

Geld- und güterwirtschaftliche Probleme Hollands und der Schweiz nach einem Jahr Währungsabwertung

Von Dr. Herbert Schwarz, Amsterdam

Inhaltsangabe:

	Seite		Seite
Einleitung	376	Fragen der Güterwirtschaft: Aussenhandel, Arbeitsmarkt, Gesellschaftsergebnisse	386
Voraussetzungen, Technik und Ausmass der Abwertung	376	Die Börsenbewegung als Generalindex der Konjunktur	391
Die Verfassung der Geldmärkte und die Politik der Zentralnotenbanken . . .	380	Schlussbetrachtung	393
Das Kreditgeschäft der Grossbanken und die Gestaltung der Zinssätze . .	384		

Die Ereignisse des Septembers 1936 haben gezeigt, dass der Goldblock kein «rocher de bronze» war. Am 25. des Monats ging Frankreich unter dem Druck seiner wirtschaftlichen Schwierigkeiten zur Abwertung des Frankens über. Mit dem Ausfall dieses stärksten Partners sahen sich auch die Schweiz und Holland vor die überaus schwierige Frage gestellt, wie die Währungs- und Geldpolitik weiterhin gestaltet werden sollte. Nach eindringlichen Beratungen, die zeitlich nur um wenige Stunden auseinander lagen, beschlossen die Regierungen beider Staaten, ebenfalls zur Manipulation der Währung überzugehen.

Von verschiedenen Voraussetzungen der strukturellen wie der konjunkturellen Wirtschaftslage ausgehend, wurden sowohl für die Technik wie für das Ausmass der Abwertung verschiedene Wege beschritten. Die nachfolgenden Ausführungen sollen dies einleitend darlegen; sie sollen weiterhin aufzeigen, wie sich die Wirtschaftslage in den beiden Ländern seither gestaltet hat und welche neuen Probleme durch die grundlegende Veränderung der Verhältnisse auf geld- und güterwirtschaftlichem Gebiete entstanden sind.

I. Voraussetzungen, Technik und Ausmass der Abwertung

Mit Recht konnte die Abwertung des Schweizerfrankens vom Präsidenten der Nationalbank, Prof. Bachmann, als das grösste währungspolitische Ereignis des Landes seit der Errichtung des Bundesstaates im Jahre 1848 bezeichnet werden ¹⁾. In wirtschaftspolitischer Hinsicht setzte sie unter eine

¹⁾ Referat zum Geschäftsbericht für das Jahr 1936, gehalten auf der Generalversammlung vom 13. März 1937.

jahrelang geführte wenig erfolgreiche Politik der Anpassung den Schlussstrich. Anpassung an die Weltmarktlage aber war und ist für die Schweiz und ihre international eng verflochtene Wirtschaft Lebensbedürfnis.

Die Abwertung des Schweizerfrankens muss deshalb, was auch die amtlichen Verlautbarungen zu jenem Ereignis klar herausstellen, als eine handelspolitische Massnahme betrachtet werden. Ihr vordringlichstes Ziel musste es sein, Schweizerware und schweizerische Dienstleistungen auf dem internationalen Markt wieder wettbewerbsfähig zu machen, so u. a. die schwer geschwächte Exportindustrie wieder zu kräftigen und zur Aufrichtung des seit Jahren rückgängigen Fremdenverkehrs und der Verkehrswirtschaft beizutragen. Naturgemäss bestanden auch nicht geringe Beschwerden gegen die Abwertung, von denen vielleicht die wesentlichste die Rohstofflage des Landes ist. Da praktisch alle Industrierohstoffe eingeführt werden, musste sich der Materialanteil der Produktionskosten im Abwertungsfalle automatisch und progressiv (z. B. bei 30 % Abwertung um 43 %) steigern. Die Nachteile mussten indessen gegenüber den oben angedeuteten positiven Abwertungszielen bei dem schliesslich gefassten Entschluss zurücktreten.

In Holland basierte die Abwertung des Guldens auf wesentlich anderen Voraussetzungen. Unter der Regierung des Kabinetts Colijn hatte die Anpassung des Preis- und Kostenniveaus an den Weltmarkt bereits in den Jahren 1930—1936 sehr weite Fortschritte gemacht. Insbesondere in der kolonialen Wirtschaft hatte ein streng durchgeführter Kostenabbau, mit weitgehender technischer Rationalisierung verbunden, die Unternehmungen wieder bis dicht an die Rentabilitätsgrenze gebracht. Für Holland stellte sich daher das Problem der Abwertung vom handelspolitischen Standpunkte aus nicht oder zumindest nicht dringend. Die holländische Regierung stellte sich demgemäss auch auf den Standpunkt ¹⁾, dass die beiden letzten Goldblockpartner sich für eine als wahrscheinlich erfolgreich erachtete Verteidigung der alten Goldparität ihrer Währungen zusammenschliessen sollten. Sie stützte diesen Standpunkt mit dem Hinweis auf die geschwächte Verbindung zwischen holländischer und schweizerischer Währung einerseits und französischer Währung andererseits sowie mit dem handelswirtschaftlichen Argument, dass die aufsteigende internationale Preisrichtung den deflationistischen Anpassungsbestrebungen der beiden Länder in die Hand arbeite.

Die Ansicht über die Verteidigungsfähigkeit des Guldens änderte sich indessen, als der schweizerische Entschluss zur Abwertung bekannt wurde. Auch die niederländische Regierung hielt jetzt die Lösung des Guldens von seiner alten Parität aus geldpolitischen Erwägungen für unvermeidlich ²⁾. In

¹⁾ Mitteilung von Präsident Trip im Jahresbericht der Nederlandsche Bank, verlesen in der Generalversammlung vom 1. Juni 1937. In diesem Sinne wurde auch der niederländische Gesandte in Bern beim Bundesrate vorstellig, konnte allerdings auf die kurz bevorstehende Entscheidung zur Abwertung keinen Einfluss mehr nehmen.

²⁾ Regierungserklärung im «Staatscourant» und den Morgenblättern vom 27. September 1936. — Die scharfe Herausstellung der nur geldpolitischen Notwendigkeit der Abwertung erfordert die Bemerkung, dass auch in Holland Handel und Industrie seit langem stark abwertungsfreundlich waren. Ebenso weite Kreise der Arbeitnehmerschaft, deren Einkommen durch

der Tat konnte man sicher sein, dass im In- wie im Auslande die Meinung vorherrschen würde, dass auch Holland als letztes Glied des ehemaligen Goldblocks über kurz oder lang dem Druck auf seine Währung würde weichen müssen. Die Nederlandsche Bank sah damit grosse Schwierigkeiten, Verteuerung des Kredits für Staat und Private, massive Goldabzüge, Verschärfung der deflationistischen Spannung auf dem Preis- und Lohngebiet etc. voraus, ohne doch die Garantie bieten zu können, dass das Endziel der vollen Anpassung an die Abwertungswirtschaften bei Aufrechterhaltung der alten Guldenparität schliesslich erreicht werden könnte. Nach diesem durch Präsident Trip ausgebrachten Advis ging auch die holländische Regierung zur Abwertung über.

Ging der Beschluss zur Abwertung in den beiden Ländern von ganz verschiedenen Voraussetzungen aus, so sind auch in der Technik der Abwertung wesentlich verschiedene Methoden angewandt worden. In der Schweiz waren sich Bundesrat und Nationalbank darüber einig, dass der Franken nach erfolgter Abwertung wieder an das Gold gebunden werden müsse. Andererseits wollte man sich nicht direkt wieder auf einen unverrückbaren neuen Goldwert des Frankens festlegen. Wie Prof. Bachmann ausführte, wählte der Bundesrat auf Antrag der Nationalbank eine mittlere Lösung ¹⁾, durch die der Goldwert des Frankens zwischen den Grenzen von 190 und 215 Milligramm Feingold fixiert wurde. Innerhalb dieser Grenzen wurde beschlossen, den Franken mit einem Feingoldgehalt von 203,226 mg auf 70 % seiner ehemaligen Parität zu halten.

In Holland wünschte man sich, nachdem man einmal den Abwertungsbeschluss gefasst hatte, noch weniger zu binden. Der Gulden wurde deshalb in überhaupt keine neue Relation zum Golde gebracht, sondern, juristisch betrachtet, in seiner Kursgestaltung dem Spiel von Nachfrage und Angebot auf dem Wechselmarkt überlassen. Praktisch trifft dies allerdings nicht zu. Schon mit Rücksicht auf die Kalkulationsbasis des kaufmännischen Lebens kann es sich kein weltwirtschaftlich verbundenes Land erlauben, die Wechselkurse längere Zeit in grösserem Ausmasse schwanken zu lassen. Am 30. September 1936 wurde deshalb ein Währungsausgleichfonds errichtet, dessen Aufgabe es ist, die Wechselkurse durch An- und Verkäufe von Gold und Devisen im gewünschten Sinne zu beeinflussen. Dem Fonds wurden zur Erfüllung seiner Aufgaben 300 Millionen Gulden Schatzscheine zur Verfügung gestellt, während er von der Nederlandsche Bank nach den Richtlinien und unter der Aufsicht des Finanzministers verwaltet wird. Auch in der Schweiz ist aus den 538,6 Millionen Schweizerfranken buchmässigen Abwertungsgewinns auf die Goldreserve ein Währungsausgleichfonds gebildet worden, dem die enger gestellte

die Anpassung vielfach an der Grenze des Existenzminimums angekommen waren. Schon im Juni 1936 hatte die Amsterdamer Wirtschaftszeitschrift «De Zakenwereld» eine sehr interessante Enquete veranstaltet, bei der ca. 3000 Personen verschiedenster Kreise um ihre Meinung zum Valutaproblem befragt wurden. Hiervon sprachen sich 37 % für Abwertung aus. Den höchsten Prozentsatz stellte das Transportgewerbe mit 62 %, die Schifffahrt mit 59 % und die Landwirtschaft mit 53 % für Abwertung. Den geringsten Satz stellte die Gruppe Juristen mit 17 % abwertungsfreundlichen Stimmen.

¹⁾ Referat Prof. Bachmann, Abschnitt II, 2.

Aufgabe zufällt, den Franken innerhalb der beiden gesetzlichen Wertgrenzen auf dem vorläufigen Niveau von 70 % der alten Parität zu stabilisieren.

Durch die sofortige, sei es auch elastische Wiederankoppelung des Frankens an das Gold konnte der Goldverkehr mit dem Auslande vollkommen frei gelassen werden, während in Holland gerade das Goldausfuhrverbot die einzige Grundlage der juristisch ja nicht vollzogenen Abwertung war ¹⁾. Von der Beschlagnahme durch die Abwertung entstandener Gold- und Devisengewinne sahen beide Staaten weislich ab. Prof. Bachmann erläutert diesen Verzicht auf eine wahrscheinlich sehr populäre Massnahme mit dem Hinweis auf die überaus funesten Folgen, welche die Beschreitung dieses Weges in Frankreich gehabt hat ²⁾.

Wie in der Technik, griff man auch im Ausmasse der Abwertung in der Schweiz zu einer mittleren Lösung. Die gewählten 30 % wollen den Anschluss an das internationale Preisniveau als eigentliche Triebfeder der Abwertung mit der Möglichkeit verbinden, die Lebenshaltungskosten nicht steigen zu lassen, um damit auch die Löhne, gerade in der arbeitsintensiven Schweizer Produktion den wichtigsten Faktor der Gestehungskosten, stabil halten zu können.

In Holland verfuhr man anders und liess, wie bereits erwähnt, den Gulden zunächst «überhaupt» fallen. Eigenartigerweise fing sich nun dieser Fall schon bei einer Entwertung von rund 22 %, und zwar ohne, dass der Währungsausgleichfonds eingzugreifen brauchte. Dieser hatte zwar, um seine Interventionsbereitschaft auf alle Fälle unter Beweis zu stellen, für 100 Millionen Gulden Gold von der Nederlandsche Bank gekauft; diese Summe ist indessen niemals gebraucht worden, und der Fonds hat seither im Gegenteil zuerst die 100 Millionen und dann wiederholt weitere grosse Goldposten an die Bank abgeführt. Die Frage, warum der «freischwebende» Gulden sich schon nach einer Entwertung von 22 % wieder fing, ist nicht ganz einfach zu beantworten. Hier möge der Hinweis darauf genügen, dass dieser Regelung ein lebhafter inoffizieller Meinungsaustausch zwischen der holländischen und der englischen Regierung vorherging. England ist der wertmässig weitaus wichtigste Abnehmer niederländischer Erzeugnisse, und in Sachen Währung konnte man deshalb — natürlich *cum grano salis* — die Wünsche Englands als Befehl auffassen. England nun zeigte sich einer Abwertung der Goldblockvaluten als solcher zwar sehr geneigt, hatte jedoch kein Interesse daran, dass diese Abwertung zu einer Unterbietung des englischen Preisniveaus selbst führen sollte. Für die Einhaltung einer Abwertungsmarge, die den holländischen Preis dem englischen gleichstellen würde, aber nicht mehr, stellte England die tatkräftige Mitwirkung seines eigenen Währungsausgleichfonds in Aussicht ³⁾. Andernfalls wäre nicht nur

¹⁾ Genau genommen, handelt es sich deshalb beim Gulden nur um eine Depreziation und nicht um Devaluation oder Abwertung. Bis zur endgültigen Stabilisierung weisen die praktischen Folgen beider Verfahren indessen nur subtile Unterschiede auf.

²⁾ Referat Prof. Bachmann, Abschnitt II, 3.

³⁾ Diese inoffiziellen Besprechungen gingen der Schaffung des Dreiecks-Akkords, durch den die gegenseitige valutarische Hilfeleistung offiziell wurde, kurz voraus.

diese Hilfe verfallen, sondern Holland hätte von seiten Englands auch wahrscheinlich mit güterwirtschaftlichen Abwehrmassnahmen rechnen müssen, die den ganzen Abwertungseffekt aufs ernstlichste gefährdet hätten.

Es blieb daher für Holland, ungeachtet der völligen Suspendierung der Goldbindung und ohne stützendes Eingreifen des eigenen Währungsausgleichs bei einer rund 22-%-Abwertung des Guldens gegen den Goldpreis. Hiermit wurde im Zeitpunkt der Abwertung, zumindest rechnerisch, ein sehr weitgehendes «alignement des prix» erreicht. Dies zeigen die folgenden Zahlen:

Grosshandelsindices September 1936 (1929 = 100)

	Schweiz	Holland	England	U. S. A.
Papier	68,6	62,8	84,2	85,6
Gold	48,2	49,0	49,6	50,5

Die Zukunft musste nun zeigen, wie sich die Preisverhältnisse in den beiden ehemaligen Goldblockstaaten weiter gestalten würden und ob es möglich sei, dies einen Augenblick lang erzielte Gleichgewicht aufrechtzuerhalten. Bevor sich die Abwertung jedoch auf die Güterwirtschaft mit ihren langsameren Reaktionen auswirken konnte, setzte fast unmittelbar ihr Einfluss auf die geldwirtschaftlichen Verhältnisse ein. Dies soll im folgenden Abschnitt untersucht werden.

II. Die Verfassung der Geldmärkte und die Politik der Zentralnotenbanken

Sogleich nachdem die Abwertung zur Tatsache geworden war, setzte ein enormer Zu- und Rückfluss von Kapitalien in die Schweiz ein.

Status der Nationalbank

(in Millionen Schweizerfranken)

Ende	Gold	Noten	Giro	Wechsel	Lombards
September 1936	1553,7	1369,3	459,3	149,2	74,9
Januar 1937	2717,1	1385,0	1429,6	20,3	40,6
Mai 1937	2624,2	1373,9	1300,9	12,2	30,1
23. Sept. 1937	2867,5	1380,1	1510,7	9,4	26,8

Aus den oben genannten Statusziffern der Nationalbank ergibt sich die eigenartige Tatsache, dass der Notenumlauf der Schweiz per 23. September 1937 zu nicht weniger als 208% durch Gold gedeckt erscheint. Diese Zahl ist allerdings eine Fiktion, da auch die täglich fälligen Verbindlichkeiten der Bank seit der Abwertung gewaltig angestiegen sind. Mit 1510,7 Millionen Schweizerfranken erreichen diese am 23. September das 3,3fache ihres Standes vom September 1936. Wie wenig die Bank gegenüber diesen reinen «Kassierfunktionen» noch für eigentlich kreditäre Bankgeschäfte in Anspruch genommen wird, zeigt die Entwicklung der Lombardierungen und der Wechselrediskonte. Die erstern haben sich im genannten Zeitraum von 74,9 auf 26,8 Millionen vermindert, während die im Portefeuille der Bank liegenden Handelswechsel mit der minimalen Summe von 9,4 Millionen auf $\frac{1}{16}$ des Bestandes von Ende September 1936 geschrumpft sind.

Von erheblicher Bedeutung für die Geldverhältnisse innerhalb der Schweizer Wirtschaft ist es, dass der Grossteil der nach der Abwertung zugeströmten Mittel, wie dies schon die Höhe der Direkt-Verpflichtungen zeigt, aus ausgesprochenem «hot money» besteht. Diese kurzfristigen Mittel fallen ihrer Natur nach zur Versorgung des Wirtschaftslebens mit längerfristigem und daher produktivem Kredit aus. Aber auch in anderer Hinsicht bildet die gegenwärtige Überfüllung des Marktes ein mit grosser Vorsicht zu behandelndes Problem, in dem sich bei ungenügender Kontrolle nicht unbeträchtliche Gefahrenmomente verbergen. Während das Volumen der Güterwirtschaft gegenüber dem Hochkonjunkturjahre 1929 zweifellos sehr stark geschrumpft ist, zeigt der Notenumlauf in der gleichen Zeit, d. h. von Ende 1929 bis September 1936, eine Ausdehnung von 999,2 auf 1369,3 Millionen Schweizerfranken um 37 %. Angesichts der hier drohenden Gefahr hiess es, alles zu vermeiden, was, sei es auch nur auf Umwegen, von der Geldseite her einer inflationistischen Preis- und Kostengestaltung in die Hände arbeiten konnte. Dem Verzicht auf verschiedene, von andern Standpunkten aus sehr verlockende Massnahmen, wie Führung einer Open-market-Politik durch die Nationalbank, Finanzierung von Arbeitsbeschaffungsprogrammen aus dem Abwertungsgewinn oder Verteilung dieses Gewinnes, ist es zu danken, dass die Gefahr einer inflatorischen Wirtschaftsentwicklung als beschworen betrachtet werden kann. Die Statusziffern der Nationalbank zeigen für den Notenumlauf mit 1380,1 Millionen per 23. September 1937 nach einer vorübergehenden Erhöhung auf 1482,2 Millionen per Ende Dezember 1936 keine Veränderung von irgendwelcher Bedeutung. Dagegen wächst das zunehmende güterwirtschaftliche Volumen jetzt wieder in ein gesünderes Verhältnis zu dem stabil bleibenden, ursprünglich überhöhten Notenumlauf hinein. Das einzige Gebiet, auf dem der Geldfülle des Schweizer Marktes Rechnung getragen wird und volkswirtschaftlich auch unbedenklich Rechnung getragen werden kann, ist das der Zinssatzgestaltung. Mit 1½ % liegt der offizielle Satz der Nationalbank (zusammen mit den amerikanischen Federal Reserve Banks) gegenwärtig auf dem tiefsten Niveau aller Notenbanksätze.

Bei der Nederlandsche Bank zeigt zunächst der Prozess der Goldanreicherung einige bemerkenswerte Unterschiede gegenüber den Vorgängen in der Schweiz. Während durch die sofortige Neuverkoppelung mit dem Gold die «Flucht in den Franken» fast augenblicklich einsetzte, machte sich gegenüber dem schwebenden Gulden in den ersten Wochen nach der Abwertung ein zögerndes Misstrauen bemerkbar.

Status der Nederlandsche Bank

	(Millionen Gulden)				
	Gold	Noten	Giro	Wechsel	Lombards
28. September 1936	669,8	772,7	51,1	23,4	137,5
7. Dezember 1936	569,9	787,6	126,4	22,6	327,2
25. Januar 1937	819,6	767,1	174,1	23,1	186,6
31. Mai 1937	1130,0	835,8	473,0	18,7	183,5
20. September 1937	1265,9	829,0	581,3	10,7	179,1

Vom 28. September bis zum 14. Dezember 1936 veränderte sich der Goldbestand der Nederlandsche Bank, abgesehen von dem Verkauf von 100 Millionen Gulden Gold an den Währungsausgleichfonds, nicht. Erst zu diesem Datum verkaufte der Fonds der Bank wieder diese 100 Millionen Gulden, während danach die Goldreserven durch weitere Übertragungen seitens des Fonds auf 1265,9 Millionen per 20. September 1937 angewachsen sind. Man ersieht hieraus deutlich, dass zunächst einmal abgewartet wurde, wo der freischwebende Gulden haltmachen würde, und dass der Zustrom von Mitteln erst einsetzte, nachdem auch hier, namentlich durch das erweiterte «Dreiecksabkommen», ohne neue Goldbindung eine genügende Stabilität gewährleistet erschien. Im Verlaufe der letzten Monate haben verschiedene psychologische Momente, so die Befürchtung einer «Revalorisierung» der angelsächsischen Valuten und einer neuen Abwertung in Frankreich (die mittlerweile erfolgt ist), dazu beigetragen, dass sich der Goldstrom nach Holland progressiv gesteigert hat ¹⁾. Bei einer quantitativen Vergleichung der Goldreserve in Holland und der Schweiz ist zu berücksichtigen, dass der Franken in neuer, der Gulden jedoch mangels einer solchen in alter Parität in den Ausweisen der beiden Noteninstitute erscheint. Es ergibt sich hierdurch das bei der Betrachtung der Ausweise nicht ohne weiteres erkennbare Resultat, dass die Goldbestände bei der Nederlandsche Bank weitaus stärker als bei der Nationalbank zugenommen haben.

Wie steht es nun mit dem Gebrauch, der in Holland von den zufließenden Mitteln gemacht werden konnte? Auch hier ist ohne weiteres der «Hot-money»-Charakter des grössten Teils der zugeströmten Mittel zu erkennen, da sich die täglich fälligen Verbindlichkeiten der Nederlandsche Bank seit September 1936 von 51,1 Millionen auf 581,3 Millionen Gulden per 20. September 1937 mehr als verelfacht haben. Für die Erteilung regulärer kaufmännischer Kredite bleibt also auch hier, wenn man vom Wege der Ausweitung des fiduziären Zahlungsmittelumschlages absieht, nicht allzuviel Raum übrig. An sich liess sich der Notenumlauf in Holland etwas elastischer gestalten als in der Schweiz, da die vorhergehenden Jahre keine Erweiterung des Geldvolumens mit sich gebracht hatten und demgemäss keine inflatorischen Gefahrenmomente berücksichtigt werden mussten. Während, wie oben erwähnt, der schweizerische Notenumlauf von 1929 bis 1936 eine Erweiterung von 37 % erfuhr, ging der holländische Notenumlauf in der gleichen Zeit von 832,1 auf 772,7 Millionen Gulden um 7 % zurück. Obwohl also gegen ein verstärktes Abfliessen von Geld in die Wirtschaft keine Bedenken vorlagen, hat sich der Notenumlauf dennoch vom September 1936 bis September 1937 nur von 772,7 auf 829,0 Millionen Gulden um 7,5 % gehoben. Der direkte Kredit der Nederlandsche Bank ist wie bei der Nationalbank nur in äusserst geringem Masse in Anspruch

¹⁾ Die fortgesetzte Flucht in den Gulden, die auch durch verschiedene fraktionelle Valutenkursenkungen des Währungsausgleichfonds eher verstärkt wie vermindert wurde, hat das Pfund/Guldenverhältnis von 1 : 9,14 im Oktober 1936 auf 1 : 8,96 im September 1937 zurückgebracht. Im Verhältnis Gulden : Schweizerfranken zeigt sich folgende Entwicklung : Oktober 1936 100 : 232,71 ; Dezember 1936 100 : 237,25 ; September 1937 100 : 240,15, was also von Oktober 1936 bis September 1937 einer Wertverschiebung von 3,3 % zugunsten des Guldens entspricht.

genommen worden. Die Summe der diskontierten Handelswechsel beläuft sich per 20. September auf den minimalen Betrag von 10,7 Millionen Gulden. Die Beleihungen auf Waren und Effekten haben sich nach einer vorübergehenden starken Steigerung im Dezember von 137,5 auf 179,1 Millionen um 30 % erhöht. Diese Steigerung bleibt indessen weit hinter dem gewaltigen Aufschwung zurück, der zwischenzeitlich im Güter- und Wertpapierumsatz selbst stattgefunden hat.

Ohne Zweifel hat die Abwertung mit ihren bisherigen geldwirtschaftlichen Folgen die Stellung der Notenbanken als Regulatoren des Kredits stark geschwächt. Der kurzfristige Bedarf wird infolge der Überfüllung des Geldmarktes heute weitgehend ohne Rückgriff auf Rediskont und Lombard der Zentralinstitute erledigt. Der langfristige Kredit ist hingegen noch nach wie vor durch den Hot-money-Charakter der zugeströmten Mittel blockiert. Hierin Veränderung zu bringen, liegt zum geringsten Teil in der Macht der Notenbanken. Es ist dies vielmehr eine Frage der allgemeinen Wirtschaftspolitik mit den Problemen der De-jure-Stabilisierung und darüber hinaus eine solche der Gesamtpolitik der Staaten mit ihren Rückwirkungen psychologischer Natur auf die Entschlüsse der Kapitalbesitzer zur Anlage ihrer Mittel. Eine Sesshaftmachung der gewaltigen vagabundierenden Kapitalien kann nur unter der Voraussetzung einer umfassenden wirtschaftlichen und politischen Bereinigung vor sich gehen; sie wäre auch deshalb wünschenswert, weil nach den Erfahrungen der letzten Jahre massenhaft abströmendes Fluchtkapital stets beträchtliche Mengen vorher gebundener einheimischer Mittel mit sich reisst, deren Fehlen einen weiteren Störungsfaktor in die von diesen Vorgängen betroffenen Volkswirtschaften bringt. Solange jedoch diese ausserhalb ihres Wirkungsbereiches liegenden Vorbedingungen zur Wiedererfüllung ihrer alten Funktionen nicht erfüllt sind, betrachten die Notenbanken es als eine Hauptaufgabe, die Wechselkurse im engeren Bereich der Bankpolitik durch das Mittel der Ausgleichfonds stabil zu halten ¹⁾. In der Schweiz hat die Bank ferner die verantwortungsvolle Aufgabe, gegen eine inflatorische Aufblähung des geldlichen Apparates auf der Hut zu sein. In Holland ist umgekehrt die Frage, ob in Ansehung des sehr knappen Geldvolumens die Notenbank nicht zu einer grosszügigen Kreditpolitik auf eigene Initiative übergehen solle, ein Gegenstand lebhafter und bis heute noch nicht abgeklärter Meinungsverschiedenheiten.

¹⁾ Prof. Dr. G. M. Verrijn Stuart, welcher die volkswirtschaftlichen Auswirkungen der Währungsausgleichfonds im Vierteljahrsheft I 1937 der statistischen Abteilung der Amsterdamsche Bank ausführlich untersucht, kommt darin zu dem Ergebnis, dass die Errichtung der Fonds unter den gegebenen Umständen zu rechtfertigen war, dass es aber zu hoffen sei, «dass diese den ihnen anfänglich zgedachten Charakter vorübergehender Notmassnahmen behalten werden». Demgegenüber glaubt Norman Crump in einem Artikel «The Development of Exchange Funds» in Lloyds Bank Monthly Review vom Januar 1937 damit rechnen zu müssen, dass «the funds may become a permanent part of the (monetary) mechanism of our own and other countries». Wir stimmen hierin der Meinung Verrijn Stuarts zu, dass in der schliesslichen De-jure-Stabilisierung, womit die Fonds von selbst wegfallen, das vorläufige Endziel der monetären Politik gesucht werden muss.

III. Das Kreditgeschäft der Grossbanken und die Gestaltung der Zinssätze

Einen tieferen Einblick in die Gestaltung des kaufmännischen und gewerblichen Kredits unter dem Einfluss der Geldmarktgestaltung nach der Abwertung erlaubt die Betrachtung der Grossbankbilanzen. In der Schweiz zeigen die Jahresendbilanzen ¹⁾ der sieben grossen Institute im Vergleich 1935 und 1936 das folgende Bild ²⁾:

7 Schweizer Grossbanken — Passiva

(Millionen Schweizerfranken)

	Kreditoren auf Sicht	Kreditoren auf Termin	Spargelder	Kassa- Obligationen
Dezember 1935	866,9	356,6	509,2	960,3
Dezember 1936	1446,7	337,0	503,7	862,8

Die Passiven weisen eine starke Zunahme der fremden Mittel auf, doch beschränkt sich diese ausschliesslich auf die Sichtverbindlichkeiten. Die längerfristigen Publikumsmittel haben hingegen ausnahmslos Rückgänge zu verzeichnen, welche die Linie der letzten Jahre fortsetzen. Wir finden hier im privaten Bankwesen den Ausfluss der Nervosität in der Mittelbelegung, den schon die Höhe der Sofortverpflichtungen im Status der Notenbank angezeigt hatte.

Auf die Gestaltung der Aktiven ist diese Passivenstruktur naturgemäss von grösstem Einfluss.

7 Schweizer Grossbanken — Aktiva

(in Millionen Schweizerfranken)

	Kassa	Wechsel	Konto-Korrent Debitoren
Dezember 1935	345,1	453,0	1628,1
Dezember 1936	898,3	476,0	1429,1

Die Unmöglichkeit, die zugegangenen fremden Mittel langfristig und produktiv zu belegen, hat in erster Linie zu einer gewaltigen Überhöhung der Kassenbestände (inklusive Giro und Postscheck) geführt, die eine Vermehrung um 161 % aufweisen. Hiergegen sind die produktiven und rentablen Kreditverwendungen weiter zurückgegangen. So hat sich vor allem der Hauptposten des normalen Kreditgeschäfts, Kontokorrent-Debitoren, um 12 % verringert.

¹⁾ Die holländischen Grossbanken veröffentlichen keine Quartalsbilanzen, weswegen zu dem hier bezweckten Vergleich auch die der schweizerischen Grossbanken nicht herangezogen werden sollen. Der Vollständigkeit halber sei bemerkt, dass die Schweizer Quartalsbilanzen per 31. März und 30. Juni keine Veränderungen aufweisen, die für den hier vorgenommenen Vergleich von Bedeutung sind.

²⁾ AG. Leu & Co., Basler Handelsbank. Eidgenössische Bank AG., Schweiz. Bankverein, Schweizerische Bankgesellschaft, Kreditanstalt und Volksbank. Nach der Zusammenstellung im Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Tab. 59 und 60 vom Mai 1937.

Bei den holländischen Grossbanken stellt sich das Bilanzbild in manchen Teilen anders dar ¹⁾.

5 holländische Grossbanken

(in Millionen Gulden)

Passiva	Aktiva				
	Fremde Gelder	Kasse	Wechsel	Vorschuss auf Effekten	Debitoren
Dezember 1935 . .	700,5	219,4	206,7	119,0	377,7
Dezember 1936 . .	877,7	319,5	260,8	167,2	393,2

Die fremden Gelder haben sich hier mit 177,2 Millionen Gulden um 25,5 % prozentual stärker als in der Schweiz vermehrt, doch sind hierbei, nach den Verwendungen des Zuwachses auf der Aktivseite zu schliessen ²⁾, in weit höherem Masse auch längerfristige Mittel mit zugeflossen. Die Kassenhaltung hat sich hier nur um 46 % gesteigert; dagegen zeigen die produktiven und renditetragenden Kredithingaben teilweise beträchtliche Zunahmen. So ist der Wechselkredit um 26 % und der verzinsliche Kredit gegen Effektenhinterlage um 40,5 % gestiegen. Auch die Hauptgruppe der Kontokorrentdebitoren hat, wenn auch nur um den bescheidenen Satz von 4 %, zugenommen. Die Ansicht der Bankfachleute geht dahin, dass die mitzugeströmten längerfristigen Mittel nicht aus dem Auslande, sondern vom inländischen Sparerpublikum stammen. Dies hatte in der irrigen Meinung, seinen Besitz so vor Entwertung schützen zu können (so namentlich weite bäuerliche Kreise), grosse Geldbeträge zu Hause aufbewahrt, die jetzt (allerdings nach erlittenem Abwertungsverlust) wieder den Banken anvertraut werden.

Wenn in Holland die Verhältnisse des Bankkredits so auch etwas günstiger liegen als in der Schweiz, so sind doch in beiden Ländern die Kassenreserven im Verhältnis zum Eigenkapital wie zu den produktiven Ausleihungen viel zu hoch, um einerseits ein rentables Kreditgeschäft ³⁾ der Banken, andererseits eine normale Versorgung der Wirtschaft mit langfristigen Mitteln ermöglichen zu können ⁴⁾.

Die starken Diskrepanzen der kreditmarktlichen Verhältnisse spiegeln sich in Holland wie in der Schweiz deutlich in der Gestaltung der Zinssätze wieder. Die Sätze für kurzen Termin haben einen bisher ungekannten Tiefstand

¹⁾ Die Tabelle enthält die zusammengezogenen Bilanzerggebnisse folgender fünf Institute: Amsterdamsche Bank, Incasso-Bank, Nederlandsche Handel Mij., Rotterdamsche Bankvereeniging, Twentsche Bank.

²⁾ Die holländischen Bankbilanzen enthalten mit wenigen Ausnahmen keine Unterteilung der fremden Mittel nach Termin, so dass eine direkte Ausscheidung wie bei den Schweizer Banken hier nicht möglich ist.

³⁾ Die holländischen Grossbanken weisen in ihren Jahresberichten übereinstimmend darauf hin, dass die höheren Gewinne lediglich aus dem Effekten- und Devisengeschäft stammen, während die Kreditbranche noch keine Belebung zeige.

⁴⁾ Beim Darniederliegen des Kreditgeschäfts ist zu beachten, dass die Banken früher massgeblich am Kapitalexport beteiligt waren. Dieser Geschäftszweig liegt nach den darin erlittenen Verlusten bis heute vollständig still; die zurückhaltende Einstellung der Banken hat sich — vielleicht selbst zu stark — auch auf die Prinzipien der inländischen Kredithingabe übertragen.

erreicht. So notiert Callgeld in Amsterdam zu $\frac{1}{8}$ % p. a., ohne dass selbst zu diesem minimalen Satz Nachfrage besteht. Ebenso wird Dreimonatsgeld zu nicht mehr als 0,23 % verhandelt, nachdem die Sätze im August 1936 für Callgeld noch 0,68 % und für Dreimonatsgeld 1,29 % betragen. Auch in der Schweiz hat sich in der gleichen Zeit der Satz für Callgeld von 1,75 auf 1 % und der für Dreimonatsgeld von 2,25 auf 1 % p. a. gesenkt. Dagegen zeigen die langfristigen Sätze trotz aller Teilerfolge, so namentlich auf dem Gebiete der Konversion öffentlicher Anleihen, noch nicht die Auflockerung, die für die Kapitalkostengestaltung in der Privatwirtschaft wünschenswert erscheinen muss.

IV. Fragen der Güterwirtschaft: Aussenhandel, Arbeitsmarkt, Gesellschaftsergebnisse

Einen der wichtigsten Gesichtspunkte, unter denen die Schweiz die Abwertung vornahm, bildete das Darniederliegen der Warenwirtschaft und insbesondere des Aussenhandels. Seit der Abwertung hat sich hier eine fühlbare Belebung Bahn gebrochen; andererseits ist jedoch auch diese Entwicklung nicht von Gefahren frei geblieben, die grosse Aufmerksamkeit erfordern.

Schweizerischer Aussenhandel

I. Quartal	Gewicht in 1000 t		Wert in Millionen Franken		Preis in Fr. per t	
	1936	1937	1936	1937	1936	1937
Einfuhr	1451	1818	268,5	454,9	185	251
Veränderung in %	+ 25		+ 69,5		+ 36	
Ausfuhr	86	105	192,4	264,1	2240	2520
Veränderung in %	+ 22		+ 37		+ 12,5	

Die vorstehende Tabelle zeigt den schweizerischen Aussenhandel im Vergleich der ersten Quartale 1936 und 1937 nach Menge, Wert und Durchschnittspreis. Hiernach hat wertmässig die Einfuhr um 69,5 % und die Ausfuhr um 37 % zugenommen, während der Passivsaldo der Handelsbilanz sich um 150 % gesteigert hat. Bei der Ausfuhrsteigerung zeigt die Unterteilung nach volkswirtschaftlichen Hauptgruppen¹⁾, dass entgegen einer nicht ins Gewicht fallenden Veränderung bei den Gruppen Lebensmittel und Rohstoffe der Hauptanteil auf die Fertigwaren entfällt. Deren Export hat sich von 164,1 auf 229,2 Millionen um 40 % gehoben. Die wertmässige Steigerung von 37 % der Gesamtausfuhr verteilt sich zu 22 % auf den Mengenzuwachs und zu 12,5 % auf die eingetretene Preissteigerung.

Beim arbeitsintensiven Charakter der schweizerischen Industrieproduktion ist dieser Mengenzuwachs von beträchtlicher Bedeutung. Durch ihn hat, zusammen mit der unverkennbaren binnenwirtschaftlichen Belebung, der Arbeitsmarkt eine befriedigende Entlastung erfahren können. Die Arbeitslosenziffer, die im März 1937 89 346 gegen 98 362 im März 1936 betrug, senkte sich insbesondere in den folgenden Monaten weiter scharf ab, so dass per Ende

¹⁾ Darstellung der eidgenössischen Oberzolldirektion, Handelsstatistik.

August 1937 mit 51 892 Arbeitslosen gegen 79 281 zur gleichen Zeit des Vorjahres ein Rückgang von 34,5 % erreicht worden ist.

Dass die relative Stabilisierung der Exportpreise, die wesentlich zum Programm der Abwertung gehörte, gut gelungen ist, ergibt sich aus folgendem. Zu dem automatischen Preisaufschlag von 43 % auf ausländische Rohstoffe (soweit diese nicht aus Ländern stammen, die gleichzeitig mit der Schweiz abgewertet haben) tritt akkumulierend noch die Wirkung der internationalen Gütermarkthausse, die im Herbst 1936 einsetzte und die erst im März dieses Jahres zum Stillstand gekommen ist. Gegenüber diesen beiden Einflüssen erscheint die Steigerung des durchschnittlichen Exportpreises um 12,5 % recht gering. Vor allem lässt sie dem in fremder Valuta kalkulierenden ausländischen Käufer, gemessen am Preisstande des Vergleichs quartals 1936, immer noch eine Marge von rund 31 % zu seinen Gunsten, so dass man den Anreiz zum ausländischen Ankauf schweizerischer Ware als ungeschwächt betrachten darf. Hiermit übereinstimmend hat sich das hohe Niveau der Ausfuhr auch in den folgenden Monaten weiter erhalten; die Ausfuhr der ersten 8 Monate 1937 gegenüber der gleichen Zeit 1936 hat mit 794,2 gegen 530,7 Millionen Schweizerfranken eine Steigerung von 49,5 % erfahren.

Einen eigentlichen Gefahrenpunkt in der Aussenhandelsentwicklung bildet die wertmässige Einfuhrsteigerung, welche die der Ausfuhr in den beiden oben verwendeten Vergleichs quartalen um 115 Millionen übertrifft und sich auf 69,5 % beläuft. Hier entfällt der Hauptanteil auf den Lebensmittelimport, der um 102 % zugenommen hat. Auch die Einfuhr von Rohstoffen hat sich mit + 88 % stark erhöht, während die Fertigwareneinfuhr mit + 26 % hiergegen stark zurückbleibt. Bei der Zerlegung der Einfuhrwerte nach Mengen und Preisen sehen wir, dass hier im Gegensatz zur Ausfuhr der grössere Anteil mit + 36 % auf den Preis entfällt, wogegen die Menge ein Anwachsen um 25 % zeigt. Auch diese Steigerung erscheint indessen nicht hoch, wenn man bedenkt, dass die Auslandsware mit dem erwähnten Preisaufschlag von 43 %, vermehrt mit der Marge des realen Preisanstiegs auf den Auslandsmärkten, in die Schweiz eintritt.

Was hingegen zu gewissen Bedenken Anlass gibt, ist, dass im Aussenhandel als ganzem einem Einfuhrsaldo von 194,5 Millionen im Januar bis August 1936 ein solcher von 411,0 Millionen im Januar bis August 1937 gegenübersteht. An sich ist die Schweiz als Rohstoff- und Lebensmittelbezügler wie als Kapitalexporteur ein Wirtschaftskörper mit «organisch» passiver Handelsbilanz. Indessen hatte man, und konnte dies, wie die Dinge im Herbst des Vorjahres lagen, auch nicht, in keiner Weise mit einer derart sprunghaften Steigerung der Passivität gerechnet. Die Verstärkung des Handelsbilanzpassivums ist um so weniger zu begrüssen, als einer der stärksten Ausgleichsposten, den die Erträgnisse aus dem Kapitalexport bilden, seit Jahren hochgradig blockiert ist und damit für eben diesen Ausgleich weitgehend ausser Betracht fällt¹⁾. In dieser Lage

¹⁾ Ein weiterer, hier nicht behandelter Posten zum Ausgleich der Zahlungsbilanz, der Fremdenverkehr, hat sich seit der Abwertung sehr günstig entwickelt. Seine Ertragssteigerung reicht jedoch für den hier besprochenen Ausgleich bei weitem nicht aus.

kann das Ziel der Wirtschafts- und insbesondere der Handelspolitik nur eins sein: Intensivierung und weitere Ausdehnung des Exports. Neben einer initiativen und geschickten Handelspolitik gehört hierzu wesentlich die Vermeidung alles dessen, was das Niveau der Lebenshaltungskosten und damit den gerade in der Schweiz so ausserordentlich wichtigen Lohnanteil der Produktionskosten in die Höhe treiben müsste. Dieser letztere Vorgang dürfte bisher entschieden als gelungen betrachtet werden. Das Anziehen des Lebenskostenindex von 130 im September 1936 auf 137 im August 1937 mit $5\frac{1}{2}$ % fällt gegenüber der internationalen Steigerung auch der Verbrauchsgüterpreise kaum ins Gewicht. Der während der Krisenjahre sehr stark ausgebaute protektionistische Apparat erweist sich in diesem Sinne heute für die Schweiz als ein wirksames Instrument, um mit seinem Abbau die Auswirkungen von Weltmarkthausse und Abwertung auf das inländische Preisgefüge weitgehend auszugleichen.

In Holland stellte sich, wie einleitend ausgeführt, das Problem der Preisstabilisierung vom handelswirtschaftlichen Standpunkte aus durch die weit vorgetriebene Anpassung nicht so dringend als in der Schweiz. Hierdurch konnte auch die beträchtlich geringere Entwertungsmarge des Guldens bereits eine sehr starke Stimulierung des Aussenhandels bewirken.

Holländischer Aussenhandel

	Gewicht		Wert		Preis	
	in 1000 t		in Millionen Gulden		in Gulden per t	
Januar—März	1936	1937	1936	1937	1936	1937
Einfuhr	4517	4860	232,7	336,5	51,5	69,1
Veränderung in %	+ 8		+ 45		+ 34	
Ausfuhr	3145	3789	155,6	246,2	49,5	65,0
Veränderung in %	+ 20,5		+ 59		+ 31	

Diese Entwicklung, bei welcher sich die Ausfuhr mit + 59 % wertmässig stärker als die Einfuhr mit + 45 % gehoben hat, steht zu der Gestaltung des schweizerischen Aussenhandels in starkem Gegensatz. Bei der Aufgliederung nach Menge und Preis zeigt sich, dass bei der Einfuhr die Mengenzunahme 8 % und die Preissteigerung 34 % beträgt; bei der Ausfuhr stellen sich die entsprechenden Zahlen auf 20,5 bzw. 31 %.

Bei der unverhältnismässig starken Durchschnittspreissteigerung der Ausfuhr wirkt sich in erster Linie aus, dass der holländische Export zu sehr grossen Teilen unbearbeitete und wenig bearbeitete Materialien umfasst ¹⁾. Im Gegensatz zur Schweiz tritt daher hier der Lohnfaktor gegenüber den Materialkosten der Produktion als preisbildendes Element sehr stark zurück. Hierdurch ist auch die Stabilhaltung der Lebenskosten, die von 78 auf 82 um 5 % noch geringer als in der Schweiz gestiegen sind, weitgehend ohne Einfluss auf die Gestaltung der durchschnittlichen Exportpreise geblieben. Trotzdem haben

¹⁾ Eine vergleichende Aufgliederung des holländischen Aussenhandels nach volkswirtschaftlichen Hauptgruppen, wie diese in der schweizerischen Handelsstatistik durchgeführt wird, ist nicht möglich, da das «Central Bureau voor de Statistiek» für 1937 ein gegen 1936 vollkommen verändertes Gruppenschema verwendet.

sich auch die exportierten Mengen um 20,5 % vermehren können, da für den Auslandkäufer nach Abzug der Entwertungsmarge eine Erhöhung von nur 7 % übrigbleibt, die im allgemeinen Preisauftrieb der Rohstoffe und Halbwaren an den internationalen Märkten verschwindet. Ein weiteres belangreiches Moment der starken durchschnittlichen Exportpreissteigerung liegt darin, dass der Fabrikexport stärker als der landwirtschaftliche und der Rohstoffexport zugenommen hat, wodurch eine strukturelle Verschiebung dieser Preisgrösse eingetreten ist ¹⁾.

Beim Import ist es auffallend, dass die durchschnittliche Preissteigerung mit + 34 % fast die gleiche Höhe wie in der Schweiz (+ 36 %) erreicht, obwohl die automatischen Abwertungszuschläge um 18 % auseinanderliegen. Hier liegt eine der Ursachen darin, dass der holländische Markt vor der Abwertung weit weniger als der schweizerische protektioniert war; namentlich Schutzzölle bestehen in viel geringerem Masse und können daher jetzt mit ihrem Abbau auch nur wenig zur Stabilisierung der Importgüterpreise im Inlande beitragen. An Stelle der Zölle bevorzugt Holland das Kontingentsystem, das bisher nur in wenigen Teilen abgebaut worden ist. Die Wirkung zeigt sich deutlich in der Mengeneinfuhr, die um den in Hinsicht auf den Wirtschaftsaufschwung erstaunlich geringen Satz von 8 % zugenommen hat.

Auch die holländische Handelspolitik ist demgemäss nicht frei von dringlichen Problemen, die teilweise der Gegenstand tiefgehender Meinungsverschiedenheiten sind. Die Regierung huldigt an sich den Prinzipien des Freihandels, wovon sie noch unlängst durch den Abschluss der auf ihre Initiative entstandenen Haager «Oslo-Konvention» (Mai 1937) Zeugnis abgelegt hat. Was dieser grundsätzlichen Politik im Wege steht, ist nicht nur der Widerstand anderer Staaten (so insbesondere Englands, das in erster Linie auf seine Empire-Interessen bedacht ist), sondern auch die Strukturveränderung der holländischen Wirtschaft selbst, die diese in den Krisenjahren erfahren hat. Im Schutz der Kontingente und Zölle haben sich zahllose Gewerbe entwickelt, die beim Wegfall der Protektion nicht mehr lebensfähig sein würden. Die hierin festgelegten Kapitalien und enthaltenen Arbeitsmöglichkeiten verbieten zumindest ein zu rasches Vorgehen in Hinsicht auf eine erneute freihändlerische Gestaltung der Handelspolitik.

Ein weiterer schwieriger Streitpunkt der Handelspolitik ist die Frage des Verhältnisses zu den Kolonien. In diesen herrscht die vollkommene «Politik der offenen Tür», während zwischen dem Mutterland und den Kolonien die gleichen Zoll- und Kontingentsverhältnisse herrschen wie zwischen Holland und dem Ausland. Eine starke Strömung plädiert für die Schaffung eines Empiresystems nach englischem Vorbild, durch welches Holland mit seinem ost- und westindischen Besitz zu einer in sich tauschenden Grossraumwirtschaft mit gemeinsamer Zollabschirmung nach aussen gemacht werden soll. Die Überlegung, dass in den Kolonien nicht weniger als 70 Millionen Einwohner zu Dauerabnehmern der holländischen Industrieproduktion gemacht werden

¹⁾ Dieser Vorgang lässt sich aus vielen Einzelposten der Handelsstatistik ablesen, ist jedoch aus den in Fussnote ¹⁾, vorhergehende Seite, genannten Gründen nicht gruppenweise geordnet darstellbar.

könnten, während umgekehrt die dortigen Rohstoffe für die holländischen Verarbeiter wieder viel billiger würden, gibt diesem Gedanken eines holländischen «Ottawa-Systems» unbedingt etwas Verlockendes. Namentlich der Absatz Hollands in die eigenen Kolonien wird heute durch die Konkurrenz Japans und Amerikas noch aufs schwerste gefährdet und klein gehalten.

Nicht zuletzt eine Auswirkung hiervon ist der recht unbefriedigende Zustand des mutterländischen Beschäftigungsgrades. Die Arbeitslosigkeit steht Ende Juli 1937 auf 312 907 gegen 375 707 im Juli 1936, weist also eine Abnahme von nur 17 % auf. Ist dieser Satz als solcher schon unbefriedigend, so gilt dies erst recht für die absolute Höhe der Ziffer. Während in der Schweiz auf rund 4 Millionen Einwohner 52 000 Stellensuchende = 1,3 % der Bevölkerung entfallen, machen in Holland mit rund 8 Millionen Einwohnern 312 000 Stellensuchende 3,9 % der Bevölkerung aus. Die bisherige Wirkung der Abwertung muss deshalb, was den Arbeitsmarkt und den industriellen Beschäftigungsgrad anbelangt, in Holland als nicht befriedigend erachtet werden.

Anders steht es mit den finanziellen Ergebnissen des Geschäftslebens. Die holländische Gesellschaftsstatistik ¹⁾ zeigt, dass sich die Unternehmungsergebnisse über das Buchjahr 1936 gegenüber dem Vorjahre stark verbessert haben. 217 Gesellschaften, die insgesamt über ein Kapital von 1099 Millionen Gulden verfügen, haben ihren Reingewinn von 54,9 auf 103,1 Millionen Gulden um 88 % erhöhen können. In Prozenten des Kapitals macht dies eine Steigerung von 4,9 auf 9,4 % aus. Die ausgeschütteten Dividenden sind hingegen nur von 2,6 auf 4,3 % gestiegen, was zeigt, dass auch nach der Abwertung die traditionell vorsichtige Finanzpolitik des holländischen Unternehmers aufrechterhalten worden ist.

Die wichtigsten Wirtschaftszweige sind an dem genannten Ergebnis wie folgt beteiligt:

Gruppe	Reingewinn 1000 Gulden		Veränderung in %
	1936	1937	
26 Gummigesellschaften	407	4 917	+1108
12 Handelsgesellschaften	715	3 813	+ 433
15 Schiffahrtsgesellschaften	7 744	16 095	+ 107
66 Industriegesellschaften	20 986	37 774	+ 80
14 Banken	25 785	28 478	+ 10

Den stärksten Aufschwung zeigen die kolonialen Unternehmungen, darunter in erster Linie Gummiplantagen, die in der Krise auch am meisten gelitten haben. An letzter Stelle der Skala stehen die Banken, die mit einer Gewinnsteigerung von 10 % vorlieb nehmen müssen. Sehr befriedigend zeigt sich das Ergebnis der Industrie, wonach die untersuchten 66 Gesellschaften ihren Gewinn um 80 % steigern konnten.

¹⁾ Eine amtliche Statistik hierüber besteht nicht; die folgenden Zahlen entstammen einer von der Amsterdamsche Bank unternommenen Studie, veröffentlicht im Monatsheft vom 1. Juni 1936.

V. Die Börsenbewegung als Generalindex der Konjunktur

Zum Beschlusse unserer Betrachtung sei hier nun noch die Börsenbewegung betrachtet, die, da sowohl in der Schweiz als in Holland keine staatlichen Eingriffe in die Kursbildung stattfinden, weitgehend als spontaner Gradmesser der Wirtschaftslage und ihrer Veränderungen angesehen werden kann.

In beiden Ländern haben die Aktienkurse mit einer sehr scharfen Hausse auf die Abwertung reagiert, während im Ausmass dieses Aufschwungs zugleich auch die reale Besserung der Ertragslage zum Ausdruck kommt, die man auf Grund der veränderten Verhältnisse bei den durch die betreffenden Papiere repräsentierten Gesellschaften erwartete. In beiden Ländern hat die Börse jedoch auch eine scharfe Selektion vorgenommen, die beweist, dass ungeachtet der stürmischen allgemeinen Hausse die einzelnen Wertegruppen dauernd genau auf ihre mögliche Entwicklung im Zusammenhang mit den Veränderungen der Gesamtwirtschaft beobachtet worden sind.

Schweizerischer Aktienindex ¹⁾

Gruppe	25. Sept. 1936	23. Dez. 1936	25. Aug. 1937	Veränderung in %
Gesamttotal	109,40	160,02	185,15	+ 69
Banken	60,63	100,53	127,23	+110
Finanzgesellschaften	50,96	84,40	105,24	+106
Versicherungen	517,51	739,08	771,11	+ 49
Diverse	34,15	53,94	67,90	+ 98
Total Industrie	180,27	238,47	257,43	+ 43
Kraftwerke	114,90	139,33	157,94	+ 37
Chemie	195,90	275,54	296,08	+ 51
Maschinenfabriken	84,53	121,66	154,04	+ 82
Lebensmittelwerke	399,61	505,08	495,26	+ 24
Diverse Industrien	60,38	91,63	112,96	+ 87

Den Hauptanteil an der Totalsteigerung von 69 % weisen mit + 110 % die Banken auf, bei denen namentlich die Belebung des Effekten- und Devisengeschäfts sowie die mit der Devaluation eingetretene Aufwertung in fremden Valuten lautender Forderungen eine Rolle spielt. Auch die Finanzgesellschaften zeigen mit + 106 % eine weit überdurchschnittliche Kurssteigerung. Diesen brachte als Holdings vielfach im Ausland gelegener Betriebe die Abwertung eine Sachwertsteigerung von 43 %, wozu für diese Gesellschaften die internationale Wirtschaftsbelebung einen weiteren starken Auftriebsfaktor bildete. Die Versicherungswerte haben mit + 49 % in weit geringerem Masse profitiert, da das Versicherungsgeschäft sich seiner Natur nach weit mehr als das Bankgeschäft im inländischen Rahmen bewegt.

Bei den Industriewerten erscheint die Steigerung mit + 43 % wenig befriedigend, da hier nach Abzug der Sachwert-Aufwertungsmarche von 43 % kein Gewinn restiert. Die Zerlegung in Einzelgruppen zeigt, dass

¹⁾ Aktienindex der Nationalbank, Monatsheft Juni 1937, Tabelle.

Maschinenfabriken mit + 82 % und «Diverse Industrien» mit + 87 % über den Durchschnitt gestiegen sind und in ihren Kursen günstige Zukunftsaussichten eskomptieren. Chemievaloren halten sich mit + 51 % ungefähr auf dem Aufwertungssatz der Sachwerte. Dagegen sind Kraftwerke mit + 37 und Lebensmittelindustrien mit + 24 % weit zurückgeblieben. Im Kursverlauf der letzteren Gruppe spiegelt sich die Tatsache, dass die importierten Lebensmittelrohstoffe stark im Preis angezogen haben, so dass die Gewinnmarge wegen der inländischen Stabilhaltung der Preise beträchtlich klein ausfällt.

Die Amsterdamer Börse zeigt seit der Abwertung den folgenden Kursverlauf:

Holländischer Aktienindex ¹⁾				
Gruppe	26. Sept. 1936	30. Dez. 1936	27. Aug. 1937	Veränd. in %
11 Banken	109,0	139,1	162,5	+ 49
20 Industrien	95,0	139,0	161,6	+ 70
5 Handelsgesellschaften . .	116,8	179,6	207,1	+ 76
4 Bergbaugesellschaften . .	244,7	341,3	347,9	+ 41
1 Petroleumgesellschaft . .	293,4	422,3	417,1	+ 43
7 Gummigesellschaften . .	108,5	230,5	239,5	+ 121
6 Schiffahrtsgesellschaften	43,5	114,3	157,3	+ 262
5 Zuckergesellschaften . .	168,4	293,2	334,5	+ 98
4 Tabakgesellschaften . .	225,6	293,2	311,9	+ 39
Total 82 Gesellschaften . .	159,5	235,2	254,9	+ 60

Das Total hat sich hier um 60 % gehoben, und da die Sachwertaufwertungs-
marge hier nur 25 % beträgt, entfällt mit weiteren 35 % eine beträchtliche
Marge auf die im Kurs eskomptierten verbesserten realen Aussichten der
Unternehmungen. Auch hier hat in den einzelnen Gruppen eine scharfe Selektion
stattgefunden, so dass die Kurserhöhungen zwischen + 39 und + 262 %
schwanken. Diesen höchsten Satz erreichen die Schiffahrtswerte; die hollän-
dische Schiffahrt hat von der Abwertung in doppelter Weise profitieren können,
da einerseits die Handelsflotte mit ihren Frachtsätzen wieder gegen England
konkurrenzfähig wurde, während sich andererseits auch das gesamte internatio-
nale Frachtvolumen beträchtlich gehoben hat. An zweiter Stelle folgen die
Gummiwerte mit + 121 %, bei denen sich ebenso wie bei Zucker mit + 98 %
und bei den meist auf kolonialem Gebiete tätigen Handelsgesellschaften mit
+ 76 % der gewaltige Wirtschaftsanstieg in Niederländisch Ostindien wieder-
spiegelt. Tabak formt mit nur + 39 % eine Ausnahme, weil der traditionelle
Absatzmarkt Deutschland durch das Devisenregime grossenteils gesperrt ist
und ein vollwertiger Ersatz hierfür noch nicht gefunden werden konnte. Auf-

¹⁾ Dieser Index wird monatlich, neben einem kleineren Tagesindex, von der Amsterdamer Tageszeitung «De Telegraaf» berechnet. Seine Verwendung empfiehlt sich gegenüber dem Index des «Centraal Bureau» durch eine reichere Valorenauswahl wie dadurch, dass er die effektiven Durchschnittskurse, der CBS-Index hingegen eine auf frühere Jahre bezogene Prozentzahl angibt.

fallend gross erscheint mit + 70 % der Bewertungszusatz der Industrie. Hieran sind vor allem die Elektroindustrie und der Schiffbau beteiligt, die beide auf lange hinaus bis zur Grenze ihrer Kapazität beschäftigt sind.

Fassen wir das vorstehend Dargelegte kurz zusammen, so ergibt sich, dass die Abwertung für die Schweiz wie für Holland ohne Zweifel mehr Vorteile als Nachteile gebracht hat. Die Hauptprobleme in der Volkswirtschaft beider Länder sind folgende: Geldwirtschaftlich die Verarbeitung des Zustroms kurzfristiger Mittel und Verwandlung eines Teils hiervon in langfristige Anlagen. Güterwirtschaftlich tritt hierzu für die Schweiz die Frage der Anreicherung des Exports und der Stabilisierung des Preisniveaus. In Holland bleibt demgegenüber die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit das dringlichste Problem. Wie, wann und in welchem Sinne diese Fragen ihre Lösung finden werden, hängt in weitem Masse nicht nur von der Wirtschaftspolitik der Regierungen, sondern auch von der grundsätzlichen Gestaltung der Weltwirtschaft ab, mit der beide Volkswirtschaften unlöslich und aufs engste verbunden sind.
