

Der Krieg und die Börsen.

Von Dr. V. Furlan in Basel.

Zwei Jahre sind es her, dass die Periode der Hochkonjunktur, welche sich aus der grossen amerikanischen Krisis von 1907 heraus entwickelte, zu Ende ging und einer Periode der Abflauung und des Niederganges Platz machte, die sich zuerst undeutlich, dann aber immer deutlicher und bestimmter an zahlreichen Symptomen zu erkennen gab. Namentlich war dies der Fall, als nach der Beendigung des zweiten Balkankrieges durch den Bukarester Frieden und nach der Überwindung des Herbst- und des Jahresultimo eine überraschende Geldflüssigkeit, eine ausserordentliche Geldabundanz am internationalen Geldmarkte zutage trat, die etwa zum Beispiel allein im Januar dieses Jahres drei Ermässigungen des Diskontminimums bei der Bank von England zur Folge hatte. Und in dieser Periode leichter Geldsätze, geringfügiger Inanspruchnahme der Notenbanken, teilweiser Abnahme der Intensität des internationalen Warenaustausches und geringeren gewerblichen Beschäftigungsgrades befanden wir uns um die Mitte dieses Jahres, als durch die bekannten politischen Ereignisse im südosteuropäischen Wetterwinkel ein Brand ausbrach, der bald darauf den grössten Teil unseres Erdteiles ergriff und in einen wahren Weltbrand ausartete. Das Schreckgespenst der letzten Jahre, die conflagration européenne, ist mit einem Male zur Wirklichkeit geworden. Acht¹⁾ Länder, die zusammen einen Flächenraum von 74 Millionen Quadratkilometer oder 51 % des Erdganzen erfüllen und eine Bevölkerungsziffer von 890 Millionen, gleich 53 % der mutmasslichen Einwohnerzahl der Erde, aufweisen, sind entschlossen, einen durch die natürliche Entwicklung der letzten Jahrzehnte wohl unvermeidlich gewordenen Kampf zu Ende zu führen und den Kelch, den ihnen ein unerbittliches Schicksal aufgedrungen hat, bis zur Neige zu leeren. Ungeheure Heeresmassen, deren Zahl mit 20 Millionen nicht zu hoch gegriffen sein dürfte, stehen allein in Europa Gewehr bei Fuss, bereit, mit ihrem Blute die Schande einer Generation zu besiegen und ihren Nachkommen die Gewissheit einer kommenden langen Friedensperiode zu erkaufen.

Mit dem Augenblicke, da in den Tagen vom Juli zum August die Kriegserklärungen raketenartig auf-

¹⁾ Die Türkei, deren Eintritt in den Weltkrieg erst nach Drucklegung dieses Aufsatzes erfolgte, nicht mitgerechnet.

einander folgten, ist auch das Konjunkturbild ein anderes geworden. Die Zersetzung des Konjunkturniveaus, die vordem in den Ländern der Alten und der Neuen Welt ziemlich allgemein war, hat einem neuen Zustande Platz gemacht, den wir am besten mit dem Ausdruck „Kriegskonjunktur“ charakterisieren. Dieser neue Zustand, den das Wirtschaftsleben in einer solchen Ausdehnung noch nie gekannt hat, ist zunächst dadurch gekennzeichnet, dass er sich in den verschiedenen Ländern auf äusserst verschiedene Art äussert. Während früher die Abflauung der Konjunktur in grösserem oder geringerem Masse allgemein war und der Marasmus sich von England bis nach Russland, von Kanada bis nach Argentinien ausbreitete, wirkt die Kriegskonjunktur durchaus verschieden, ebensowohl in den kriegführenden, wie in den neutralen Ländern. Sie kann offenbar nicht dieselben Erscheinungen zeitigen in dem stark industriellen Deutschland wie in dem eminent agrarischen Russland, sie muss anders wirken in England, das durch die Beherrschung des Meeres sich die freie Zufuhr aller Rohstoffe und den Export seiner Fabrikate sichert, und anders in Deutschland, dem diese Ressourcen bis jetzt nicht zur Verfügung stehen. Derselbe Unterschied trifft übrigens auch für die neutralen Länder zu: man denke etwa an Holland, Italien und die Schweiz!

Diese Verschiedenheit der Wirkungen, welche die Kriegskonjunktur auslöst, und welche einzig und allein auf politischen Faktoren zu beruhen scheint, wird erklärlich, wenn man bedenkt, was in gewöhnlichen Zeiten das Gemeinsame, das ursächlich Zusammenhängende an den Konjunkturschwankungen ausmacht: die Tatsache nämlich, dass sämtliche Länder, sowohl diejenigen, welche seit alters her als Träger von Kultur und Gesittung erscheinen, als auch diejenigen, welche erst kulturelles Neuland darstellen, durch tausendfache Bande wirtschaftlichen Eigennutzes miteinander verbunden sind, so dass cum grano salis das Wohlergehen des einen auch das Wohlergehen des anderen ist und umgekehrt. Diese unendlich verschlungenen Fäden, welche in ihrer Gesamtheit das feste Gefüge der Weltwirtschaft ausmachen, sind nun mit einem Male zerrissen. Das Vertrauen, das Fundament unserer auf Kredit aufgebauten Wirtschaftsbeziehungen, versagt in diesen Zeiten vollständig, sobald man die Schwelle des

eigenen Landes verlässt. Die Weltwirtschaft als solche hat mit dem Ausbruch des Weltkrieges aufgehört, als eine höhere Einheit menschlicher Organisationskraft zu existieren. Darum verläuft die Kriegskonjunktur in den meisten Ländern sehr verschiedenartig; nur ein Merkmal derselben scheint überall, allerdings natürlich in verschiedenem Masse, vorhanden zu sein: die starke Einschränkung der Kaufkraft, hervorgerufen teils durch entsprechende Einkommensschmälerungen, teils durch die bange Sorge um eine durchaus ungewisse Zukunft.

Der Beginn der Kriegskonjunktur hat allenthalben Verhältnisse geschaffen, die angesichts der ungeheuren Ausdehnung des Weltkrieges für uns alle grösstenteils neu sind, und die eine rasche, zweckmässige Beurteilung und Entschlussfassung verlangen. Es ist, möchte man sagen, nicht Zeit, lange das Für und Wider zu erwägen, sondern der Augenblick erheischt rasches Handeln. So werden gegenwärtig in kriegführenden wie in neutralen Ländern die Probleme der Stunde erledigt. So hat man — um nur an schweizerische Verhältnisse zu erinnern — den Mangel an Umlaufmitteln behoben, das Problem der Versorgung mit Getreide und anderen Nahrungsmitteln, die Frage der Bundesfinanzen u. a. in Angriff genommen. Die nachstehenden Ausführungen, welche der Frage der Wiedereröffnung der Börsen gewidmet sind, berühren offenkundig eine weit weniger wichtige Frage, der aber gerade mit Rücksicht auf den überall lebhaft empfundenen Wunsch, normale Wirtschaftsverhältnisse eintreten zu sehen, eine gewisse Bedeutung nicht abzusprechen ist.

Indem wir uns zunächst auf die Effektenbörsen beschränken, sei vorab die Frage aufgeworfen, wieso es kam, dass dieselben Märkte, welche — allerdings unter wesentlich primitiveren wirtschaftlichen Verhältnissen — Anno 70 ihre Sitzungen abhalten konnten¹⁾ — welche später den Stürmen der vielen Kolonialkriege, des russisch-japanischen Krieges und der seit der Marokkokrise unablässig drohenden Gefahr eines Weltkrieges standhielten, dass dieselben Börsen in den letzten Julitagen sukzessive dazu übergingen, ihre Tätigkeit einzustellen. Und zwar sei gestattet, dieser Frage theoretisch, d. h. auf Grund von apriorischen Überlegungen, an den Leib zu rücken. Was ist eine Effektenbörse? Es ist — in weitestem Sinne — das zeitliche und örtliche Zusammenfallen von Nachfrage und Angebot von kurzfristigem und langfristigem Leihkapital in seinen verschiedensten Formen: tägliches Geld und Diskonten, Devisen und fremde Sorten, festverzinsliche und Dividendenwerte. Wir sagten ausdrücklich, dass es sich um das Zusammenfallen von Angebot und Nachfrage

handelt, und fragen uns nun, was dann geschieht, wenn das Angebot keiner entsprechenden Nachfrage oder umgekehrt die Nachfrage keinem entsprechenden Angebot begegnet.

Um vorab den letzteren Fall ins Auge zu fassen, so fällt es schwer, an die Möglichkeit desselben zu glauben. Man spricht zwar in Börsenkreisen oft davon, dass die und die Aktien sich in festen Händen befinden. Aber es dürfte wohl kaum einem Widerspruch begegnen, wenn man sagt, dass diese festen Hände sich gerne lockern, wenn die Interessenten nur ihrerseits die nötigen Kurse bewilligen. Der Fall, dass eine Börse infolge zu grossen Kaufandranges geschlossen werden musste, ist selbst in den Zeiten der stürmischsten Hausse nie vorgekommen.

Anders in Zeiten, wo dem Angebot keine Nachfrage gegenübersteht. Eine oberflächliche Überlegung wird vielleicht sagen, dass auch dieser Zustand undenkbar ist, da auch dann die Notierungen einfach so lange sinken werden, bis Käufer und Verkäufer willig sind, ein Geschäft abzuschliessen. Aber wir brauchen diesen Gedanken bloss etwas weiter auszuspinnen, um zu erkennen, dass er einer ernsthaften Kritik nicht standhalten kann. Es ist oft ausgesprochen worden, dass die Naturgesetze, welche wir in kleinen Verhältnissen zu beobachten und zu erproben auf unserem Planeten Gelegenheit haben, versagen können, wenn wir uns vermessen würden, sie in ungeheurem Massstab auf das Weltganze anzuwenden. Und mit derselben Berechtigung möchte man sagen, dass die Erfahrungen, die wir in den Zeiten auch der starken und stärksten Baissebewegungen angewendet haben, versagen müssen, wenn wir sie in einem Augenblicke zur Anwendung bringen wollen, da die Grundfesten selbst unseres Wirtschaftsgebäudes in ihren Fugen erzittern.

Und damit begegnen wir dem eigentlichen Grunde, warum in letzten Julitagen zur Verhütung einer Katastrophe grössten Stils die grossen und die kleinen Effektenbörsen geschlossen werden mussten. Dieser Grund hat eine vierfache Wurzel:

Erstens die Verhinderung der Schädigung des öffentlichen und privaten Kredits bei unvermeidlichen Kursstürzen. Wären die Börsen offen geblieben, so wäre das Verkaufsangebot ein geradezu überwältigendes gewesen. Man denke an die grossen sog. Angstabhebungen bei den Spar- und Kreditinstituten, denen dann meist die Verkündigung des Zwangskurses, die Bereitstellung kleiner Zahlungsmittel usw. folgte. Moratorien oder ähnliche Massnahmen brachten den Zahlungsverkehr ins Stocken. Dieselben Gründe, welche alle diese Erscheinungen gezeitigt hatten, hätten zur Folge gehabt, dass das Verkaufsangebot aus allen Schichten der effektenbesitzenden Bevölkerung ungeahnte Dimensionen angenommen hätte. Es wären tiefe und tiefste Geldkurse

¹⁾ Nur die Pariser Börse blieb geschlossen und zwar mit dem Beginn der Belagerung von Paris im September 1870 bis zum Februar 1871.

zustande gekommen, welche sowohl dem öffentlichen als auch dem privaten Kredit äusserst abträglich geworden wären. Was den öffentlichen Kredit anlangt, so liegt dies auf der Hand; es sei nur an die Diskussionen, die seit der Mitte der neunziger Jahre in Deutschland auf der Tagesordnung waren, erinnert, als der Kurs der deutschen Anleihewerte ständig zurückging, wogegen sich derjenige der englischen Konsols und der französischen Rente in günstigem Sinne bewegte. (In den letzten Jahren ist es dem allerdings, wie bekannt, anders geworden, und die Kurse sämtlicher niedrig verzinslicher öffentlichen Titres gingen ziemlich gleichmässig zurück.) Kurz, der Staat, die Gemeinde und jede öffentliche Körperschaft können es nicht ruhig mit ansehen, dass der Börsenwert ihrer Anleihen plötzlich sprungweise nach unten neigt. Um so gefährlicher wäre dies in einem Augenblick gewesen, wo die ausserordentlichen Lasten, welche der Krieg direkt oder indirekt jedem Staatskörper auferlegt, vielfach gerade in der Kontrahierung einer Anleihe, einer sog. Kriegsanleihe, ihre Erledigung finden müssen.

Und was soeben für den öffentlichen Kredit gesagt wurde, gilt in demselben Masse auch für den privaten Kredit, ja vielleicht noch in höherem Masse. In der Tat muss der Kurs von Obligationen von privaten Unternehmungen stets in einem „vernünftigen“ Verhältnis zu der Fundierung derselben und ebenso der Aktienkurs in einem „vernünftigen“ Verhältnis zu dem sog. inneren Wert stehen. Welches ist aber in einem Augenblicke, wie es der gegenwärtige ist, die finanzielle Fundierung der Obligationen, welches der innere Wert der Aktien von privaten Unternehmungen? Ein Gebot der Vorsicht rät uns, zu sagen: wir wissen es nicht. Wir wissen es nicht, weil wir nicht wissen, wie lange der Krieg dauern wird, und weil wir nur das eine wissen, dass er sehr lange dauern kann: lange deshalb, weil Kriege, in welche England und Russland, Weltreiche mit unendlichen Ressourcen jeder Art, verwickelt sind, lange dauern können. Und wir wissen ferner nicht, welche tiefgreifende Konsequenzen die Neuordnung der Verhältnisse mit sich bringen wird. Eine private Unternehmung hat kein Bewusstsein von Schuld und Sühne: trotzdem hält das ungewisse Schicksal für jede derselben Lohn und Strafe, ungeahnte Möglichkeiten der Entwicklung und jähen Niedergang, bereit. Erst wenn der Ausgang des grossen Ringens gesichert ist, wenn die Sieger ihre Ansprüche formuliert haben, wird der Fachmann in groben Umrissen erkennen können, welche Folgen sich daraus für die Umgestaltung der weltwirtschaftlichen Beziehungen werden ziehen lassen.

Und so kommen wir zum zweiten Punkt. Wir möchten behaupten, dass auch bei äusserst niedrigen,

für den öffentlichen und privaten Kredit vielleicht ruinösen Geldkursen, in jener Zeit, da die Börsen geschlossen wurden, keine oder wenigstens keine nennenswerten Abschlüsse zustande gekommen wären. In jenen Tagen der Panik, da der Boden buchstäblich unter unseren Füssen zu schwinden begann, in denen — wie gesagt — Angstabhebungen in grossem Masse stattfanden, in denen die Thesaurierung des gelben und selbst des weissen Metalls wahre Orgien feierte, war die Möglichkeit für grössere Effektnachfrage selbst zu lächerlich niedrigen Kursen nicht gegeben.

Und drittens: die Unmöglichkeit der Arbitrage. Was ist eine Börse, selbst die grösste, wenn nicht ein Arbitrageverkehr die Verbindung mit anderen Effektenmärkten regelt und so, ähnlich wie bei den kommunizierenden Gefässen, einen Ausgleich, eine gemeinsame Basis schafft. Am meisten der Arbitrage unterworfen ist das kurzfristige Leihkapital, welches in Form von Devisen, Pensionen etc. regelmässig nach den Ländern höheren Geldstandes abströmt. Daneben besteht in normalen Zeiten ein angeregter Arbitrageverkehr in gewissen Staatspapieren und Dividendenwerten. Wie sollte nun ein solcher Geschäftsverkehr, der auf der sorgfältigsten Ausnützung des telephonischen Dienstes aufgebaut ist, möglich sein, in einer Zeit, da dieser zwischen verschiedenen Ländern fast ganz eingestellt ist und innerhalb der Grenzen eines und desselben Landes selbst starken Beschränkungen unterliegt, da überdies auch der telegraphische und briefliche Verkehr zwischen Bankhäusern wesentliche Verspätungen erleidet, da endlich die Geltendmachung der erzielten Differenzen entweder ganz unmöglich ist oder stark in Frage gestellt wird. Dazu kommt die vollständige Desorientierung der Devisenmärkte. Welchen Umfang die Deroute des Devisenmarktes in den letzten Julitagen etwa in Paris angenommen hatte, lässt die nachstehende Tabelle, die wir nach dem bekannten Finanzblatt „L'Information“ (Nr. 201 vom 1. August 1914) zusammenstellen, erkennen. Sie gibt die Extremalnotierungen wichtiger Devisen an der Pariser Börse seit dem Jahre 1880 und vermag somit die Bedeutung der Ende Juli dieses Jahres, als die Hoffnung um die Erhaltung des europäischen Friedens bereits auf ein Minimum reduziert war, getätigten Devisenkurse in das rechte Licht zu rücken: in jenen Tagen fiel nämlich der Londoner Scheckkurs auf 24.80, die Markdevisen auf 1.17, der Rubelkurs auf 1.60; der Dollarkurs schwankte zwischen 4.60 bis 4.00, und die Devisen der Schweiz verlor 5 % gegen die metallische Parität. Gleichzeitig wurde eine Goldprämie von 15 ‰ bezahlt. Ähnlich waren die Verhältnisse an anderen Börsen; so ist namentlich die Bewegung des Rubelkurses in Berlin in den letzten Julitagen bemerkenswert.

	Münzeinheit	Gewicht der Münzeinheit in Feingold	Münzpari in Franken	Extremalnotierungen an der Pariser Börse von 1880—1914			
				höchst		tiefst	
		Gramm		Datum	Kurs	Datum	Kurs
Deutschland . . .	Reichsmark . . .	0.3584	1.234	1913	123 ⁷ / ₈	1906	121
Österreich-Ungarn . . .	Krone . . .	0.3049	1.050	1881 ¹⁾	215	1901	103
Russland	Rubel	0.7741	2.666	1894	271	1888	201
England	Pfund Sterling	7.3223	25.221	1881	25.46	1900	25.05
New York	Dollar	1.5046	5.181	1886	5.25	1886	5.10
Schweiz	Franken	0.2903	1.000	1908, 1911	100 ⁵ / ₃₂	1898—1900	99 ¹ / ₁₆
Belgien	Franc	0.2903	1.000	1898	100 ³ / ₁₆	1912	99
Spanien	Peseta	0.2903	1.000	1880	502 ²⁾	1898	315 ²⁾
Italien	Lira	0.2903	1.000	1908	100 ³ / ₈	1880	88 ¹ / ₄

¹⁾ Österreichischer Gulden = 2 Kronen.
²⁾ Devise Madrid wird in Paris in Francs für 500 Pesetas notiert.

Und so kommen wir zum vierten und letzten Punkte, der Liquidation. Vor dem grossen Wiener Krache, dem vielleicht die ungeheuerlichsten Haussemanöver vorangingen, die die Welt je gesehen, soll ein einziger Spekulant à la baisse engagiert gewesen sein; und gerade diesem ging es, wider alles Erwarten, nach Einbruch der Katastrophe am schlechtesten; denn die Millionen Differenzen zu seinen Gunsten bestanden alle auf dem Papier, sie waren nicht zu realisieren, da die Firmen, welche sie hätten zahlen müssen, vorher zahlungsunfähig geworden waren.

Diese kleine Anekdote diene dazu, auf die besonderen Schwierigkeiten der Liquidation in solchen Zeiten hinzuweisen. Neben den starken Grossinstituten, welche naturgemäss auch in solchen Zeiten durch vorher aufgehäuften hohe offene und stille Reserven in der Lage sind, allen Eventualitäten zu parieren und ihre Verbindlichkeiten vollauf zu erfüllen, sind am Börsenverkehr auch überall mehr oder minder widerstandsfähige Firmen, Makler usw. beteiligt. Diese hat der Kriegausbruch an und für sich im denkbar ungünstigsten Augenblicke getroffen, da die Börsen in den letzten Jahren, namentlich seit der Marokkokrise, fortgesetzte starke Erschütterungen haben durchmachen müssen. Nach den an schwarzen Tagen und schwarzen Wochen reichen Balkankriegen hat dann das erste Halbjahr 1914 die erhoffte Erlösung, die Wiederbelebung des Börsengeschäfts, nicht gebracht; im Gegenteil, der Marasmus setzte sich so gut wie überall fort, veranlasst hauptsächlich durch den rückgehenden Konjunkturgang, wesentlich unterstützt durch die in besonderen Umständen begründete schlechte Verfassung des Pariser und des New Yorker Marktes. In Paris kamen in Betracht namentlich die fiskalischen Schwierigkeiten der französischen Regierung und die

Überladung der dortigen Grossbanken mit zahlreichen exotischen, vor allem südamerikanischen Valoren, welche zu placieren sich keine Gelegenheit bot. Auf New York dagegen lastete die Ungewissheit über die — inzwischen erfolgte — Entscheidung der Regierung in der Frachtratenfrage der Ostbahnen und der Wiederhall, welchen die Grundstücks- und Baukrise in Argentinien, die finanzielle und die Exportkrise in Brasilien, sowie die durch die Überfinanzierung der letzten Jahre in Kanada hervorgerufene Lage notwendigerweise in der Union finden müssen¹⁾.

¹⁾ Es liegt etwas abseits vom Thema, die schlechte Verfassung des Pariser und New Yorker Marktes vor der Morat von Serajewo einlässlich statistisch zu begründen. Immerhin seien einige Zahlen mitgeteilt. Es betragen jeweilen gegen Ende der vier letzten Semester die Kurse dreier führender Werte der Pariser Börse:

	3prozentige Rente	Banque de Paris	Suez
25. Juni 1914	83.65	1520	4999
31. Dezember 1913	85.40	1660	4950
26. Juni 1913	84.10	1720	5238
19. Dezember 1912	89.0	1715	5920

Es sind dies nicht besonders ausgesuchte Termine; wenn man speziell die Höchst- und Tiefstnotierungen der letzten Jahre für diese und noch andere Wertpapiere vergleichen wollte, so würde der Marasmus des Pariser Marktes in den ersten Monaten 1914 noch viel deutlicher hervortreten.

Was die New Yorker Börse anlangt, so betragen die Aktienumsätze in den Monaten Januar bis Juni im Jahre

1914 :	38,069,651 Stück
gegen 1913 :	46,257,298 „
1912 :	69,386,540 „
1911 :	54,427,939 „
1910 :	97,840,941 „
(1906) :	(176,055,746 „)

Die Stückzahl der im Juni 1914 an der New Yorker Stock Exchange umgesetzten Aktien war so niedrig wie noch nie seit 1894; sie ist von den Vergleichsmonaten der letzten Jahre sogar bis um das Fünffache übertroffen worden. Allein diese Zahlen sprechen Bände und sind für die Flaute, welche in New York

Waren somit die Börsen schon am Ende des ersten Halbjahres stark geschwächt, so kam dann im ersten Monat des zweiten Halbjahres eine neue Quelle von Besorgnissen, welche als das eigentliche Vorspiel zur Sistierung des Börsenverkehrs anzusehen ist: Am 28. Juni, einem Sonntag, wurde in Serajewo das österreichische Thronfolgerpaar ermordet. Das Attentat, obwohl auf österreichischem Boden von österreichischen Staatsangehörigen vollbracht, musste in weitesten Kreisen eine tiefe Besorgnis auslösen, denn die Befürchtung, dass daraus ein österreichisch-serbischer Konflikt sich entwickeln könnte, lag für jeden, der die Zeit der Annexions- und der Skutarikrise mitgemacht hatte, auf der Hand. Da an dem auf das Attentat folgenden Tage die Wiener Börse infolge des katholischen Feiertags geschlossen blieb, verhielten sich die übrigen Börsen zumeist in abwartender Haltung. In den späteren Tagen verlauteten zwar keinerlei beängstigende politische Nachrichten, da die österreichische und die ungarische Regierung sich beeilten, beruhigende Communiqués auszustreuen. Man weiss ja, in wie weiten Kreisen das kurz befristete Ultimatum der Donaumonarchie an die Belgrader Regierung überraschend wirkte. Aber eingeweihte Kreise wussten offenbar viel früher davon. Als Beweis hierfür mögen die zahlreichen derouteartigen Kursfälle dienen, welche die Wiener Börse in jenen Juliwochen durchmachen musste und

noch vor dem Ausbruch des österreichisch-serbischen Konfliktes bestand, charakteristisch.

Dass die Verfassung an den schweizerischen Börsen, sowohl was die Umsätze als auch was die getätigten Preise anlangt, im ersten Semester 1914 als eine sehr schlechte bezeichnet werden muss, sei nur nebenher erwähnt. Man vergleiche zum Beispiel die weiter unten folgende, den „Basler Nachrichten“ vom 3. Juli 1914 entnommene Zusammenstellung, welche speziell die Verhältnisse auf dem Bankaktienmarkt klarlegt. Sie gibt für die sechs schweizerischen Grossaktienbanken neben den Tiefstnotierungen der Jahre 1911—1913 an der Basler beziehungsweise Zürcher Börse den innern Wert der Aktien, berechnet aus der Summe Aktienkapital plus Reserven nach der Gewinnverteilung für 1913, aber ohne Berücksichtigung der Fürsorgefonds für die Angestellten, sowie die Kurse Ende der Monate März bis Juni 1914, wobei in den Fällen, wo am betreffenden Tage kein Comptantabschluss zur Notiz gelangte, die Mitte zwischen den Geld- und Briefpreisen zur Vergleichung des Kursstandes herbeigezogen wurde. Wie man sieht, halten sich die Monatsschlusskurse fast durchweg unter dem Tiefstniveau der letzten Jahre.

welche, natürlich weniger panikartig, auch die übrigen europäischen und vorab die deutschen Märkte schlecht disponierten. Und ferner sei erwähnt, dass gerade in jener Zeit ein führendes deutsches Bankinstitut — es war die Dresdener Bank — an seine Kundschaft die vertrauliche Aufforderung ergehen liess, „zu verkaufen“, eine Mahnung, über die diejenigen, die es besser wissen wollten, damals die Nase rümpften. Und endlich sei noch darauf hingewiesen, wie ein in Paris sich aufhaltender Wiener Finanzmann, Baron Rosenberg, der sich schon einmal — nämlich kurz vor Ausbruch des ersten Balkankrieges — als vorzüglich informiert bewährt hatte, nun auch diesmal Baisseoperationen in grösstem Massstabe in französischer Rente einging, die dann in den letzten Julitagen noch einen tragikomischen Zwischenfall im altehrwürdigen Gebäude der Pariser Börse selbst zur Folge hatten ¹⁾.

¹⁾ Diese fortwährenden Erschütterungen der Wiener Börse, offenbar veranlasst durch das allmähliche Durchsickern der bevorstehenden Ereignisse, bieten ein ausserordentlich interessantes Bild. Nach der „Wirtschaftlichen Wochenchronik“ des „Neuen Wiener Tagblatt“ stellen wir die nachstehende Charakteristik der Wiener Börse im Juli zusammen:

28. Juni: Die Ermordung des Thronfolgers ruft ungeheure Aufregung hervor. Im Börsenprivatverkehr gehen die Kurse empfindlich zurück.

29. Juni: Ruhigere Haltung der Börsen.

2. Juli: Neuerliche Verflauung der Börse.

3. Juli: Wegen der Leichenfeierlichkeiten des Thronfolgers bleibt die Wiener Börse geschlossen.

7. Juli: Starker Kursrückgang an der Wiener Börse.

8. Juli: Bessere Stimmung an der Wiener Börse infolge Unterbrechung der exekutiven Verkäufe.

10. Juli: Neuerliche Erschütterung an der Wiener Börse.

11. Juli: Leichte Besserung an der Börse.

13. Juli: Grosse Kursrückgänge an der Börse und exekutive Verkäufe und Kontermineabgaben.

14. Juli: Fortgesetzte Börsenpanik.

15. Juli: Namhafte Erholung der Börse auf bessere politische Nachrichten und Aufhören der Exekutionsverkäufe. Die Erklärungen Tiszas über die auswärtige Lage sowie der Urlaubsantritt des Generalstabschefs Freiherrn Conrad von Hötzendorf tragen wesentlich zur Beruhigung der Börse bei.

16. Juli: Fortschreitende Beruhigung der Börse.

18. Juli: Nach einer weiteren Erholung der Wiener Börse erfolgt eine empfindliche Ermattung des Marktes.

20. Juli: Neuerliche starke Kursrückgänge an der Wiener (Berliner und Pariser) Börse infolge der Kriegsbefürchtungen.

21. Juli: Weitere Verflauung der Börsen. Rückgang der österreichischen Kronenrente um 1 Prozent.

	Börse	Innerer Wert	Tiefstkurse			Kurse 1914			
			1911	1912	1913	30. März	30. April	30. Mai	30. Juni
Schweizerischer Bankverein	Basel	669	749 ^{1/2}	747	720	721 c.	717 c.	718 ^{1/2}	722 ^{1/2} c.
Schweizerische Kreditanstalt	Zürich	666	845	825	800	808	801	803 c.	829 c.
Basler Handelsbank	Basel	783	774	785	771 ^{1/2}	766 c.	766 ^{1/2}	764 c.	765 c.
Schweizerische Bankgesellschaft	Zürich	639	565	610	602	603 c.	600 c.	601	601
A. G. Leu & Co.	Zürich	627	682	670	660	661	660 c.	660 c.	655 c.
Eidgenössische Bank	Zürich	618	713	700	692	683 c.	680 c.	684 ^{1/2}	684 c.

Aus dem Vorstehenden geht zur Genüge hervor, warum es Ende Juli kam, wie es kommen musste, dass

22. Juli: Ruhigere, aber reservierte Haltung der Börse.

23. Juli: Versammlung der Budapester Grossbanken beim ungarischen Finanzminister, um für den Fall einer kriegerischen Verwicklung die Volkswirtschaft vor Erschütterungen zu bewahren.

24. Juli: Die Note an Serbien ruft wohl einen weiteren Rückgang der Kurse, aber keine Panik hervor.

Die Berliner Börse hat die aufgeregten Kursbewegungen des Wiener Marktes anfangs in weit abgeschwächtem Masse mitgemacht, wobei ihr namentlich zustatten kam, dass ihre Organisation börsentechnisch den Attacken einer ausgedehnten Kontermine gegenüber in viel höherem Masse widerstandsfähig ist als in Berlin. Wie stark die Baissiers in Wien an der Arbeit waren, geht unter anderem aus folgender interessanter Einzelheit hervor: Am 25. Juli konnten zunächst die Wiener Kurse, die in den vorangegangenen Wochen so stark mitgenommen waren, kaum weiter zurückgehen. Dagegen verbreitete sich um die Mittagszeit das Gerücht, dass Serbien gewillt sei, den österreichischen Forderungen in vollem Masse gerecht zu werden. In wenigen Augenblicken schritt die Kontermine zu umfangreichen Deckungen, wovon u. a. Kreditaktien rapid 20 Kr., Staatsbahn 14 Kr., Alpine 32 Kr., Skoda 33 Kr. profitieren konnten. Und noch nach Börsenschluss setzte sich diese durch ein unrichtiges Gerücht entstandene Aufwärtsbewegung unoffiziell fort.

Während so am 24. und 25. Juli die Wiener Börse relativ keine Kursverheerungen aufzuweisen hat, traten solche dafür um so mehr an den übrigen europäischen Börsen und namentlich in Berlin und Paris zutage. In Paris musste am 25. Juli infolge der ins Ungeheuere wachsenden Menge von Bestensverkaufsordres die Rentenkulisse das Geschäft einstellen, um nicht einen für den Staatskredit unwürdigen Kurs notieren zu lassen; im Parkett war jedes Geschäft in alter Rente unter der Limite von 78 untersagt.

In Berlin war der Kurssturz auf den Dividendenwerten sehr bedeutend, dagegen haben sich die festverzinslichen Werte gut gehalten, wie dies aus der nachstehenden Zusammenstellung Richard Calvers über das Kursniveau der inländischen festverzinslichen Werte an der Berliner Börse hervorgeht:

	Zahl der Werte	Nominalkapital in Millionen Mark	Kursstand (in Prozenten)		
			31. Dez. 1913	30. Juni 1914	25. Juli 1914
Deutsche Staatsanleihen	13	10,474.20	84.87	85.87	84.87
Provinzial- und Kreis- anleihen	7	274.15	89.07	89.94	89.86
Kommunalanleihen	22	584.40	93.06	94.17	93.04
Kommunale und land- schaftliche Pfand- und Rentenbriefe	8	1,022.68	86.48	87.40	86.97
Hypothekbank-Pfand- briefe u. Obligationen	17	2,652.30	88.53	90.30	90.88
Deutsche Eisenbahn Prior.-Obligationen	3	62.75	91.03	91.32	91.00
Klein- u. Strassenbahn- Obligationen	6	107.19	91.31	90.65	90.14
Obligationen von indu- striellen u. Bergwerks- gesellschaften	25	502.08	96.80	97.94	97.32
Insgesamt	101	15,679.85	86.20	87.40	86.83

Bemerkenswert ist hierbei, dass sich die vierprozentigen öffentlichen Werte Ende Juli teilweise sogar höher stellten als Ende Juni; so notierte die vierprozentige Deutsche Reichsanleihe am 25. Juli 99 $\frac{1}{2}$ gegen 98.80 am 30. Juni, und analog die vierprozentigen preussischen Konsols 99 $\frac{1}{2}$ gegen 98.90.

Auch von den schweizerischen Börsen sind an diesem „schwarzen Samstag“ Kriegskurse zu melden. Man vergleiche etwa die in der Tabelle auf Seite 287 mitgeteilten Basler Notizen jenes Tages mit denen acht Tage vorher und mit den äussersten

nämlich alle Börsen, New York ¹⁾ nicht ausgeschlossen, zur Sistierung des Verkehrs schritten. An einzelnen Plätzen wurde zunächst der Handel in Dividendenwerten und erst einige Tage später der Handel in Obligationen eingestellt; wiederum an anderen Märkten hörte zuerst der Ultimoverkehr und dann einige Tage später der Kassaverkehr auf. Das sind nur belanglose Einzelheiten. Ebenso verständlich ist nach dem vorher Gesagten, dass die Liquidation so gut wie allenthalben auf Schwierigkeiten stiess und verschoben werden musste.

Man kann wohl sagen, dass die allgemeine Sistierung des Börsenverkehrs — so erklärlich und unabwendbar sie uns heute erscheint — von denjenigen, die sich mit der Frage der finanziellen Kriegsbereitschaft und Kriegführung befasst hatten, nicht vorausgesehen wurde. Im Gegenteil, man hielt gerade in Kriegszeiten das tadellose Funktionieren der Effektenmärkte im Interesse des Staatskredits für unumgänglich notwendig und wies insbesondere auch darauf hin, wie unersetzlich die berufsmässige Spekulation für die Übernahme der Kriegsanleihen sei; dies wurde namentlich auch mit dem Hinweis darauf motiviert, dass die grossen französischen Anleihen während und nach der Beendigung des grossen Krieges von 1870/71 nicht vom anlage-suchenden Publikum, sondern von der Spekulation absorbiert wurden ²⁾. Heute sind wir eines Besseren belehrt, hierin sowie in anderer Hinsicht. Man denke z. B. an die starke Überwertung, die man früher den sog. Auslandwerten zuteil kommen liess und die in den ersten Tagen nach Kriegsausbruch in das Gegenteil umschlug, was einen bekannten Berliner Finanzmann zu der drastischen Phrase verleitete: „Auslandwerte sind keine Werte.“ Beides ist natürlich arg übertrieben ³⁾.

Kursen der beiden letzten Jahre. Die starken Abschlüge, welche sich auch sehr wohl fundierte Papiere am 25. Juli gefallen lassen mussten, springen in die Augen.

¹⁾ Einer der Hauptgründe für die Schliessung des New Yorker Marktes war die Furcht vor einem weiteren Goldabfluss. Man schätzt die allein in den letzten zehn Julitagen nach Europa abgewanderte Menge gelben Metalls auf 45 Millionen Dollars.

²⁾ Vgl. u. a. J. Riesser, Finanzielle Kriegsbereitschaft und Kriegführung. II. Auflage. Jena 1913. S. 100 ff.

³⁾ Der Irrtum, der bei der Überschätzung der Bedeutung der Auslandwerte als einer nationalen Kriegsreserve und der Widerstandsfähigkeit der Börse begangen wurde, scheint in der Hauptsache darin zu liegen, dass man, sooft man von Krieg und kriegerischen Verwicklungen sprach, weniger an den Ausbruch eines Weltkrieges vom Umfange des gegenwärtigen dachte. Es darf als wahrscheinlich gelten, dass beides anders gekommen wäre im Falle eines zwischen zwei oder drei Mächten lokalisierten Konfliktes. Schon aus diesem Grunde erscheint daher der Vergleich mit dem Verhalten der Börsen im Jahre 1870/71 nicht zulässig. Daneben muss betont werden, dass im Verhältnis zu damals gegenwärtig die Börsen grossen Erschütterungen gegenüber ungleich weniger widerstandsfähig sind, wozu die starke Ausdehnung des Effektenkapitalismus beigetragen hat, wogegen die der Börse zur Verfügung stehenden Mittel nicht in dem gleichen Masse gewachsen sind.

Auch nach der Sistierung des Börsenverkehrs fanden sich, wie nur zu natürlich, die Börsenbesucher regelmässig zusammen, meist um die politischen Ereignisse zu besprechen und teilweise auch um untereinander kleine Geschäfte abzuschliessen. Die Gefahr, es könnten solche regelmässige Vereinigungen von Börsenbesuchern eine Umgehung der Sistierungsbeschlüsse darstellen, ist nicht sonderlich gross; trotzdem glaubten zum Beispiel die Behörden in Berlin und Wien den Abschluss börsenmässiger Geschäfte in diesen Versammlungen noch ausdrücklich verbieten zu müssen. In Frankreich ist man toleranter gewesen und hat nichts dagegen einzuwenden gefunden, dass auf solchen Versammlungen auch einzelne, übrigens herzlich belanglose, Abschlüsse stattfinden und Kurse, die übrigens meist nominell sind, öffentlich bekanntgegeben werden. So konnte man seit Anfang August die Notierungen der Pariser Börse — meist Kassakurse, anfänglich auch einzelne Terminotierungen — in der Presse finden. Nach der Übersiedelung der Regierung fanden diese Versammlungen nicht mehr in Paris, sondern in Bordeaux statt; ausserdem werden solche börsenähnliche Zusammenkünfte in Lyon und Marseille abgehalten. Auch in London wurde nach der offiziellen Schliessung der Stock Exchange eine Strassenbörse abgehalten, der dann im Monat September ein erster Schritt zur offiziellen Eröffnung der Börse folgte; doch geht der Börsenverkehr noch immer unter gewissen Einschränkungen vor sich. Auch in der Schweiz ging man zuerst in Genf, dann in Zürich und Basel zu einem bescheidenen Verkehr in festverzinslichen Werten über, und bereits werden Stimmen laut, welche einer Aufnahme des Börsenverkehrs in grösserem Umfange das Wort reden.

Wer ist nun zunächst an einer Wiedereröffnung der Börse unmittelbar interessiert? Man könnte hier zwei Klassen von Interessenten unterscheiden: die professionelle Spekulation und das Privatpublikum. Was nun letzteres anlangt, so ist es im gegenwärtigen Augenblick insofern an der Börseneröffnung interessiert, als es leicht in die Lage kommt, einen Teil seines Effekten-

besitzes realisieren zu müssen; für Kaufordres scheint augenblicklich ein grösseres Bedürfnis nicht zu bestehen, und eventuell verfügbare Gelder — sie sind spärlich — können entweder als Bankdepositen oder als Spargelder oder im Ankauf von Kassaobligationen unserer Bankinstitute oder endlich zur Befriedigung des Kapitalbedarfs des Bundes, der Kantone und der Gemeinden, soweit er durch Anleiheemissionen gedeckt wird, gute Verwendung finden. Wohl aber besteht ein nicht zu unterschätzender Verkaufsandrang. Dieser war früher noch stärker, als die Darlehenskasse der schweizerischen Eidgenossenschaft ihre Pforten noch nicht eröffnet hatte. Seitdem dieses aber geschehen ist und man alle im Inlande börsenmässig gehandelten Papiere auch zu relativ niedrigem Zinsfusse lombardieren kann, ist dieser Andrang wesentlich geringer geworden und besteht nur für die, immerhin noch sehr breite, Kursmarge, welche von der Beleihung ausgeschlossen ist.

Aber die grosse Ausdehnung, welche der Lombardverkehr durch die Errichtung der Darlehenskasse nach deutschem Muster erfahren hat, zieht noch eine andere Folge nach sich. Während die Einkommensbildung der Bevölkerung gegenwärtig so langsam vorwärtsschreitet, dass Käufe zu Anlagezwecken aus den Ersparnissen in grösserem Umfange kaum noch möglich sind, gibt die Möglichkeit der Lombardierung der Spekulation die Mittel an die Hand, um eventuell zu billigem Preise Wertpapiere unter dem vermeintlichen inneren Wert anzukaufen, in der Hoffnung, beim Verkauf einen Nutzen zu realisieren; und ebenso würde sie der Berufsspekulation die Handhabe zu Baisseoperationen geben. Und damit kommen wir zu der zweiten Gruppe der Interessenten. Ohne die grosse Bedeutung der nivellierenden Tätigkeit der berufsmässigen Börsenspekulation zu verkennen, will es jedoch scheinen, dass diese in dem gegenwärtigen Augenblick keinen Anspruch darauf haben kann, dass ihretwegen der Sistierungsbeschluss aufgehoben werde. Falls die Börse des Publikums wegen eröffnet wird, ist es von grösster Wichtigkeit, dass die Spekulation da sei, um allzu schroffe Bewegungen nach

Tabelle zu Note 1, Seite 285, 2. Spalte.

	1912		1913		1914	
	tiefst	höchst	tiefst	höchst	18. Juli	25. Juli
3 $\frac{1}{2}$ prozentige Bundesbahnen, Serie A—K	88.25	93.8	83	91.1	90.60 bz.	89.60 G.
Schweizerischer Bankverein	746 $\frac{1}{2}$	811	720	788	724 c.	700 c.
Schweizerische Kreditanstalt	825	884	803	850	830 Br. 820 G.	800 c.
Banca Commerciale Italiana	781 $\frac{1}{2}$	878 $\frac{1}{2}$	779	872	742 $\frac{1}{2}$ c.	714 $\frac{1}{2}$ c.
Schweizerische Gesellschaft für elektrische Industrie .	700	764	650	729	710 Br. 705 G.	700 c.
Bank für elektrische Unternehmungen	1780	2026	1783	1947	1944 c.	1900 Br.
Industrie-Gesellschaft für Schappe	3788	4477	3687	4259	3665 Br. 3650 G.	3450 f. c.
Aluminium-Industrie-Aktien-Gesellschaft	2196	2671	2419	2784	2545—2548 f. c.	2300—2240 f. c.
Gesellschaft für chemische Industrie	1950	2492	1881	2182	1855 c.	1700 f. c.

auf- oder nach abwärts zu verhindern. Falls aber der Bedarf des Publikums nicht dringend genug ist, um die Wiedereröffnung des Börsenverkehrs zu einem Gebot der Notwendigkeit zu machen, ist es nicht nötig, dass ihretwegen dazu geschritten werde.

Den genannten Vorteilen, welche einer Wiederaufnahme des Börsenhandels das Wort reden, stehen nun ernste Nachteile gegenüber. Zunächst darf der Verkehr in Papieren, welche gleichzeitig auch an ausländischen Plätzen gehandelt werden, als durchaus nicht angebracht bezeichnet werden. Denn solange die nachhaltigen allgemeinen Störungen im telegraphischen Verkehr obwalten und es möglich ist, dass an anderen Plätzen wichtige, für die Tendenz massgebende Nachrichten früher bekannt werden, ist die Gefahr vorhanden, dass ein gewissenloser Arbitrageverkehr getrieben werde. Denn ein solcher wäre immer noch möglich. Aber darüber hinaus liegt es nahe, den Verkehr in Dividendenwerten überhaupt ganz aufzugeben, nicht nur infolge der ziemlich allgemein vorhandenen Unmöglichkeit, den inneren Aktienwert zu erfassen, sondern weil man in den meisten Fällen keine Anhaltspunkte dafür hat, wie viel der laufende Koupon eigentlich wert sei. Wir stehen eben im Zeichen der Kriegsdividenden, d. h. selbst die bestfundierte Unternehmungen können sich genötigt sehen, an ihren üblichen oder in Aussicht genommenen Dividendensätzen Abstriche, und mitunter sehr erhebliche Abstriche, zu machen. Dies braucht durchaus nicht zur Deckung von Verlusten zu geschehen; es kann hierfür auch der Wunsch massgebend sein, die äusseren und inneren Rücklagen der Unternehmungen zu stärken und sie so gegenüber Rückschlägen, welche vielleicht noch lange nach Eintritt normaler Verhältnisse unvermeidlich sein werden, zu stärken. Die Vorteile einer klugen Dividendenpolitik, welche bestrebt ist, nicht durch übertriebene Anzapfungen zugunsten der Aktionäre das höhere Interesse der Aktiengesellschaft zu verletzen, brauchen wohl kaum hervorgehoben zu werden.

Sehr zu erwägen ist auch im Falle einer Wieder Veröffentlichung des Kurszettels die offizielle Notierung der Umsatzziffer, damit bei Bestensverkäufen eventuelle starke Kursverluste nicht eine Panik im Publikum hervorrufen. Auch ein sehr niedriger Kurs wirkt nicht erschütternd, wenn wir wissen, dass der Umsatz gering war. Kommen grosse Verkäufe zu stark ermässigtem Kurse vor, so wäre es natürlich wichtig, den Namen des Verkäufers zu kennen. In dieser Hinsicht müsste unseres Erachtens alles aufgeboten werden, um eine Erschütterung des Vertrauens des Publikums zu verhindern. Wie weit die Berichterstattung über die Umsätze und die einzelnen an den Käufen und Verkäufen Beteiligten ausgedehnt werden kann, zeigen z. B. — neben der amerikanischen Fachpresse — die Buch-

waldschen Börsenberichte für den Berliner Platz, die allerdings nicht für die breitere Öffentlichkeit bestimmt sind, sondern nur an Interessenten abgegeben werden.

Eine weitere Schwierigkeit liegt in der starken Durchsetzung der schweizerischen Börsen mit ausländischen Papieren. Es waren Ende 1913¹⁾ an den Börsen Basel, Genf und Zürich an *ausländischen* Wertchriften notiert:

	Millionen Fr.
a) Obligationen von:	
Staaten und Gemeinden	18,441.0
Bahnen	11,266.8
Banken	1,138.5
Gas- und elektrischen Unternehmungen	247.3
Metall- und Maschinen-Unternehmungen	9.4
Unternehmungen der Textilindustrie .	27.25
Unternehmungen d. Lebensmittelindustrie	5.1
Minen	75.8
Diversen	152.1
	Total 31,363
b) Aktien von:	
Bahnen	6,205.2
Banken	1,352.0
Gas- und elektrischen Unternehmungen	498.6
Elektrischen Konstruktions- und metallurgischen Unternehmungen	260.2
Unternehmungen der chem. Industrie .	87.3
Unternehmungen der Textilindustrie .	50.7
Unternehmungen d. Lebensmittelindustrie	23.7
Minen	734.5
Verschiedenen	434.8
	Total 9,647

Von diesen grossen ausländischen Effektenposten wird der grösste Teil nicht nur an schweizerischen Plätzen, sondern vor allem auch im Auslande börsenmässig gehandelt, wogegen ein kleinerer Teil nur in der Schweiz seinen Markt hat. Daneben sind schweizerische Wertpapiere in grossem Umfange im Besitz ausländischer Portefeuilles, so namentlich Schuldverschreibungen des Bundes und der Bundesbahnen. Es erscheint nun notwendig, falls der Börsenverkehr in der Schweiz früher aufgenommen werden sollte als im Auslande, Vorkehrungen zu treffen, damit unsere Märkte nicht vom ausländischen Effektenangebot überschwemmt werden. Dieselbe Sorge herrscht naturgemäss auch ebenso in anderen Ländern vor. So sagt ein bekannter Finanzschriftsteller, Georg Bernhard, zur Frage der Wiedereröffnung der Berliner Börse²⁾: „Wenn wir die Börse wieder eröffnen, ohne dass auch andere kräftige Börsen ihre Tore wieder geöffnet haben, wird es sich nicht vermeiden lassen, dass Deutschland zu-

¹⁾ Die Zahlen sind der Monographie von R. Lüscher-Burckhardt über „die schweizerischen Börsen“ (Zürich 1914) entnommen.

²⁾ Finanz- und Handelsblatt der Vossischen Zeitung, Nr. 446 vom 3. September 1914.

gunsten anderer Länder finanziell ausgenutzt wird. Ich spreche hier nicht davon, dass vielleicht von einer uns feindlichen Seite ein Druck auf unsere Kurse ausgeübt werden könnte, sondern ich habe hier insbesondere die finanzielle Ausbeutung Deutschlands im Auge. Alle Welt wird versuchen, sich bei uns Geld zu machen. Die Millionen deutscher Werte, die sich im Ausland befinden, und die Millionen internationaler Werte, die in Deutschland gehandelt werden, bieten dazu keine schlechte Gelegenheit. Gewiss, es wäre selbstverständlich, dass kein deutscher Bankier Aufträge von Bankiers in feindlichen Staaten ausführen dürfte. Aber die Bedienung von Auftraggebern aus neutralen Staaten, soweit diese mit uns in Verkehr treten können, zu verbieten, wäre doch unmöglich. Wer aber garantiert uns, dass nicht über den neutralen Boden auch feindliche Verkäufe von Wertpapieren oder Käufe von Valuten zu uns kommen? Jedoch es kommt im Moment gar nicht einmal so sehr darauf an, ob Feinde oder Freunde bei uns verkaufen. Die Möglichkeit, dass irgendwelche Geldverpflichtungen ans Ausland, irgendwelche Verschiebung unserer Zahlungsbilanz durch die Wiedereröffnung des Börsenverkehrs entstehen könnte, genügt meines Erachtens bereits, um uns energisch gegen eine vorzeitige Wiedereröffnung des Börsenverkehrs zu wenden.“

Allgemein scheint die Ansicht vorzuherrschen, dass für die normale Aufnahme des Börsenverkehrs das erlösende Wort von New York ausgehen muss, da

dies die einzige neutrale Weltbörse ist. Bevor aber der normale Börsenverkehr aufgenommen wird, scheint die vorherige Regelung der seinerzeit verschobenen Liquidationen, eventuell, wenn anders nicht angängig, mit der Unterstützung der Regierungen oder der zentralen Notenbanken, ein Gebot der Notwendigkeit zu sein.

Zum Schlusse sei noch mit einigen Worten auf die Warenbörsen hingewiesen. Diese wurden — ebenso wie die Fracht- und die Versicherungsbörsen — bei Kriegsausbruch meist ebenfalls geschlossen, sind aber seitdem zum guten Teile wieder eröffnet worden, namentlich soweit sie Produkte betreffen, die zu den notwendigsten Unterhaltungsmitteln zählen. Die Verhältnisse sind hier sehr verschiedenartig, so dass eine allgemeine Behandlung der verschiedenartigsten Märkte (Getreide, Zucker, Kaffee, Petroleum, Eisen und Kohle, Baumwolle, Zink, Zinn, Kupfer . . .) nicht möglich ist. Es kommt eben ganz auf die geographische Lage der Plätze an, auf den Umstand, ob der Krieg die Zufuhr aus den üblichen Produktionsgebieten nach den betreffenden Märkten und die Ausfuhr von diesen nach den einzelnen Absatzgebieten behindert hat oder nicht. Was die Versicherungsbörsen und den Frachtmarkt anlangt, so kann gesagt werden, dass diese zeitweise beim Ausbruch der Feindseligkeiten den Verkehr ganz einstellten, seitdem aber vielfach bei entsprechend geänderten, im übrigen starken Schwankungen unterliegenden Sätzen funktionieren.