

Notenthesaurierung im Jahr 1930 ?

Zur Dynamik des Notenumlaufs der Schweiz. Nationalbank.

Von Dr. Arthur Stampfli, Zürich.

Die durchschnittliche Notenzirkulation der Schweizerischen Nationalbank übersteigt im Jahr 1930 mit 894,03 Millionen Franken diejenige des Vorjahres um 38,32 Millionen Franken oder 4,48 %. Dabei haben wir es mit einem Jahr absteigender Konjunktur und sinkenden Preisniveaus zu tun. Im Geschäftsbericht des zentralen Noteninstitutes (S. 17/18) wird die Zunahme des Notenumlaufs zum Teil damit zu erklären versucht, dass in Zeiten billigen Geldstandes und grosser Geldflüssigkeit die Noten langsamer zur Notenbank zurückkehren als in Zeiten teurer Geldsätze, und dass die wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse einer vermehrten Thesaurierung Vorschub geleistet haben dürften. So sei denn auch die Dauer der durchschnittlichen Belassung der einbezahlten Beträge auf Girokonto gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Zur Hauptsache wird jedoch die Zunahme des Notenumlaufs auf die Nachfrage nach Schweizernoten von seiten des Auslandes zurückgeführt. Als Beweis hierfür wird auf die Stückelung des Notenumlaufs hingewiesen, indem die grossen Abschnitte an der Zunahme erheblichen Anteil haben.

Tatsächlich ist der Anteil der Noten zu Fr. 1000 an der Gesamtzirkulation von 10,79 % im Jahr 1929 auf 11,94 % im Jahr 1930 gestiegen, und zwar zur Hauptsache auf Kosten der Abschnitte zu Fr. 100 und Fr. 50. Während im Durchschnitt des Jahres 1930 der Umlauf an Noten zu Fr. 1000 mit 106,75 Millionen Franken um 14,42 Millionen Franken oder 15,61 % über den Durchschnitt des Vorjahres hinausgeht, zeigt die übrige Zirkulation lediglich eine Zunahme des Durchschnitts von 3,13 %. Der Unterschied im Umfang der Vermehrung von einem Jahr zum andern ist derart gross, dass sich das Bedürfnis, eine Erklärung für diese Erscheinung zu finden, geradezu aufdrängt. Wie eine Zunahme der Notenzirkulation an sich selbstverständlich nicht gleichbedeutend mit grösserer Trägheit und geringerer Elastizität zu sein braucht, so genügt auch die Tatsache der ausserordentlichen Vermehrung des Umlaufs an grossen Abschnitten für sich allein noch nicht, um auf eine Thesaurierung schliessen zu dürfen. Wenn auch freilich die Gestaltung der wirtschaftlichen Konjunktur derartige Schlussfolgerungen einigermaßen nahelegen mag, so müssen wir zwingende Beweise doch aus der Dynamik des Notenumlaufs zu gewinnen suchen.

Bekanntlich unterliegt die Notenzirkulation einem gewissen Rhythmus, indem sie im allgemeinen in den drei ersten Ausweisperioden eines Monats abzunehmen pflegt, um dann in der letzten Ausweisperiode eines Monats sich rasch

auszudehnen. Bei einer Ausscheidung der Tausendernoten ergibt sich nun für die restliche Zirkulation im Jahr 1930 ein Umfang der Notenrückflüsse und der Ausdehnung des Umlaufs, der nur wenig vom Ausmass dieser Bewegungen im Vorjahr abweicht, so dass daraus allein nicht auf eine Thesaurierung geschlossen werden kann. Während nämlich im Jahr 1929 der Notenumlauf, mit Ausschluss der Abschnitte zu Fr. 1000, vom Ultimo bis zum dritten Ausweistag eine Abnahme von 7,21 % der Höchstbestände auf Monatsende aufweist, geht er in der entsprechenden Periode des Jahres 1930 sogar um 7,26 % zurück; dabei ist der Koeffizient der Ausdehnung des Umlaufs in der vierten Ausweisperiode im Jahr 1930 nicht etwa grösser als im Jahr zuvor.

Nun wird freilich der Grad der Elastizität nicht durch das Ausmass der Kontraktions- und Expansionsbewegungen allein bestimmt; wichtig ist vielmehr auch das Tempo der Notenrückflüsse, ob die Kontraktion des Umlaufs sich mehr oder weniger rasch vollzieht.

Betrachten wir daher die Bewegungen von einem der vier Ausweistage zum andern.

Abnahme bzw. Zunahme des durchschnittl. Notenumlaufs von einem der vier Ausweistage zum andern in Prozenten des Umlaufs zu Beginn der betreffenden Periode									
	Gesamt-zirkulation			Umlauf an Abschnitten zu 1000 Fr.			Übriger Umlauf		
	1930	1929	1928	1930	1929	1928	1930	1929	1928
Ultimo bis 7. Tag . . .	-3,84	-3,96	-3,78	-5,66	-5,94	-6,47	-3,60	-3,72	-3,45
7. Tag bis 15. Tag . .	-3,00	-2,85	-3,00	-0,92	-0,96	-1,68	-3,28	-3,07	-3,15
15. Tag bis 23. Tag. . .	-0,44	-0,60	-0,64	+0,35	-0,82	-0,10	-0,55	-0,57	-0,60
23. Tag bis Ultimo. . .	+8,29	+8,29	+8,20	+9,31	+9,34	+10,06	+8,15	+8,16	+7,98

Aus vorstehender Tabelle lässt sich nun hinsichtlich der Kontraktionsbewegung des Umlaufs ohne Tausendernoten für das Jahr 1930 eine kleine zeitliche Verschiebung herauslesen. Sie wird noch augenfälliger, wenn wir feststellen, dass vom Notenrückfluss der drei ersten Ausweisperioden im Jahr 1930 auf die erste Ausweisperiode 49,50 % entfallen, während in den beiden Vorjahren die erste Ausweisperiode mit 51,61 % beziehungsweise 50,45 % am gesamten Rückfluss vom Ultimo bis zum 23. Tag eines Monats beteiligt ist. Bleibt auch, wie festgestellt wurde, die rückläufige Bewegung im Jahr 1930 in ihrem Ausmass keineswegs hinter derjenigen des Vorjahres zurück, so geht sie doch etwas weniger rasch vor sich und zieht sich mehr in die zweite Ausweisperiode hinein. Die Noten kehren also etwas langsamer zur Notenbank zurück, doch ist der Unterschied im Tempo immerhin äusserst gering.

Und nun der Abschnitt zu Fr. 1000. Hier ist das Ausmass der Notenrückflüsse merklich geringer als in den beiden Vorjahren, und die Ausdehnungen des Umlaufs fallen kräftiger aus als im Jahr 1929. Auch sehen wir vor allem in der ersten Ausweisperiode eine deutliche Verlangsamung des Notenrückflusses, und mit dem zweiten Ausweistag kommt die Abnahme der Zirkulation schon zum Still-

stand. Im Durchschnitt der dritten Ausweisperiode lässt die Zirkulation schon wieder eine Ausdehnung erkennen. Eine gewisse Verminderung der Elastizität, die übrigens schon für das Jahr 1929 zu erkennen ist, tritt deutlich in Erscheinung, und die grössere Trägheit und Tendenz zu wachsender Ausdehnung des Umlaufs an Tausendernoten färbt auch auf die Bewegung der Gesamtzirkulation ab.

Hinsichtlich der Abschnitte zu Fr. 1000 kann somit sowohl im Umfang der Kontraktions- und Expansionsbewegungen, wie auch im Rhythmus der Zirkulation von einem der vier Ausweistage zum andern, sehr wohl eine Bestätigung der im Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank für die Vermehrung des Notenumlaufs zur Hauptsache ins Feld geführten Thesaurierung erblickt werden. Immerhin wollen wir noch auf andere Weise versuchen, für die behauptete Hortung grosser Notenabschnitte zuverlässige Anhaltspunkte zu finden.

Geben wir uns daher Rechenschaft über den Umfang der Bewegungen des Notenumlaufs von einer Woche zur andern, genauer gesagt von einem der 48 Ausweistage zum andern. Für den Abschnitt von Fr. 1000 beträgt im Jahr 1930 das gewogene Mittel sämtlicher Kontraktionsbewegungen 3,54 %, während im Jahr 1929 dieses Mittel sich auf 3,70 % stellte. Die Kontraktionsfähigkeit ist also geringer geworden, was um so bemerkenswerter ist, als gleichzeitig das gewogene Mittel der Expansionsbewegungen von 6,61 % auf 7,01 % gestiegen ist.

Nun bedeutet offenbar ein Steigen des gewogenen Mittels der Ausdehnungen des Notenumlaufs sowohl wie der Notenrückflüsse vermehrte Elastizität. Ein Sinken beider Werte ist als verminderte Elastizität, als grössere Trägheit der Zirkulation anzusprechen. Gesteigerte Ausdehnung der Zirkulation bei gleichzeitig reduzierten Notenrückflüssen, wie sie das Jahr 1930 gegenüber dem Vorjahr aufweist, wird als Kriterium eines durch Verschiebung des Preisniveaus hervorgerufenen vermehrten Bedarfs nach Noten oder dann einer Thesaurierung anzusehen sein. Da die erstgenannte Möglichkeit für das Jahr 1930 nicht in Frage kommt, bleibt nur noch die letztgenannte, die Entziehung von Noten aus dem Verkehr zum Zwecke der Hortung.

Die Ziffern über das Ausmass der Kontraktions- und Expansionsbewegungen im Jahr 1930, wie sie im gewogenen Mittel der Zunahmen und Abnahmen der Zirkulation gefunden wurden, lassen sich beim Abschnitt zu Fr. 1000 gut mit den Ziffern des Vorjahres vergleichen, weil in beiden Jahren 29 Ausweisperioden mit Notenrückflüssen 19 Perioden mit einer Ausdehnung der Zirkulation gegenüber stehen. Verschiebt sich jedoch die Zahl der Abnahmen und der Zunahmen von einem Jahr zum andern, so wird die Vergleichsbasis gestört, und die blosses Gegenüberstellung des gewogenen Mittels verschiedener Jahre könnte leicht zu Trugschlüssen führen. So ist beispielsweise beim quantitativ wichtigsten Notenwert, dem Abschnitt zu Fr. 100, das gewogene Mittel der Abnahmen von 3,48 % im Jahr 1929 auf 3,41 % im Jahr 1930 zurückgegangen, und gleichzeitig ist das gewogene Mittel der Zunahmen von 9,21 % auf 9,91 % angestiegen. Scheinbar hat also auch bei dieser Abschnittsgrösse eine vermehrte Ausdehnung des Notenumlaufs bei gleichzeitig verminderten Rückflüssen stattgefunden. Nun ist aber zu sagen, dass die Zahl der Ausweisperioden mit abnehmender Zirkulation von 34 auf 35 angestiegen ist und dass nur noch 13 Ausweisperioden eine Vermehrung

des Umlaufs zu verzeichnen haben, gegen deren 14 im Jahr zuvor. Durch den etwas veränderten Verlauf der Bewegung sind naturgemäss die Bewegungskoeffizienten beeinflusst worden.

Es empfiehlt sich daher, den für alle Ausweisperioden mit abnehmender Zirkulation sich ergebenden Gesamtbetrag der Notenrückflüsse dem Durchschnitt der jeweiligen Ausgangspunkte der Kontraktionsbewegung gegenüberzustellen und in gleicher Weise die Gesamtsumme der für alle Ausweisperioden mit steigender Zirkulation resultierenden Zunahmen des Notenumlaufs zur durchschnittlichen Zirkulation derjenigen Ausweistage in Beziehung zu setzen, die den Ausgangspunkt einer Ausdehnung des Notenumlaufs bilden.

Kontraktion	Abschnitte zu Fr. 1000			Abschnitte zu Fr. 100		
	1930	1929	1928	1930	1929	1928
Durchschnittliche Zirkulation (in Fr. 1000) der Ausweistage mit nachfolgender Abnahme der Zirkulation	106,066	94,148	88,410	430,099	416,682	401,087
Gesamtbetrag in (Fr. 1000) der Notenrückflüsse aller Ausweisperioden mit sinkendem Umlauf	109,036	100,995	109,475	513,785	492,664	469,718
Abnahme in Prozenten der jeweiligen Ausgangspunkte	102, ₈₀	107, ₂₇	123, ₈₃	119, ₄₆	118, ₂₃	117, ₁₁

Expansion	Abschnitte zu Fr. 1000			Abschnitte zu Fr. 100		
	1930	1929	1928	1930	1929	1928
Durchschnittliche Zirkulation (in Fr. 1000) der Ausweistage mit nachfolgender Zunahme des Umlaufs	107,458	90,030	85,034	412,242	397,540	378,271
Gesamtbetrag (in Fr. 1000) der Zunahme aller Ausweisperioden mit steigendem Umlauf.	143,029	113,003	111,388	531,294	512,524	487,263
Zunahme in Prozenten der jeweiligen Ausgangspunkte	133, ₁₀	125, ₅₂	130, ₉₉	128, ₈₈	128, ₉₂	128, ₈₁

Beim Abschnitt zu Fr. 100 ist somit die Summe aller Abnahmen des Umlaufs im Vergleich zum Durchschnitt der jeweiligen Ausgangspunkte der Kontraktionsbewegungen im Jahr 1930 sogar etwas grösser als in den beiden Jahren zuvor, und die Summe aller Zunahmen, in Beziehung gesetzt zur durchschnittlichen

Zirkulation der jeweiligen Ausgangspunkte steigenden Umlaufs, ergibt für alle drei Jahre sozusagen die nämliche Relation. Eine grössere Trägheit der Zirkulation lässt sich für den Abschnitt zu Fr. 100 aus vorstehenden Ziffern somit nicht heraus lesen.

Dagegen ergibt sich bei einem Vergleich des relativen Umfangs der Zu- und Abnahmen, dass bei der Tausendernote die Rückflüsse im Jahr 1930 geringer ausgefallen sind als im Vorjahr und dass gleichzeitig das Anschwellen des Umlaufs grössere Dimensionen angenommen hat. Bei gleich starker Kontraktionsbewegung wie im Jahr 1929 hätten die Rückflüsse an Noten zu Fr. 1000 im Jahr 1930 beispielsweise um 4,74 Millionen Franken über die festgestellten Rückflüsse hinausgehen und bei gleich starker Expansionsbewegung wie im Jahre 1929 hätte die Ausdehnung des Umlaufs um 8,15 Millionen Franken hinter der nachgewiesenen Ausdehnung zurückbleiben sollen. Gegenüber 1928 hat im Jahr 1929 die Kontraktion des Umlaufs weit stärker nachgelassen als die Expansion.

Eine bemerkenswerte Tatsache ist noch festzustellen. Es entspricht dem zyklischen Verlauf der Notenzirkulation eines Normaljahres, dass Ausweitungen des Umlaufs im allgemeinen von einem niedrigeren, Notenrückflüsse dagegen von einem höhern Stand der Zirkulation auszugehen pflegen. Das trifft, wie aus vorstehender Tabelle hervorgeht, auch für die drei Vergleichsjahre mit Bezug auf die Note zu Fr. 100 zu. Der Notenwert zu Fr. 1000 dagegen fügt sich dieser Regel nur in den Jahren 1928 und 1929, im Jahr 1930 bildet er jedoch eine Ausnahme. Hier gehen die Kontraktionsbewegungen von einem Durchschnitt von 106 Millionen Franken aus, während an den Ausweistagen, die den Ausgangspunkt einer Zunahme des Umlaufs bilden, die Zirkulation im Durchschnitt sich auf 107,4 Millionen Franken beläuft. Diese anormale Situation kennzeichnet so recht den ganz besondern Verlauf der Bewegung der grossen Abschnitte im Jahr 1930. Die nämliche frappante Erscheinung, nur in weit ausgeprägterem Masse, zeigt beispielsweise die Gesamtzirkulation des Jahres 1918, das bekanntlich neben ständig steigenden Preisen zudem noch im letzten Quartal einen «Panikbedarf» und eine Hortung von Noten brachte. Im Jahr 1917, das ebenfalls durch steigende Preise gekennzeichnet ist, berühren sich wenigstens der Durchschnitt der 48 Ausweistage und der durchschnittliche Ausgangspunkt der Notenrückflüsse. Noch ein weiteres Beispiel des gestörten Rhythmus. Das Jahr 1922 brachte bekanntlich in seinen letzten Monaten im Zusammenhang mit der Vermögensabgabekampagne eine starke Nachfrage nach Noten zum Zwecke der Thesaurierung. Die durchschnittliche Zirkulation jener Ausweistage, die von Ausdehnungen des Umlaufs gefolgt werden, liegt hier ebenfalls über dem Durchschnitt aller Ausweistage. Dass nicht auch für den durchschnittlichen Ausgangspunkt der Notenrückflüsse eine derartige Anomalie festzustellen ist, ist lediglich auf den durch die Krisis bewirkten, überaus intensiven Abbau der Notenzirkulation in den ersten acht Monaten des Jahres — der monatliche Durchschnitt sinkt von 913,4 Millionen Franken im Januar auf 745 Millionen Franken im August — zurückzuführen.

Nach dem Gesagten erscheint es naheliegend, den eigenartigen Verlauf der Zirkulation an Abschnitten zu Fr. 1000 im Jahr 1930, wie er durch die Ausgangs-

punkte und das Ausmass der Kontraktions- und Expansionsbewegungen charakterisiert wird, mit Thesaurierung in Verbindung zu bringen.

Erinnern wir uns der Tatsache, dass der Ausfall der Septemberwahlen in Deutschland zu einer krisenhaften Stimmung geführt hat, die unter anderm eine stärker einsetzende Kapitalflucht im Gefolge hatte. Inwieweit lassen sich nun Rückwirkungen der erwähnten politischen Situation in Deutschland auf den Notenumlauf der Schweizerischen Nationalbank nachweisen? Teilen wir, um einen bessern Einblick gewinnen und diesen Einwirkungen nachgehen zu können, das Jahr 1930 durch Zusammenfassung der ersten acht und der letzten vier Monate in zwei Teile. Dabei ersehen wir, dass die durchschnittliche Zirkulation der Noten zu Fr. 1000 in den letzten vier Monaten des Jahres 1930 um 21 % über dem Durchschnitt der ersten acht Monate steht; für die übrige Notenzirkulation ist eine Zunahme von 7,06 % zu konstatieren. Wenn auch die letzten Monate des Jahres in der Regel eine erhöhte Zirkulation aufzuweisen haben, so fällt doch die Vermehrung des Umlaufs an Tausendernoten im letzten Drittel des Jahres 1930 gegenüber dem Durchschnitt der ersten acht Monate deutlich aus dem Rahmen des Normalen heraus. Für das Jahr 1929 erhalten wir beispielsweise beim Abschnitt zu Fr. 1000 eine Zunahme von 9,26 %, und die übrige Zirkulation steht im letzten Drittel des Jahres durchschnittlich 7,76 % über dem Umlauf der ersten acht Monate. Die starke Vermehrung des Umlaufs an Tausendernoten im Jahr 1930 trifft somit zeitlich zusammen mit jener Stimmung in Deutschland, die einer Hortung schweizerischer Noten günstig war. Hat tatsächlich eine Thesaurierung stattgefunden, so muss die Beweglichkeit des Notenumlaufs davon berührt worden sein.

Wir müssen daher das Ausmass der Ausdehnungen und Zusammenziehungen des Notenumlaufs für die ersten acht und die letzten vier Monate gesondert betrachten. Dem Abschnitt zu Fr. 1000 soll dabei die quantitativ wichtigste Note zu Fr. 100 gegenübergestellt werden.

	Gesamtzunahme in % des Mittels der jeweiligen Ausgangspunkte		Gesamtzunahme in % des Mittels der jeweiligen Ausgangspunkte	
	Januar bis August	September bis Dezember	Januar bis August	September bis Dezember
Note zu Fr. 100:				
1930	85,83	33,87	85,56	43,87
1929	84,27	34,24	85,62	43,56
1928	83,94	33,46	84,47	43,99
Note zu Fr. 1000:				
1930	86,91	16,68	72,13	62,51
1929	81,15	26,45	66,74	57,63
1928	98,76	24,98	78,38	52,42

Was sehen wir zunächst beim Abschnitt zu Fr. 100? Hier weichen die relativen Ziffern über den Umfang der Expansionsbewegungen, die ersten acht und

die letzten vier Monate des Jahres jeweilen für sich betrachtet, in den drei Vergleichsjahren nur wenig voneinander ab. Dasselbe ist auch vom Ausmass der Notenrückflüsse zu sagen. Die Unterschiede im Umfang der Ausdehnungen und Zusammenziehungen des Umlaufs sind bescheiden, so dass eine auffallende Besonderheit für die Hunderternote nicht erkennbar ist. Immerhin ist festzuhalten, dass im Vergleich zu den entsprechenden Zeitspannen des Vorjahres in den ersten acht Monaten des Jahres 1930, bei allerdings unmerklich verminderter Ausdehnung, die Zusammenziehung etwas deutlicher ausgefallen ist, während die letzten vier Monate die umgekehrte Erscheinung zeigen.

Für die Note zu Fr. 1000 geht aus der Tabelle deutlich hervor, dass im letzten Drittel des Jahres 1930 der relative Umfang der Rückflüsse ganz erheblich hinter den entsprechenden Ziffern des Vorjahres zurückbleibt. Andererseits vollzieht sich die Ausdehnung des Umlaufs in stärkerem Masse. Diese erhöhte Nachfrage nach Noten, bei gleichzeitig vermindertem Zurückströmen zur Emissionsstelle, dürfte offenbar mit Thesaurierung in Zusammenhang stehen.

Und nun die ersten acht Monate des Jahres. Hier ist bei der Tausendernote die Ausdehnung des Umlaufs, gemessen an der durchschnittlichen Zirkulation der jeweiligen Ausgangspunkte, ebenfalls merklich kräftiger ausgefallen als in der entsprechenden Zeitspanne des Vorjahres. Aber auch die Notenrückflüsse sind umfangreicher als in den ersten acht Monaten des Vorjahres. Es ist somit für die ersten zwei Drittel des Jahres 1930 eine erhöhte Beweglichkeit des Umlaufs an Tausendernoten festzustellen, und zwar ohne dass daraus im Vergleich zum Vorjahr ein verminderter Abbau des Umlaufs resultierte. Nun ist jedoch zu bemerken, dass schon für diesen Zeitraum bei der Tausendernote eine Zirkulation konstatiert werden kann, die merklich stärker über den Umlauf der entsprechenden Zeitspanne des Vorjahres hinausgeht, als das bei der Gesamtheit der übrigen Notenabschnitte der Fall ist. Steht in den ersten Monaten des Jahres 1930 die durchschnittliche Zirkulation an Tausendernoten um 11,46 % über dem Durchschnitt des entsprechenden Zeitraumes des Vorjahres, so beträgt das Plus beim übrigen Teil der Zirkulation nur 3,39 %. Für das letzte Drittel des Jahres ist der Unterschied dann allerdings noch weit erheblicher, indem hier eine Zunahme von 23,43 % einer solchen von lediglich 2,72 % gegenübersteht. Immerhin verlangt die Zunahme der grossen Abschnitte in den ersten zwei Dritteln des Jahres 1930 ebenfalls eine Erklärung. Diese dürfte zu einem guten Teil in den Ziffern vorstehender Tabelle zu finden sein.

Wenn wir die letzten vier Monate des Jahres 1929 mit dem letzten Drittel des Jahres 1928 vergleichen, so sehen wir, dass im Jahr 1929 die Ausdehnung des Umlaufs an Tausendernoten gegenüber der entsprechenden Zeitspanne des Vorjahres erheblich stärker zugenommen hat als der Umfang der Notenrückflüsse. Die so in vermehrtem Masse in Verkehr gesetzten Noten sind nun aber, wie wir schon gesehen haben, nicht etwa in den ersten Monaten des Jahres 1930 zur Bank zurückgeflossen. Die höhere Zirkulation an Tausendernoten in den ersten acht Monaten des Jahres 1930 hat somit ihren Ursprung in der Bewegung der letzten Monate des Jahres 1929. Haben nun, trotz der Zunahme der Zirkulation in den letzten Monaten des Vorjahres, die ersten zwei Drittel des Jahres 1930 bei ge-

steigertter Expansion und Kontraktion des Umlaufs an Tausendernoten pro Saldo lediglich einen Abbau des Umlaufs im ungefähren Ausmasse der entsprechenden Periode des Vorjahres gebracht, so ist noch weiter zu sagen, dass auch dieser Abbau des Jahres 1929, der als Vergleichsbasis herangezogen wurde, bereits weniger kräftig ausgefallen ist als derjenige, den die entsprechende Zeitspanne des Jahres 1928 zu verzeichnen hat. Bei gegenüber dem Vorjahr reduzierten Kontraktions- und Expansionsbewegungen macht nämlich die verminderte Beweglichkeit der ersten zwei Drittel des Jahres 1929 sich stärker bei der Zusammenziehung als bei der Ausdehnung des Umlaufs bemerkbar. Es lassen sich somit auch für das Jahr 1929 Anzeichen einer gewissen Hortung aus der Bewegung des Notenumlaufs erkennen. Im Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank pro 1929 (S. 24) wird denn auch erwähnt, dass schon im Frühjahr, hauptsächlich aber in der zweiten Jahreshälfte eine Nachfrage nach Schweizernoten seitens des Auslandes in Erscheinung getreten sei.

Da die erhöhte Durchschnittszirkulation an Noten zu Fr. 1000, wie sie im Vergleich zum entsprechenden Zeitraum des Vorjahres für die ersten acht Monate des Jahres 1930 gefunden wurde, mit vorangegangener Thesaurierung in Zusammenhang steht, mag es nun überraschen, dass ungeachtet dieses Bleigewichts der gehorteten Noten der Umfang der Expansions- und Kontraktionsbewegung in den ersten zwei Dritteln des Jahres 1930 über das Ausmass dieser Bewegungen in der entsprechenden Zeitspanne des Vorjahres hinausgeht. Unter sonst gleichen Voraussetzungen ist nämlich zu erwarten, dass die relativen Bewegungsziffern bei einem um einen unbeweglichen Teil erhöhten Umlauf automatisch eine Senkung erfahren. Es müssen also Kräfte am Werk gewesen sein, die diesen retardierenden Einfluss mehr als nur ausgeglichen haben. In diesem Sinne könnte eine stark gesteigerte Nachfrage nach Noten zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs über die Monatsenden gewirkt haben, denn durch die vermehrte Inverkehrsetzung von Noten über Ultimo wird selbstverständlich der Umfang der Expansions- und Kontraktionsbewegung vergrössert. Gleichzeitig wird aber auch durch einen besonders hohen Stand des Umlaufs an den Monatsenden die durchschnittliche Zirkulation erhöht. Auf diese Weise kann eine höhere Durchschnittszirkulation Hand in Hand gehen mit ausgeprägter Ausdehnung und Zusammenziehung des Umlaufs. Eine Steigerung des durchschnittlichen Notenumlaufs, die rein rechnungsmässig auf hohe Umlaufsziffern an den Monatsenden zurückzuführen ist, hat naturgemäss mit Thesaurierung nichts zu tun.

Es gilt also zunächst festzustellen, ob tatsächlich die Tausendernoten über die Monatsenden in vermehrtem Masse zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs herangezogen wurden. Wenn wir zu diesem Zwecke die durchschnittliche Zirkulation der drei ersten Ausweistage eines Monats und die durchschnittliche Zirkulation der Monatsenden mit den entsprechenden Ziffern des Vorjahres vergleichen, so erhalten wir gegenüber 1929 beim Abschnitt von Fr. 1000 im Jahr 1930 für die ersten drei Ausweistage eine Zunahme von 15,46 %, für den Ultimo dagegen ein Plus von 16,34 %. Für die Gesamtheit der übrigen Notenabschnitte ergibt sich für die ersten drei Ausweistage eine Vermehrung von 3,17 % und für den Ultimo eine Zunahme von 3,10 %. Die Tausendernote scheint somit im Jahr

1930 wirklich in einem gegenüber dem Vorjahr etwas erhöhten Masse für Ultimobedürfnisse herangezogen worden zu sein, wenn auch der Unterschied nicht gross ist. Halten wir bloss die ersten acht Monate der beiden Vergleichsjahre einander gegenüber, so ist der Unterschied allerdings deutlicher, indem einer Zunahme von 11,09 % für das Mittel der drei ersten Ausweistage eine solche von 12,53 % für die Monatsenden gegenübersteht. Im letzten Drittel des Jahres, in welchem die Notenzirkulation zufolge der Hörtung andern Gesetzen folgte, ist in charakteristischer Weise die Zunahme gegenüber dem Vorjahr an den Monatsenden nicht stärker ausgefallen als beim Durchschnitt der drei übrigen Ausweistage. Hier liegt nicht mehr eine im Vergleich zum Vorjahr vorübergehend stärkere Notenausgabe über die Monatsenden vor, sondern eine wachsende Inverkehrsetzung von Tausendernoten, die nicht mehr zur Bank zurückströmen.

Ein typischer Ultimobedarf muss im Tempo der Notenrückflüsse zum Ausdruck kommen. Wir müssen daher Einblick in den Rhythmus der Notenbewegung in den ersten acht und den letzten vier Monaten des Jahres zu gewinnen suchen.

Abnahme bzw. Zunahme des durchschnittlichen Notenumlaufs von einem der vier Ausweistage zum andern in Prozenten des Umlaufs zu Beginn der betreffenden Periode				
	Abschnitte zu Fr. 1000			
	Ultimo bis 7. Tag	7. Tag bis 15. Tag	15. Tag bis 23. Tag	23. Tag bis Ultimo
Januar—August:				
1930	— 7,38	— 2,18	— 0,94	+ 8,97
1929	— 6,46	— 1,41	— 1,76	+ 7,89
1928	— 8,71	— 2,55	— 1,88	+ 11,20
September—Dezember:				
1930	— 2,54	+ 1,27	+ 2,51	+ 9,85
1929	— 4,95	— 0,11	+ 0,83	+ 12
1928	— 1,89	+ 0,45	+ 0,70	+ 7,88
	Übrige Notenzirkulation			
	Ultimo bis 7. Tag	7. Tag bis 15. Tag	15. Tag bis 23. Tag	23. Tag bis Ultimo
Januar—August:				
1930	— 3,92	— 3,56	— 1,18	+ 8,58
1929	— 3,99	— 3,35	— 1,18	+ 8,63
1928	— 3,44	— 3,50	— 1,43	+ 8,24
September—Dezember:				
1930	— 2,98	— 2,74	+ 0,84	+ 7,35
1929	— 3,21	— 2,55	+ 0,55	+ 7,30
1928	— 3,46	— 2,49	+ 0,80	+ 7,51

Zur Ergänzung vorstehender Ziffern über die relative Höhe der Zunahmen und Abnahmen des Notenumlaufes von einem der vier Ausweistage zum andern folgt noch eine Zusammenstellung über die sich für die ersten acht Monate ergebende

saldomässige Abnahme des Umlaufs einerseits und die pro Saldo resultierende Zunahme der Zirkulation in den letzten vier Monaten andererseits, sowie über die gesamte Zunahme und Abnahme sowohl in den ersten zwei Dritteln wie auch in den letzten vier Monaten des Jahres ¹⁾).

Abnahme bzw. Zunahme des durchschnittlichen Notenumlaufs von einem der vier Ausweistage zum andern (in Fr. 1000)						
	Abnahme	Zunahme	Netto- Abnahme	Abnahme	Zunahme	Netto- Zunahme
	Abschnitt zu Fr. 1000					
	Januar—August			September—Dezember		
1930.	88.675	69.688	18.987	12.071	65.051	52.980
1929.	72.334	54.999	17.335	20.211	49.554	29.343
1928.	96.527	74.232	22.295	5.987	30.195	24.208
	Übrige Zirkulation					
1930.	549.382	511.842	37.540	192.307	258.756	66.449
1929.	522.510	498.230	24.280	188.926	247.738	58.812
1928.	488.163	457.786	30.377	185.694	249.410	63.716

Bei der Tausendernote ist in den ersten acht Monaten des Jahres 1930 die Ausdehnung des Umlaufs verhältnismässig stärker ausgefallen als in der entsprechenden Zeitspanne des Vorjahres. Diese Tatsache ist um so bemerkenswerter, als wir es ja bekanntlich mit einem durch vorangegangene Thesaurierung erhöhten Umlauf zu tun haben. Aber auch die Notenrückflüsse der ersten Ausweisperiode nehmen einen relativ grössern Umfang an. Die Rückflüsse in der ersten Ausweisperiode machen volle 91,₈ % der in der letzten Ausweisperiode in Verkehr gesetzten Tausendernoten aus; im Jahr 1929 waren es 90,₃ %. Die Ausdehnung des Umlaufs in der vierten Ausweisperiode der ersten zwei Drittel des Jahres 1930 darf also als typischer Ultimobedarf angesprochen werden. Die gesteigerte Beweglichkeit des Umlaufs, die schon für die am Durchschnitt der jeweiligen Ausgangspunkte gemessene Gesamtabnahme und Zunahme der Zirkulation festgestellt wurde, darf also auf die gesteigerte Nachfrage nach grossen Notenabschnitten über Ultimo zurückgeführt werden. Die durchschnittliche Zirkulation der Noten zu Fr. 1000 geht denn auch in dem in Frage stehenden Zeitraum an den Monatsenden um 7,₄₉ % über den Durchschnitt der drei ersten Ausweistage hinaus, während für 1929 die entsprechende Ziffer 6,₁₀ % lautet. Wenn für die zweite Ausweisperiode im Jahr 1930 verhältnismässig erheblichere Rückflüsse zu konstatieren sind als im Jahr zuvor, so darf man nicht übersehen, dass im Jahr 1929

¹⁾ Bei Berechnung der gesamten Zunahme und Abnahme wurde die Bewegung der Zirkulation für jede der vier Ausweisperioden für sich festgestellt, und die sich so ergebenden Gesamtziffern der Abnahmen resp. Zunahmen jeder Ausweisperiode wurden addiert.

der Abbau des Umlaufs gegenüber der entsprechenden Ausweisperiode des Jahres 1928 zurückgeblieben ist, so dass die schon erwähnten Anzeichen einer gewissen Hortung in den ersten acht Monaten des Jahres 1929 darin ihre Bestätigung finden dürften. In der dritten Ausweisperiode sind die Tausendernoten im Jahr 1930 spärlicher zur Bank zurückgeströmt als in den beiden Vorjahren, so dass ungeachtet der überragenden Bedeutung der über die Monatsenden vorübergehend in Verkehr gesetzten grossen Notenabschnitte auch für die ersten acht Monate des Jahres 1930 eine leichte Thesaurierung angenommen werden darf.

Ganz anders liegen die Dinge jedoch im letzten Drittel des Jahres 1930. Hier handelt es sich bei der Ausdehnung des Umlaufs nicht mehr um typischen Ultimobedarf. Die vermehrte Notenausgabe setzt schon in der zweiten Ausweisperiode deutlich ein und verstärkt sich noch in der dritten Periode. Nachdem so der Umlauf während einem halben Monat merklich angewachsen ist und zufolge der Thesaurierung des vorhergehenden Jahres sowieso schon einen erhöhten Stand erreicht hat, bleibt nun die Ausdehnung der letzten Ausweisperiode, relativ betrachtet, hinter derjenigen des Vorjahres zurück; in absoluten Ziffern geht die Vermehrung freilich ebenfalls etwas über die vorjährige hinaus. Die Notenrückflüsse, die sich auf die erste Ausweisperiode beschränken, sind sehr bescheiden ausgefallen. Wir haben es also in den letzten vier Monaten des Jahres 1930 mit einer verhältnismässig früh einsetzenden, wachsenden Inverkehrsetzung von Tausendernoten zu tun, die nur zu einem kleinen Teil wieder zur Bank zurückkehren. Die Thesaurierung hat ganz ordentliche Dimensionen angenommen; sie ist bei weitem augenfälliger als in den ersten acht Monaten des Jahres 1930. Übrigens ist noch zu bemerken, dass im Jahr 1929 die Notenrückflüsse der letzten vier Monate gegenüber dem Vorjahr nicht in dem Umfange zugenommen haben, wie die Ausdehnung des Umlaufs, so dass die Hortung des Jahres 1930 noch etwas deutlicher in Erscheinung tritt, wenn wir den Verlauf der Bewegung der letzten vier Monate des genannten Jahres mit den Ziffern für das letzte Drittel des Jahres 1928 vergleichen.

Und nun die restliche Zirkulation, mit Ausschluss der Abschnitte zu Fr. 1000. Hier weicht die Bewegung von einem der vier Ausweistage zum andern in den drei Vergleichsjahren nicht so stark voneinander ab, wie das bei der Tausendernote der Fall ist. In den ersten acht Monaten des Jahres 1929 sind die Ausdehnungen sowohl wie der Notenrückfluss kräftiger ausgefallen als im entsprechenden Zeitraum des Vorjahres und die Rückbildung der Zirkulation in der ersten Ausweisperiode, gemessen am Umfang der Ausdehnung in der letzten Ausweisperiode, ist im Jahr 1929 sogar etwas grösser als im Jahr zuvor. Die schwächeren Rückflüsse der dritten Ausweisperiode bewirken jedoch, dass der Abbau des Umlaufs nicht den Umfang des vorjährigen erreicht. Anderseits hat die Zunahme der Zirkulation in den letzten vier Monaten des Jahres 1929 etwas geringere Dimensionen angenommen als im Jahr zuvor. Die Ausdehnungen des Umlaufs reichen sogar in absoluten Ziffern knapp an diejenigen des Jahres 1928 heran und die Rückflüsse gehen in ihrer absoluten Höhe über diejenigen des Vorjahres hinaus. Pro Saldo übersteigt die Vermehrung des Umlaufs im ganzen Jahr 1929 diejenige des Vorjahres nur um ein Geringes, relativ betrachtet bleibt sie sogar etwas zurück. Da bei der Tausendernote sowohl für die ersten zwei wie auch für das letzte

Drittel des Jahres 1929 eine leichte Hortung angenommen werden darf, und zwar herrührend aus geringerem Abbau der Zirkulation in den ersten acht und aus stärkerem Anschwellen in den letzten vier Monaten, tritt der Gegensatz zum Umlauf der übrigen Abschnittswerte deutlich hervor. Bei der übrigen Zirkulation ist der Abbau der ersten acht Monate pro Saldo zwar ebenfalls geringer als im Jahr 1928, dafür hat aber das letzte Drittel des Jahres eine entsprechend kleinere Zunahme des Umlaufs gebracht. Für das Jahr 1929, als ganzes betrachtet, wird man gestützt auf das Mass der Ausdehnung der restlichen Zirkulation und den Umfang sowie das Tempo der Rückflüsse kaum auf Notenthesaurierung schliessen dürfen; wenigstens lässt ein Vergleich mit der Bewegung im Jahr 1928 keinen derartigen Schluss zu.

Das dürfte hinsichtlich der Zirkulation ohne Tausendernoten auch für die ersten acht Monate des Jahres 1930 zutreffen. Die Ausdehnung des Umlaufs in der letzten Ausweisperiode hat zwar etwas weniger stark zugenommen als die Höhe der Zirkulation, so dass bei erhöhter absoluter Zunahme die relative Vermehrung des Umlaufs doch hinter der vorjährigen zurückbleibt. Dieser leichten Minderung der Expansionskraft steht jedoch eine etwas erhöhte Kontraktionsfähigkeit gegenüber, die sich freilich nicht schon in der ersten, wohl aber in der zweiten Ausweisperiode geltend macht und pro Saldo einen Abbau des Umlaufs bewirkt, der nicht nur über den allerdings etwas reduzierten Rückgang des Vorjahres hinausgeht, sondern auch den Abbau der Zirkulation übersteigt, den die ersten acht Monate des Jahres 1928 gebracht haben. Für das letzte Drittel des Jahres 1930 lässt sich eine Hortung nicht so bestimmt in Abrede stellen. Bei einem Vergleich mit dem Vorjahr müssen wir zwar in Berücksichtigung ziehen, dass in jenem Jahre die Ausdehnung des Umlaufs hinter derjenigen des Vorjahres zurückbleibt, so dass die etwas erhöhten Expansionsziffern für das letzte Drittel des Jahres nicht entscheidend sein können. Symptomatisch ist jedoch die etwas grössere Zunahme der Zirkulation in der dritten Ausweisperiode und sodann vor allem auch die Tatsache, dass von der Zunahme der zweiten Monatshälfte im Jahr 1930 nur 39,3 % in der ersten Ausweisperiode wieder abgebaut wurden, gegenüber 43,1 % im Jahr zuvor. Besondere Beachtung verdient der Umstand, dass die Rückflüsse der ersten Ausweisperiode auch im Vergleich zum Jahr 1928 zurückgeblieben sind, denn damals erreichten sie 43,9 % der Umlaufvermehrung in der zweiten Monatshälfte. Die zweite Ausweisperiode hat dann allerdings erhebliche Notenrückflüsse gebracht. Immerhin geht die Zunahme des Umlaufs in den letzten vier Monaten des Jahres 1930, wenigstens in absoluten Zahlen, pro Saldo auch über diejenige des entsprechenden Zeitraumes des Jahres 1928 hinaus. Die in den ersten acht Monaten konstatierte Tendenz vermehrten Abbaus der Zirkulation hat sich somit nicht, wie angesichts des Verlaufs der wirtschaftlichen Konjunktur und der Preisbewegung zu erwarten wäre, im letzten Drittel des Jahres durch reduzierte Ausdehnung des Umlaufs fortgesetzt. Es ist daher nicht ohne weiteres ausgeschlossen, dass auch bei den übrigen Notenabschnitten und nicht nur bei der Tausendernote gegen Ende des Jahres 1930 eine gewisse Hortung eingesetzt hat, wenn sie auch freilich bei weitem nicht so augenfällig zutage tritt wie beim Abschnitt zu Fr. 1000.
