, Österreich, Ungarn und mehrere andere europäische Staaten von geringerer Bedeutung.

Was nun im besonderen die Stellung der deutschen Banken dieser Entwicklung gegenüber anlangt, so ist hier naturgemäß von absolut beherrschender Bedeutung die Tatsache, daß bei Geschäften in englischen Pfunden eine theoretische Grenze für das Valutarisiko nicht mehr besteht. Zwar ist die zu Anfang noch ziemlich weitverbreitete Annahme, daß die Bank von England zu gegebener Zeit alles versuchen werde, um das Pfund, wie es in der Nachkriegszeit bereits einmal geschehen ist, auf die alte Parität zurückzuführen, in den letzten Wochen bereits stark in den Hintergrund gedrängt worden. Andererseits ist jedoch auch, wenn die alte Parität nicht wiedererlangt wird, bekanntlich noch völlig unklar, auf welcher neuen Basis (übrigens auch an welchem Zeitpunkt) das Pfund wieder einmal stabilisiert werden kann; und ebenso besteht endlich durchaus die Möglichkeit, daß

der Pfundkurs bis zu diesem, vielleicht noch ziemlich fernen Zeitpunkt noch erheblichen Schwankungen unterliegen wird (Entsprechendes gilt im übrigen vor allem auch für die nordischen Währungen). Unter diesen Umständen ist aber das Valutarisiko bei Pfundgeschäften nicht allein in der Theorie, sondern auch in der Praxis heute sehr erheblich und die Banken haben dementsprechend auch ein großes Interesse daran, keine neuen Eigenengagements in Pfunden — und zwar weder nach oben noch nach unten — einzugehen.

Erschwert wird dieses verständliche und an sich ohne Zweifel richtige Bestreben allerdings in gewisser Hinsicht durch die Politik der Reichsbank, die mit Rücksicht auf ihre Devisenlage genötigt ist, auf die Banken einen Druck dahingehend auszuüben, daß unter keinen Umständen ihr Devisenpolster durch

#### *vorzeitige Lösung von Pfundkrediten,*

die an sich unter das Stillhalteabkommen fallen, allzusehr beeinträchtigt wird. Um diese Einstellung der Reichsbank richtig verstehen zu können, muß man sich dabei zunächst vergegenwärtigen, daß bei vielen Pfundschuldern schon unmittelbar nach dem ersten großen Pfundsturz sich aus verständlichen Gründen das Bestreben bemerkbar machte, die unverhofft in den Schoß gefallenen Valutagewinne möglichst schnell sicherzustellen, zumal namentlich in den ersten dem Pfundsturz folgenden Tagen, wie schon erwähnt, vielfach mit der Möglichkeit einer baldigen Erholung des Pfundkurses gerechnet wurde. Die damals noch bestehenden generellen Devisenkaufgenehmigungen wurden daher zweifelsohne von vielen Unternehmungen benutzt, um Pfundkredite abzulösen, obgleich gerade dies von vornherein nicht im Interesse der Reichsbank liegen konnte, die ihrerseits durch das Stillhalteabkommen je ebenso geschützt werden sollte wie die Privatbanken. *Es lag nun ohne weiteres auf der Hand, daß die Privatbanken eingehende Pfunddevisen, auch soweit sie nicht unmittelbar zur Abdeckung der entsprechenden Rembourskredite Verwendung finden mußten, keineswegs an die Reichsbank verkaufen, sondern zur Verminderung ihrer eigenen Pfundschulden verwenden würden; es sei denn, daß eine neue Ausleihung in Pfunden möglich war. Gerade die Gewährung neuer Pfundkredite mußte aber auf besondere Schwierigkeiten stoßen, da kein Schuldner das damit verbundene Valutarisiko übernehmen wollte, außer wenn er seinerseits wieder Pfundforderungen mit diesem Geld schaffen konnte, wie es besonders im Exporthandel bei normalen Verhältnissen üblich, jetzt aber kaum mehr möglich war, da im internationalen Handel die Dollar- und Frankfinanzierung schnell an Stelle der Pfundfakturierung zu treten begann.*

Die Folge dieser Entwicklung war im übrigen

bekanntlich weiter, daß die Reichsbank nach einiger Zeit dazu überging, die Rückzahlung kurzfristiger Auslandskredite nur noch dann zu genehmigen, wenn sich die betreffende deutsche Bank verpflichtete, innerhalb einer bestimmten Frist die ausländischen Kreditfazilitäten durch Einräumung neuer Kredite oder in sonstiger Form wieder auszunutzen. Wenn die Bank diese Verpflichtung nicht übernehmen zu können glaubte, erhielten ihre Kunden nicht die Genehmigung zum Devisenverkauf und die ausländischen Kreditgeber waren genötigt, fällig werdende Tratten in Barvorschüsse umzuwandeln. Für die Bank selbst bedeutet ein solches Verfahren naturgemäß ebenso wie für ihre Kunden eine unangenehme Behinderung ihrer Handlungsfreiheit. Insbesondere wird es ihr dadurch auch erschwert, in der Handhabung ihrer eigenen Kreditpolitik stets so zu verfahren, wie ihr dies an sich unter Berücksichtigung der Bonität ihrer Kunden zweckdienlich erscheint.

Die ganze Situation wäre für die Banken wesentlich einfacher und die Ausnutzung von bestehenden und durch das Stillhalteabkommen geschützten Kreditfazilitäten in England wäre viel ungefährlicher, wenn sowohl für die Banken, wie gegebenenfalls für deren Kunden die Möglichkeit bestände, sich in jedem Falle bei der Inanspruchnahme von Pfundkrediten durch entsprechende Termingeschäfte zu sichern. Dies ist jedoch im Augenblick nach den Verboten durch die Reichsbank bekanntlich nicht möglich. Um die Nachteile, die sich aus diesem Zustand ergeben, auszuschließen, ist bereits von mehreren Seiten der Vorschlag gemacht worden, die Reichsbank möge selbst den Terminhandel aufnehmen und als alleiniger Kontrahent auftreten. Man hat dabei darauf verwiesen, daß die Reichsbank in diesem Falle gar kein so großes Risiko auf sich zu nehmen brauche, weil sich die mit ihr zu tätigen Schlüsse gegebenenfalls wohl zu einem erheblichen Teil ausgleichen würden. Trotzdem ist der Vorschlag bisher nicht weiter verfolgt worden. Die Reichsbank selbst scheint demnach auf Grund ihrer Marktkenntnis auf dem Standpunkt zu stehen, daß auch das danach verbleibende Risiko für sie noch zu groß ist. Außerdem befürchtet sie offenbar, unter Umständen von gewissen Seiten angefixt zu werden.

Wenn wir vorstehend bei der Frage der Pfundkredite so ausführlich verweilt sind, so geschah dies, wie bereits erwähnt, deshalb, weil sie in der Praxis im Augenblick die weitaus größte Bedeutung haben und daher das hauptsächlichste Interesse beanspruchen. Demgegenüber sind die in anderen europäischen Währungen (mit Ausnahme des holländischen Guldens, des Schweizer Franken und des französischen Franken, die aber zu den von der Krise unberührten Edelvaluten gehören) bestehenden Engagements durchweg außer-

ordentlich gering. Insbesondere dürften kaum von irgendeiner Bank größere Kredite in einer der ost- oder südosteuropäischen Währungen gewährt worden sein. Soweit in diesen Ländern Kredite deutscher Banken laufen, sind diese vielmehr wohl zum weitaus überwiegenden Teil auf Dollar, Schweizerfranken, Pfunde usw. abgestellt und dementsprechend auch bei Fälligkeit in gleicher Währung zurückzuerstatten. Soweit hier Schwierigkeiten entstehen, dürfte es sich daher im allgemeinen nur darum handeln, daß die Schuldner selbst schwach oder illiquid geworden sind oder eine Prolongation durch die Devisengesetzgebung des betreffenden Landes erzwungen wird. Dagegen ist das materielle Interesse der deutschen Banken an der Entwicklung dieser Währungen relativ gering.

Die bisherigen Ausführungen, die im wesentlichen zeigen sollten, wie sich die neuesten Ereignisse auf dem Devisenmarkt auf die deutschen Banken ausgewirkt haben dürften, lassen ohne weiteres erkennen, von wie großer Bedeutung die Devisenposition einer Bank unter gewissen Umständen für deren Vermögenslage und evtl. sogar für ihre ganze Existenz sein kann. Es liegt dabei allerdings auf der Hand, daß wir es bei der Entwicklung der letzten Monate mit völlig anormalen Erscheinungen zu tun haben, mit deren Eintreten an sich nicht gerechnet werden konnte. Andererseits werden sich aus den bereits dargelegten Gründen die Banken, so wie die Verhältnisse jetzt einmal liegen, darauf einstellen müssen, daß die Unsicherheit am Devisenmarkt noch lange Zeit weiter anhält, zumal auch noch keineswegs feststeht, ob der Kreis der Währungen, die sich vom Goldstandard wenigstens vorübergehend loslösen mußten, bereits endgültig geschlossen ist. Unter diesen Umständen dürfte es aber von besonderem Interesse sein, an dieser Stelle auch einmal näher auf die

#### *Währungsstruktur der Bankbilanzen*

im allgemeinen einzugehen und die Probleme zu behandeln, die sich hieraus ergeben können.

Wirft man in diesem Zusammenhang zunächst einmal die Frage auf, aus welchen Ursachen bei einer Bank überhaupt in größerem Ausmaße Forderungen oder Verpflichtungen in fremder Währung (oder auch beides) entstehen können, so ergeben sich vor allem dreierlei Motive, Fremdwährungspositionen können erstens entstehen aus dem internationalen Zahlungsverkehr; sie können zweitens resultieren aus der Aufnahme und Gewährung von Währungskrediten im Inland und vom Inland aus; und sie können drittens entstehen bei der Unterhaltung von Auslandsfilialen. Nicht berücksichtigt ist bei dieser Aufzählung endlich noch die Möglichkeit der

Übernahme ausländischer oder mindestens auf ausländische Währungen abgestellter Effekten. Doch dürften die hier in Betracht kommenden Beträge bei den deutschen Banken heute im Verhältnis zu den kurzfristigen Währungsforderungen und -verpflichtungen im allgemeinen nur einen relativ geringen Umfang haben. Neben gewissen Konsortialbeständen dürften die auf Fremdwährungen lautenden Effekten sich im übrigen vor allem aus festverzinslichen deutschen Bonds usw. zusammensetzen, die in der Vergangenheit an ausländischen Märkten placiert worden sind.

Relativ niedriger können ferner an sich auch die Guthaben gehalten werden, die den Bedürfnissen des internationalen Zahlungsverkehrs dienen. Es besteht nämlich hier auch bei großen Banken an sich durchaus die Möglichkeit knapper Dispositionen, wenn die Gefahr von stärkeren Währungsschwankungen besteht. Außerdem kann sich eine Bank noch dadurch helfen, daß sie Währungswechsel auf Länder, deren Währungen Schwankungen unterliegen, nur zum Inkasso hereinnimmt usw. *Tatsächlich stammen denn auch die großen Währungsguthaben, die von den deutschen Großbanken normalerweise unterhalten worden sind, keineswegs aus dem eigentlichen Zahlungsverkehr. Sie mußten vielmehr vor allem im Zusammenhang mit der dauernd hohen Beanspruchung von Auslandskrediten unterhalten werden, und zwar zum Teil als direkte Barreserven für den Fall stärkerer Abziehungen und zum Teil aus den Bedürfnissen des Remboursgeschäftes heraus.*

Wir kommen damit bereits zu der zweiten und weitaus bedeutsamsten Gruppe von Währungspositionen, den aufgenommenen und weitergegebenen Krediten in fremder Währung. Es ist dabei allerdings nicht so, daß man Währungskredite auf der Passivseite schlechthin mit Auslandskrediten, und solche auf der Aktivseite ohne weiteres mit weitergegebenen Währungskrediten im Inland identifizieren darf. Einmal unterhalten nämlich normalerweise auch inländische Firmen in erheblichem Umfange Währungsguthaben, und zwar insbesondere dann, wenn sie selbst aus Exporten u. dgl. m. Devisen empfangen, die sie in naher Zeit zur Abdeckung von Devisenverpflichtungen benötigen. Zum anderen figurieren unter den Währungskrediten auf der Aktivseite auch Kredite an ausländische Firmen sowie vor allem angekaufte Währungswechsel auf ausländische Plätze usw. In letzterer Hinsicht braucht u. a. nur auf den großen Umfang der von den Banken finanzierten Russenkredite, auf den häufig vorkommenden Ankauf von Wechseln aus Lieferungen an andere ausländische Regierungen usw. hingewiesen zu werden, um den Umfang der unmittelbaren Währungsforderungen an das Ausland er-

Übersicht über Forderungen und Verpflichtungen in Währung X-Bank.  
per 31. 12. 30.

Bezeichnung	Gesamtgegenwert in RM	Von den Währungsgeschäften waren kontrahiert in			
		USA.-Dollars	engl. Pfunden (alles umgerechnet in RM)	franz. Franken	holl. Gulden
<b>Aktiva</b>					
Sorten und Kupons . . .	127 316.—	32 317.—	42 110.—	10 220.—	21 210.—
Schecks und Wechsel . .	10 244 310.—	3 215 000.—	4 210 311.—	110 211.—	228 116.—
Bankguthaben . . . . .	24 277 114.—	11 315 376.—	5 217 305.—	2 176 907.—	1 304 206.—
Warenvorschüsse . . . .	101 101 000.—	45 322 401.—	33 276 504.—	11 204 908.—	4 404 999.—
Debitoren . . . . .	81 244 167.—	22 711 301.—	33 109 444.—	2 301 456.—	440 345.—
Übergangsposten . . . . .	224 144.—	101 204.—	34 312.—	20 202.—	1 054.—
	217 218 051.—	82 697 599.—	75 889 986.—	15 823 904.—	6 399 930.—
Terminforderungen . . . .	109 417 211.—	30 244 376.—	40 109 407.—	17 876 543.—	7 210 345.—
Zusammen . . . . .	326 635 262.—	112 941 975.—	115 999 393.—	33 700 447.—	13 610 275.—
<b>Passiva</b>					
Verpflichtungen mit Fälligkeiten:					
bis zu 7 Tagen . . . . .	43 277 371.—	11 244 245.—	13 377 809.—	10 255 308.—	1 277 301.—
bis zu 4 Wochen . . . . .	76 000 210.—	19 405 201.—	20 606 000.—	19 304 607.—	7 201 001.—
nach 4 Wochen . . . . .	201 211 444.—	57 408 999.—	61 411 876.—	41 204 301.—	1 208 111.—
Übergangsposten . . . . .	544 276.—	101 444.—	90 204.—	30 312.—	10 101.—
	321 033 301.—	88 159 889.—	95 485 889.—	70 794 528.—	9 696 514.—
Terminverpflichtungen . .	91 366 404.—	5 987 643.—	1 215 678.—	49 021 376.—	32 524 391.—
Zusammen . . . . .	412 399 705.—	94 147 532.—	96 701 557.—	119 815 904.—	42 220 905.—

messen zu können. Auch haben die deutschen Banken besonders in den Jahren größerer Geldflüssigkeit bekanntlich zum Teil nicht allein in größerem Umfange an der Finanzierung von Tochtergesellschaften deutscher Firmen im Ausland mitgewirkt, sondern sie haben auch von sich aus (vor allem im Osten und Südosten Europas) Direktkredite an ausländische Firmen gewährt.

Was im besonderen die inländischen Währungskredite anlangt, so hat bei ihrer Gewährung die Frage, ob die Schuldner selbst Devisenproduzenten sind, d. h. die Rückzahlung aus eigenen Exporterlösen ermöglichen können, in den letzten Jahren in Deutschland bekanntlich keine entscheidende Rolle gespielt. Selbst bei der Einräumung von Rembourskrediten ist man von der ausschließlichen Benutzung dieser Kreditform für die Exportfinanzierung längst abgewichen und hat sich — allerdings bestärkt durch das Verhalten der ausländischen Geldgeber — immer mehr daran gewöhnt, hierin nur eine besonders billige Form des Auslandskredits schlechthin zu erblicken. Eine Drehung von ausländischen Währungskrediten in Reichsmark durch die Banken selbst hat allerdings bei den meisten Instituten wohl immer nur in beschränktem Umfange stattgefunden. Die Regel dürfte vielmehr gewesen sein, daß die Banken den Kredit zunächst in Währung zur Verfügung gestellt haben und eine notwendige Drehung in Reichsmark zur Beschaffung von Markguthaben dann durch den Kunden selbst erfolgte.

Immerhin läßt sich naturgemäß bei dem großen Umfang der gesamten Währungspositionen ein exakter Ausgleich von Forderungen und Verpflichtungen in den einzelnen Währungen auch dann niemals von Fall zu Fall durchführen, wenn an sich ein solcher Ausgleich angestrebt wird. Es bedarf daher zur Vermeidung von unerwünschten Valutarisiken der laufenden Beobachtung der Position in jeder einzelnen Währung, bei deren Aufstellung im übrigen selbstverständlich auch die schwebenden Termingeschäfte berücksichtigt werden müssen. Dagegen pflegt man bei Aufstellung der laufenden Währungsposition Effekten und Beteiligungswerte im allgemeinen nicht einzubeziehen, da es sich hier um Anlagen anderen Charakters handelt, die vor allem auch meist als für längere Zeit festliegend angesehen werden und denen, wenigstens soweit es sich um Beteiligungen handelt, in der Praxis bis zu einem gewissen Grade auch Sachwerte gegenüberzustellen pflegen, die von einer etwaigen Veränderung in der Valuta des Landes, in dem die betreffende Gesellschaft ihren Sitz hat, nicht beeinflußt werden.

Um über den Währungsstatus dauernd einen genauen Überblick zu erhalten, pflegt man bei größeren Banken die Währungsposition jedenfalls laufend aufzustellen. Außerdem empfiehlt es sich, wenigstens bei Aufstellung der Semestral- und Jahresbilanzen, auch einen umfassenden Währungsstatus unter Einschluß sämtlicher Einzelpositionen der Bilanz (also auch der

Positionen, die normalerweise größere Währungspositionen nicht enthalten) aufzustellen (vgl. Abbildung), der dann auch zur Kontrolle und Korrektur der laufenden Dispositionen verwandt werden kann, sofern sich dies als notwendig erweist, und der insbesondere auch hinsichtlich der Zusammensetzung der Währungspositionen im einzelnen einen besseren Überblick gibt als die laufende Position allein.

Die Frage, ob es an sich zweckmäßig ist, bei Entstehung eines größeren Saldos in der einen oder anderen Fremdwährung sofort für einen entsprechenden Ausgleich Sorge zu tragen, läßt sich dabei ganz allgemein nicht beantworten. Es kommt hier vielmehr einmal auf die Art der in Betracht kommenden Währung überhaupt und zum zweiten — falls es sich um eine Goldwährung handelt — auf das Ausmaß der etwaigen Abweichungen von der Parität innerhalb der Goldpunkte an. Handelt es sich bei der Unterhaltung einer Eigenposition um eine der großen Goldwährungen, so wird normalerweise ein besonderes Bedenken gegen ihre Aufrechterhaltung im Prinzip nicht bestehen. Man wird außerdem bis zu einem gewissen Grade das Währungsrisiko zwischen mehreren Standardwährungen koppeln können. So wurde bisher vielfach eine Aktivposition in Pfunden gegen eine Passivposition in Dollars als aufrechnungsfähig angesehen. Nicht berücksichtigt ist dabei allerdings die Tatsache, daß auch in der Relation der Goldwährungen untereinander innerhalb der Goldpunkte Schwankungen möglich sind, die bei der Unterhaltung größerer Eigenpositionen immerhin zu beträchtlichen Verlusten auf dem Devisenkonto führen können.

Dies gilt jedoch nur dann, wenn die Kurse selbst eine nennenswerte Spanne in dieser Hinsicht überhaupt noch zulassen. Nehmen wir z. B. an, eine Bank war in den letzten Jahren in englischen Pfunden mit einem größeren Betrag aktiv, und der Pfundkurs bewegte sich in Berlin an dem unteren Goldpunkt, so brauchte die deutsche Bank in der Pfundposition ein größeres Währungsrisiko tatsächlich nicht mehr zu erblicken, weil ein weiteres Abgleiten des Pfundkurses — solange der Goldstandard in England bestehen blieb, was, wie gesagt, als selbstverständlich vorausgesetzt wurde — nicht mehr möglich war. Die Bank hatte vielmehr umgekehrt in ihrer Pfundposition ausschließlich eine Gewinnchance, weil immerhin mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit angenommen werden konnte, daß das Pfund an irgendeinem Zeitpunkt wieder steigen würde. War eine Bank am gleichen Zeitpunkt dagegen in Pfunden passiv, so lag in ihrer Position ein nicht unerhebliches Verlustrisiko, denn sie hatte mit der Möglichkeit zu rechnen, daß sie bei einer Pfundsteigerung ihre Pfundverpflichtungen zu höheren Kursen abdecken mußte.

Allerdings brauchte sie aus dieser Tatsache noch nicht unter allen Umständen die Notwendigkeit zur Vornahme von Kurssicherungsgeschäften oder zur Drehung anderer Währungspositionen herzuleiten, da die Kosten der Kurssicherung bzw. die bei einer Drehung anderer Währungspositionen in Kauf zu nehmenden Mindererträge leicht mehr ausmachen konnten als die im ungünstigsten Falle zu erwartenden Kursverluste. Nur wenn dies nicht der Fall war, war es unter allen Umständen zweckmäßig, die Pfundposition auszugleichen.

Erheblich höher, d. h. praktisch unbegrenzt, ist gegenüber der Unterhaltung von Währungspositionen in Goldwährungen auch in normalen Zeiten das Risiko bei Bestehen von Eigenpositionen in Währungen, deren Kurse nicht an eine bestimmte Goldparität gebunden sind. In solchen Währungen wird eine vorsichtige Bank daher eigene Positionen nach Möglichkeit überhaupt nicht oder doch nur in geringem Umfange unterhalten. Will sie nach Ländern mit schwankender oder doch mit nicht an den Goldstandard gebundenen Währungen Kredite geben, so wird sie dies dementsprechend nur entweder in der Währung ihres eigenen Landes oder in einer anderen stabilen Währung tun. Außerdem pflegen sich die meisten Banken bei der Gewährung derartiger, wie überhaupt bei der Hingabe von Währungskrediten die jederzeitige Umwandlung in eine andere, ihnen genehme Währung grundsätzlich vorzubehalten. Auf der anderen Seite wird man Einlagen in derartigen Währungen auch nur auf der Basis der Wiederanlage in der gleichen Währung entgegennehmen.

*Faßt man das Ergebnis der vorstehenden Ausführungen abschließend kurz zusammen, so ergibt sich danach vor allem ein Doppeltes. Auf der einen Seite kann mit Rücksicht auf Charakter und Vielseitigkeit des Bankgeschäfts kein Zweifel darüber bestehen, daß jede Bank (und zwar insbesondere jede größere Bank) die völlige Vermeidung von Währungsrisiken niemals erreichen kann, da sie gewisse Eigenpositionen, wie sie sich aus den Bedürfnissen des laufenden Geschäfts ergeben, auch dann immer wird in Kauf nehmen müssen, wenn sie an sich auf die weitgehendste Ausschaltung von Währungsrisiken bedacht ist. Hinzu kommt außerdem, daß, wie wir gesehen haben, unter gewissen Voraussetzungen die Unterhaltung von Eigenpositionen in fremden Währungen in normalen Zeiten praktisch so gut wie gar keine Risiken mehr in sich birgt. Auf der anderen Seite hat eine Bank jedoch normalerweise durchaus die Möglichkeit, Währungsrisiken größeren Umfanges zu vermeiden, sei es nun durch Abschluß entsprechender Termingeschäfte im Bedarfsfall, sei es durch Drehung von Devisenkrediten auf andere Währungen, Verweigerung der Annahme von Einlagen in bestimmten Währungen*

gen und was dergleichen an ähnlichen Maßnahmen sonst noch in Betracht kommt.

In einem Falle, auf den wir bisher noch nicht näher eingegangen sind, stößt die Durchführung dieses Grundsatzes allerdings häufig auf außerordentliche Schwierigkeiten bzw. sie wird überhaupt unmöglich: bei der Unterhaltung von

#### Auslandsfilialen

in Ländern mit schwankender bzw. mindestens nicht an den Goldstandard gebundener Währung. Es wird sich nämlich hier zunächst im allgemeinen nicht vermeiden lassen, daß das Dotationskapital, mit dem eine Auslandsfiliale in der Regel ausgestattet werden muß, um ihr die erforderliche finanzielle Bewegungsfreiheit zu geben, größtenteils in die Währung des Landes gedreht wird, in dem die betreffende Filiale arbeitet. Tritt nun in diesem Lande eine Entwertung der Währung ein, so wird das Dotationskapital davon nicht unberührt bleiben, soweit es nicht in Sachwerten (z. B. Bankgebäuden oder sonstigen Immobilien) angelegt ist. Gerade dies letztere wird jedoch meist nur zu einem gewissen Teil der Fall sein können, weil ja sonst der Hauptzweck der Schaffung eines Dotationskapitals gar nicht erfüllt werden kann. Daneben wird es allerdings auch über das Dotationskapital hinaus bei Auslandsfilialen, deren Geschäftsgebarung doch stets stark von den Gesetzen und den kaufmännischen Gepflogenheiten ihres Arbeitsgebietes beeinflußt wird, nicht immer möglich sein, Forderungen und Verpflichtungen in der Landeswährung genau zu balancieren.

Man wird sich nämlich zwar im Prinzip stets bemühen, Kredite und Kapitalanlagen in Landeswährung nur insoweit zu machen, als auch Einlagen in der gleichen Währung hereingenommen werden können. Jedoch wird es sich auf der anderen Seite, je nach den besonderen Verhältnissen des einzelnen Falles, oft nicht vermeiden lassen, Kredite entweder seitens der Mutterbank oder seitens anderer außerhalb des Arbeitsgebietes der betreffenden Filiale domizilierender Banken in ausländischer Währung bzw. Reichsmark heranzuziehen (z. B. im Falle eines Runs), die dann wenigstens teilweise auf Landeswährung umgestellt werden müssen, ohne daß immer entsprechende Gegengeschäfte per Termin gemacht werden können; sei es wegen der damit verbundenen Kosten, sei es mit Rücksicht auf die Marktlage, die manchmal die Möglichkeit einer vollständigen Terminalsicherung gar nicht bietet. Man muß hier endlich auch in Betracht ziehen, daß der Versuch des Abschlusses solcher Geschäfte in größerem Umfange sich unter Umständen praktisch wie ein Anfixen der Währung des betreffenden Landes auswirkt oder mindestens so empfunden werden kann, was in den meisten Fällen schon aus äußeren Rück-

sichten unter allen Umständen vermieden werden muß.

Eine wie große Bedeutung gerade die zuletzt erörterten Fragen für Deutschland haben, werden unsere Leser ohne weiteres erkennen, wenn sie sich den recht beträchtlichen Umfang der deutschen Bankfilialen im Ausland ins Gedächtnis rufen. So verfügen die großen deutschen Auslandsbanken (Deutsche Überseeische Bank, Deutsch-Südamerikanische Bank, Deutsche Antioquia Bank, Deutsch-Asiatische Bank, Deutsche Orient-Bank) allein über annähernd 50 Auslandsfilialen, zu denen außerdem noch einige unmittelbare Filialen deutscher Großbanken im Auslande kommen. Der weitaus größte Teil der deutschen Auslandsfilialen liegt aber in Ländern, deren Währungen niemals sehr gefestigt waren, und in denen Währungsverschlechterungen auch de facto mehrfach eingetreten sind. Die Folge davon ist denn auch, daß das Problem der Vermeidung von Währungsverlusten von jeher eine der heikelsten und schwierigsten Fragen der Direktbestätigung der deutschen Banken im Ausland gewesen ist.

Einmal während der Dauer ihres Bestehens hatten die deutschen Auslandsbanken allerdings auch einen erheblichen Vorteil von ihrer besonderen Währungsposition; nämlich während der Kriegs- und Nachkriegsjahre, in denen die deutsche Währung selbst allmählich völlig zugrunde ging, während die Währungen ihrer Arbeitsgebiete sich zwar ebenfalls uneinheitlich entwickelten, im ganzen jedoch den deutschen Auslandsbanken eine ungleich bessere Substanzerhaltung gestatteten, als sie den deutschen Inlandsbanken im allgemeinen möglich war. Die beiden größten deutschen Auslandsbanken (Deutsche Überseeische Bank und Deutsch-Südamerikanische Bank) haben im Gefolge dieser Entwicklung bei der Goldumstellung sogar ihr volles Vorkriegskapital wieder zugrunde legen können, wenn auch die inneren Reserven beider Institute wesentlich geringer gewesen sein dürften als 1913. In der Folgezeit haben dann, was in diesem Zusammenhang von besonderem Interesse ist, drei andere Auslandsbanken in Südamerika, zum Teil wohl auch, um auf ihre Weise dem Währungsproblem zu begegnen, die Form von Gesellschaften südamerikanischen Rechts angenommen und damit die Gefahr weiterer Währungsverluste in der Hauptsache auf ihre Aktionäre abgewälzt (Banco Brasileiro Allemao, Banco de Chile y Alemania, Banco Alemán Antioqueno). Von diesen Instituten befinden sich allerdings die beiden erstgenannten seit längerer Zeit im Zustande der Liquidation.

Es bleibt nunmehr noch übrig, an dieser Stelle abschließend kurz auf die Frage der

*Verrechnung der Devisengewinne und -verluste* einzugehen. Sie ergeben sich, da die gesamten Währungspositionen bei einer Bank bekanntlich nie restlos abgewickelt werden, sondern an Stelle aller laufend neuer Positionen zu treten pflegen, praktisch dadurch, daß man bei Aufstellung von Bilanzen die gesamten Positionen auf Reichsmark umrechnen muß. Dies kann dabei sowohl täglich wie monatlich oder auch nur jährlich geschehen. Bei der Bewertung selbst kommen in der Praxis im wesentlichen drei Verfahren vor. Entweder werden sämtliche Währungspositionen (also sowohl Forderungen wie Verpflichtungen) zu *Mittelkursen* des Bilanzstichtages umgerechnet; oder man rechnet die Forderungen zum *Geldkurs* und die Verpflichtungen zum *Briefkurs* um; oder endlich, man saldiert zunächst die Forderungen und Verpflichtungen und ermittelt auf diese Weise, in welchen Währungen man aktiv und in welchen Währungen man passiv ist. Danach rechnet man die ersteren Währungen zu *Geldkursen* und die letzteren zu *Briefkursen* um.

Wie wir schon bei früherer Gelegenheit einmal eingehend dargelegt haben (vgl. Plutus-Brief 1930, Heft 12, „*Abschluß und Bilanz*“), erscheint von diesen Verfahren das letztgenannte zweifellos als das logischste. Denn wenn man schon bei der Bewertung das Realisationsprinzip zugrunde legt, so ist es nur folgerichtig, wenn man dort, wo ein Überschuß in einer Währung besteht, die *Nachfragepreise* (Geldkurse) der Bewertung zugrunde legt. Als unlogisch muß es dagegen in jedem Fall angesprochen werden, wenn man *ohne Berücksichtigung der tatsächlichen Position* in den einzelnen Währungen für die Umrechnung der Forderungen *Geldkurse* und die Bewertung der Verpflichtungen *Briefkurse* nimmt. In diesem Falle wird man nämlich *Verluste bzw. Mindererträge* auf dem Devisenkonto herausrechnen, die in der tatsächlichen Situation gar nicht begründet wird, da ja, wie wir weiter oben auseinandergesetzt haben, *Währungsverluste* aus Positionen, die sich aktiv und passiv ausgleichen, überhaupt nicht entstehen können. Richtiger erscheint insoweit noch das dritte angeführte Bewertungsverfahren der durchgängigen Anwendung von *Mittelkursen*, da hier Forderungen und Verpflichtungen in Währung, soweit sie sich ausgleichen, wenigstens mit *gleichen Kursen* bilanziert werden. Demgegenüber ist allerdings die Bewertung auch der verbleibenden *Eigenposition* zu Mittel-

kursen je nach Lage des Falls entweder zu *günstig* oder zu *ungünstig*.

Darüber hinaus kann allerdings die Frage aufgeworfen werden, ob auch die Bewertung nach der zuerst besprochenen Methode (aktive Währungen zu *Geld-* und passive Währungen zu *Briefkursen*) als unbedingt richtig angesprochen werden kann. Wie wir nämlich bereits in dem oben erwähnten Aufsatz einmal ausgeführt haben, besteht ja die Möglichkeit einer sofortigen *Glattstellung* etwaiger *Eigenpositionen* in fremden Währungen am Bilanzstichtage durch *Abwicklung bzw. Drehung* keineswegs immer, da ein Teil der Forderungen und Verpflichtungen befristet zu sein pflegt und auch eine *Umwandlung* in eine andere Währung bzw. eine *völlige Glattstellung* vor dem Zeitpunkte der Fälligkeit praktisch nicht immer durchführbar ist. *Will man im neuen Geschäftsjahre jedes Währungsrisiko ausschalten, so bleibt daher unter Umständen nur der Weg, in gewissem Umfange zusätzliche Terminalschlüsse zu tätigen. Deren Kosten müßten aber eigentlich bei Aufstellung der Bilanz zu Lasten des Devisenkontos zurückgestellt werden, abgesehen von den Fällen, in denen ein nennenswertes Währungsrisiko unter Berücksichtigung des Verhältnisses zwischen tatsächlichen Kursen und den Goldpunkten der betreffenden Währung nicht mehr besteht.*

Dr. Hans Merten.

Die nächste Ausgabe der  
**PLUTUS-BRIEFE BRIEF Nr. 12**  
erscheint Ende Dezember 1931 und hat den  
Titel:

### **Bilanzaufstellung und Bilanzbereinigung.**

Das Heft wird ferner unter der dieses Jahr  
neueingerichteten Rubrik

### **„Die Bibliothek des Bankbeamten“**

Besprechungen der wichtigeren Neuerscheinungen auf dem Gebiete der Bankliteratur bringen.

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

Alle Anschriften und Sendungen an den C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart, Sophienstr. 16, 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, Sophienstraße 16. Erfüllungsort Stuttgart. Druck der J. B. Metzlerschen Buchdruckerei, Stuttgart.