

die sich besonders auch im Rückgang der täglichen Gestellung der Schemelwagen von 47 auf 37 im August ausdrückt. Die Steigerung der hochwertigen Fertigwarenausfuhr, wie sie im August gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen war, fällt dagegen für die Wagengestellung wenig ins Gewicht. Einen bemerkenswerten Rückgang hatte dagegen im August die Durchfuhr zu verzeichnen.

*Außenhandel:* Im Monat August erfuhr der Wert der österreichischen Ausfuhr gegenüber dem Vormonat eine Zunahme von 6 Millionen Schilling, während die Einfuhr einschließlich der Edelmetalle unverändert blieb. Durch diese Steigerung der Ausfuhr konnte der geringe Rückgang des Exportes im Juli, der wohl auch mit den Unruhen im Zusammenhang stand, wieder ausgeglichen werden. Betrachtet man die saisonbereinigten Indexziffern des Außenhandels, so zeigt sich bei der Einfuhr im letzten Monat die Fortsetzung einer einheitlichen Tendenz, die seit Mai 1934 ständig nach abwärts gerichtet ist. Die saisonbereinigte Indexziffer erreichte mit 34 den tiefsten Wert des Jahres und liegt um einen Punkt unter dem Vorjahrswert. Beachtlich ist, daß auch die Rohstoffeinfuhr seit Mai rückgängig ist, denn ihre saisonbereinigte Indexziffer sank von 56 im Mai auf 42 im August, doch hat auch der Preisrückgang der meisten Rohstoffe in letzter Zeit daran seinen Anteil. Die saisonbereinigte Indexziffer der Ausfuhr stieg gegenüber dem Vormonat um einen Punkt und erreichte damit wieder die Höhe von Juni 1934. Die Zunahme der Ausfuhr geht fast vollständig auf den vermehrten Export von Fertigwaren zurück, der absolut gegenüber dem Vormonat um 6 Millionen Schilling zugenommen hat; aber auch seine saisonbereinigte Indexziffer erhöhte sich von 42 auf 44. Der Gesamteinfuhrüberschuß erreichte mit 13 Millionen Schilling einen Rekordtiefstand, während sich der Ausfuhrüberschuß von Fertigwaren gegenüber dem Vormonat von 15 auf 19 Millionen Schilling erhöhte. Wenn auch der Export gegenwärtig eine dauernd steigende Entwicklung zeigt, so muß andererseits auch der rückgängigen Rohstoffeinfuhr erhöhte Aufmerksamkeit geschenkt werden.

## DIE ENTWICKLUNG VON ZINS UND RENDITE AM INTERNATIONALEN GELD- UND KAPITALMARKT

Es war eine durch die historische Entwicklung wiederholt bestätigte Erscheinung, die daher als ziemlich gesichertes Ergebnis der empirischen Konjunkturforschung galt, daß der Konjunkturaufschwung seinen Ausgang vom Kapitalmarkt

nimmt. Die Kurssteigerungen am Aktienmarkt sollten daher das erste Zeichen eines Wiederanstieges der Konjunktur sein. Der letzte Konjunkturzyklus hat auch an dieser Erscheinung gezeigt, daß solchen empirischen Regelmäßigkeiten nicht allzuviel Gewicht beigelegt werden darf. Im letzten Konjunktumschwung ist nämlich in vielen Ländern eine ziemlich allgemeine Besserung der Produktion eingetreten, bevor irgendwelche Aufschwungstendenzen an den Börsen sichtbar waren (vgl. auch die Ausführungen im Heft 2, Seite 23, und Heft 5, Seite 92). Die Entwicklung des Kapitalmarktes wurde allerdings durch außerkonjunkturelle Erscheinungen, wie z. B. das Abgehen der meisten Länder vom Goldstandard, weitgehend beeinflußt und gestört. Versucht man die dadurch hervorgerufenen Wirkungen auf die Aktienkurse etwa dadurch auszuschalten, daß man sie auf Goldbasis bezieht, was nur unter gewissen Einschränkungen möglich ist, so wird dadurch die Steigerung des Aktienindex auch in den Inflationsländern weitgehend ausgeglichen.

Die gegenwärtig weit entwickelte, sogenannte monetäre Konjunkturtheorie stellt den Zins in den Mittelpunkt ihrer Erklärung des Konjunkturanstieges. Ein besonders niedriger Zinsfuß sollte erhöhte Gewinne ermöglichen und damit den Anstoß zu einem neuen Konjunkturaufschwung geben. Die Wirkungen dieses niedrigen Zinses müßten sich daher ebenfalls in erster Linie am Aktienmarkt auswirken, ganz ähnlich wie das die empirische Konjunkturforschung wiederholt festgestellt hat.

Da wir uns wahrscheinlich (und unter Absehung politischer Störungen) am Beginn einer neuen Aufschwungsperiode befinden, muß gerade der Kapitalmarkt und vor allem der Zins eine erhöhte Aufmerksamkeit beanspruchen. Die Tatsache, daß sich die erfahrungsgemäß zu erwarten gewesenen Steigerungen am Aktienmarkt nicht oder in nur geringem Maße ergeben haben, muß das Interesse für den Kapitalmarkt im gegenwärtigen Zeitpunkt nur erhöhen.

Die Theorie operiert mit einem einheitlichen Zinsfuß in der Höhe des Grenzertrages des Kapitals. Der Ertrag des Kapitals ist daher das Primäre und alle Untersuchungen und Beurteilungen des Zinsfußes müssen sich an diesem Ertrag orientieren. Dieser wirkliche Grenzertrag, der sogenannte Realzins kann durch Kreditausweitung der Banken gesenkt werden, wodurch naturgemäß über die Dauer der Kreditausweitung die Gewinne der Unternehmer erhöht werden und damit vor allem die Aktienkurse, aber auch alle anderen Preise zu

steigen beginnen. Der Geldzins, den die Bank verlangt, kann also, so lange die Kreditausweitung dauert, unter den Kapitalzins gedrückt werden. Eine Kreditausweitung kann aber nicht unbegrenzt fortgeführt werden. In dem Augenblick, in dem die Kreditvermehrung aufhört und dieser Augenblick wird sich immer einmal ergeben, wird daher ein Rückgang der Gewinne eintreten und dadurch auch ein Sturz aller Aktienkurse. Die Einstellung der Krediterweiterung wird außerdem die Preissteigerung beenden oder dadurch, daß infolge eines größeren Liquiditätsbedürfnisses der Wirtschaft eine Verkleinerung des Kreditsystems eintritt, sogar Preissenkungen nach sich ziehen. An den eben beschriebenen Wirkungen und Folgen ändert sich nichts, wenn die Preissteigerung infolge Kreditausweitung im Konjunkturanstieg dadurch kompensiert wird, daß der technische Fortschritt und die Vermehrung der Produktion eine Preissenkung im annähernd gleichen Ausmaß ermöglicht, wie das im Konjunkturaufschwung bis zum Jahre 1929 besonders in den Vereinigten Staaten festgestellt werden konnte.

Der einheitliche Zinsfuß der Theorie weist in der Wirklichkeit dadurch eine größere Mannigfaltigkeit auf, daß Kapitalien zu verschiedenen Bedingungen, die vor allem die Zeitdauer betreffen,

zur Verfügung gestellt werden. Die verschiedenen Zinssätze stehen jedoch, wie noch gezeigt werden soll, in normalen Zeiten in engem Zusammenhang, können aber gerade in Krisenzeiten ihre gegenseitige Abhängigkeit und die Parallelität ihrer Bewegung verlieren.

Wie schon erwähnt, muß jede Analyse des Kapitalmarktes bei der Entwicklung der Gewinne beginnen. Tritt eine allgemeine Steigerung der Gewinne ein und bleibt der Zinsfuß für Kapitalinvestitionen stabil, so kann mit einem Steigen der Aktienkurse gerechnet werden, weil diese vor allem, wenn auch nicht ausschließlich, durch die Kapitalisierung der Erträge gebildet werden. Steigt jedoch der Zins parallel mit den Gewinnen, so wird keine Steigerung der Effektenkurse zu erwarten sein, da die Kapitalisierung trotz der höheren Gewinne mit dem höheren Zinsfuß einen unveränderten Kapitalwert ergibt. Die Kreditausweitung im letzten Konjunkturaufschwung, die unwiderleglich aus den verschiedensten Ziffern, wie z. B. über Notenumlauf, Depositen, Umlaufgeschwindigkeit des Geldes usw., hervorgeht, mußte notwendigerweise eine Senkung des Geldzinsfußes zur Folge haben und damit die Gewinnspanne besonders dort erhöhen, wo Zinszahlungen eine große Rolle in der Kostenkalkulation spielen, also vor allem bei den

Internationaler Geld- und Kapitalmarkt

Zeit	Deutsches Reich					Frankreich					Österreich		U. S. A.					Großbritannien				Schweiz									
	Kurswert d. a. d. Berliner Börse not. Aktien	Rendite d. Aktien		Rendite d. 60/100igen Pfandbriefe	Privatdiskont	Tägl. Geld	Aktienindex	Rendite d. Aktien		Index festverz. Werte	Rendite festverz. Werte	Privatdiskont	Tägl. Geld	Kurswert d. a. d. Börse not. Aktien <sup>1)</sup>	Rendite d. Aktien		Kurswert d. Aktien	Rendite d. Aktien	Rendite von 60 Bonds	Satz f. Bankakzepte	Tägl. Geld	Index festverz. Werte	Rendite festverz. Werte	Privatdiskont	Tägl. Geld	Kurs d. 3 1/2% A-K Oblig. d. S. B. B.	Rendite	Privatdiskont	Tägl. Geld		
		Mill. RM	%					%	%						%	1913=100														%	%
	1923	1929	1930	1931	1932	1933	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.				
1923	17.588	5.0	7.0	6.5	6.7	415	2.7	81	5.3	3.1	-	1109	3.8	55.071	5.6	4.5	4.1	6.1	101	99	4.2	3.6	87	4.4	3.3						
1929	16.086	5.7	7.4	6.9	7.8	507	2.7	85	4.9	3.3		1070	4.6	74.650	5.1	4.7	5.0	7.6	104	96	5.3	3.6	88	4.4	3.3						
1930	12.773	7.1	7.2	4.4	5.1	437	3.4	96	3.8	2.3	2.5	891	5.5	66.520	7.0	4.5	2.3	2.9	101	99	2.5	2.4	92	4.1	2.0						
1931	9.136	8.7	7.2	6.8	8.4	308	4.4	97	3.7	1.6	1.4	661	6.5	44.724	10.2	4.7	1.6	1.7	102	99	3.6	2.9	96	3.8	1.4						
1932	5.966	7.2	8.4	5.0	6.2	245	4.6	89	4.7	1.3	1.0	583	5.0	23.164	14.5	5.9	1.3	2.1	90	112	1.9	1.6	98	3.6	1.5						
1933	7.438	4.1	7.2	3.9	5.1	232	3.8	81	5.7	1.9	1.3	497	3.6	28.826	8.4	5.6	0.6	1.2	81	124	0.7	0.7	96	3.8	1.5						
1933 I.	7.263	4.0	7.2	3.9	5.1	236	4.1	86	5.1	1.5	1.0	541	4.0	22.768	11.3	5.6	0.3	1.0	82	122	0.9	0.8	100	3.5	1.5						
1933 II.	7.102	4.0	7.3	3.9	5.1	228	4.1	85	5.2	2.2	1.3	543	3.8	23.073	10.6	5.7	0.4	1.0	81	124	0.8	0.8	101	3.4	1.5						
1933 III.	7.665	3.9	7.0	3.9	5.1	216	4.2	82	5.6	2.1	1.7	500	4.1	19.701	11.8	6.3	2.5	3.3	82	122	0.6	0.6	101	3.4	1.5						
1933 IV.	8.445	3.6	6.9	3.9	5.2	219	4.1	82	5.6	2.0	1.3	488	4.2	19.915	11.6	6.4	0.8	1.4	80	125	0.6	0.6	97	3.7	1.5						
1933 V.	7.782	4.0	7.2	3.9	5.1	234	3.8	78	6.1	2.0	1.3	506	3.7	26.815	8.4	5.8	0.5	1.0	82	123	0.5	0.6	92	4.1	1.5						
1933 VI.	7.625	4.1	7.3	3.9	5.1	245	3.6	80	6.0	1.8	1.3	507	3.4	32.473	7.0	5.4	0.4	1.0	82	123	0.5	0.6	89	4.4	1.5						
1933 VII.	7.534	4.2	7.5	3.9	5.0	247	3.5	80	5.9	1.5	1.2	504	3.2	36.349	6.2	5.2	0.5	1.0	83	122	0.5	0.6	92	4.1	1.5						
1933 VIII.	7.093	4.4	7.5	3.9	5.1	245	3.5	80	5.8	1.5	1.1	491	3.2	32.762	6.7	5.1	0.5	1.0	81	124	0.4	0.6	94	3.9	1.5						
1933 IX.	6.865	4.6	7.5	3.9	5.2	239	3.6	81	5.8	1.1	1.2	486	3.2	36.670	6.1	5.3	0.3	0.8	79	126	0.4	0.6	95	3.9	1.5						
1933 X.	6.778	4.6	7.0	3.9	5.1	229	3.7	81	5.8	1.8	1.1	469	3.4	32.730	6.8	5.4	0.3	0.8	79	126	0.8	0.8	95	3.9	1.5						
1933 XI.	7.541	4.2	6.8	3.9	5.1	223	3.7	80	6.0	2.4	1.9	470	3.2	30.118	7.3	5.7	0.4	0.8	79	126	1.0	0.8	95	3.9	1.5						
1933 XII.	7.538	4.2	6.7	3.9	5.1	222	3.7	80	6.1	2.4	1.8	463	3.5	32.542	6.8	5.6	0.6	0.9	78	128	1.2	0.8	96	3.8	1.5						
1934 I.	7.816	4.0	6.5	3.9	4.8	215	3.8	79	6.2	2.4	1.8	475	3.1	33.095	6.8	5.3	0.5	1.0	77	130	1.0	0.9	96	3.8	1.5						
1934 II.	8.402	3.7	6.5	3.9	4.9	214	3.8	79	6.2	2.9	2.7	478	3.1	37.365	6.0	4.9	0.5	1.0	78	129	0.9	0.9	93	4.0	1.5						
1934 III.	8.417	3.8	6.5	3.9	4.9	198	4.1	77	6.4	2.9	2.6	500	2.9	36.658	6.1	4.7	0.3	1.0	77	131	0.9	0.9	91	4.3	1.5						
1934 IV.	7.973	3.8	6.6	3.9	4.7	207	3.9	82	5.7	2.6	2.4	498	3.0	36.700	6.2	4.6	0.2	1.0	77	131	1.0	0.9	90	4.3	1.5						
1934 V.	7.835	4.0	6.6	3.9	4.7	210	3.9	85	5.3	2.6	2.4	500	3.0	36.432	6.4	4.6	0.2	1.0	77	131	0.9	0.9	91	4.2	1.5						
1934 VI.	8.285	3.8	6.7	3.8	4.6	204	3.9	86	5.3	2.0		489	3.2	33.817	6.6	4.5	0.2	1.0	77	130	0.9	0.9	91	4.2	1.5						
1934 VII.	8.269	3.8	6.8	3.8	4.7	194	4.0	83	5.5	1.9		486	3.1	34.440	6.7	4.5	0.2	1.0	76	132	0.9	0.9	92	4.1	1.5						
1934 VIII.			6.7	3.8	4.7	189	4.1	81	5.6	1.6		484	3.1	30.752																	

<sup>1)</sup> Ohne Bankaktien.

langfristigen Investitionen. Diese Gewinne bewirkten wieder eine Hausse der Aktienwerte. Nur die allgemeine Preissteigerung, die infolge der Kreditausweitung zu erwarten gewesen wäre, ist infolge der schon erwähnten kompensatorischen Wirkungen auf die Preise nicht in Erscheinung getreten. Der eben skizzierte Zusammenhang zwischen Gewinnen und Kursen ist aber nur der grundlegendste und auf andere Abhängigkeiten, die von großer Bedeutung werden können, wird noch gelegentlich hingewiesen werden.

Die Feststellung der Gewinne stößt vor allem auf technische Schwierigkeiten, die besonders in ihrer zeitlichen Feststellung und in der statistischen Erfassung überhaupt liegen. In den Abb. H/I/5, H/I/6 und H/I/7 wurde als Maßstab der Gewinne die ausbezahlte Dividendensumme angenommen, was eine Einschränkung des Beobachtungsmaterials auf größere Unternehmungen, deren Aktien an der Börse notiert werden, bedeutet. Da ferner nur die ausbezahlten Dividenden erfaßt werden konnten, mußten Reservebildungen, Ausgabe von Gratisaktien usw. unberücksichtigt bleiben. Die Dividendenpolitik der Unternehmungen kann schließlich bewirken, daß Dividenden zu einem anderen Zeitpunkt ausgeschüttet werden als nach der Geschäftstätigkeit zu erwarten wäre. Um schließlich die Abhängigkeit zwischen Dividende, sowie Kurs und Rendite nachzuprüfen, ist noch zu

beachten, daß die Auszahlung der Dividenden normalerweise am Ende des Geschäftsjahres erfolgt, während die Kurse schon durch die auf Grund des Geschäftsganges während des Jahres zu erwartenden Dividenden weitgehend beeinflusst sind.

In den Abb. H/I/5, H/I/7 und H/I/6 ist die Bewegung der Summe der ausbezahlten Dividenden in den Vereinigten Staaten, im Deutschen Reich und in Österreich dargestellt. Besondere Bedeutung kommt der Entwicklung der Dividendensumme in den Vereinigten Staaten, als führendem Land im letzten Konjunkturzyklus, zu. Da die starken Schwankungen in den monatlichen Auszahlungen der Dividenden den Überblick über die allgemeine Entwicklung dieser Reihe stark gestört hätte, wurde die in jedem Monat zur Ausschüttung gelangende Dividendensumme auf die folgenden 12 Monate gleichmäßig verteilt. Nur im Falle der Vereinigten Staaten wurde auch eine Verteilung der Dividenden auf die dem Auszahlungsmonat vorausgehenden 12 Monate versucht, also über jene Zeit, in der diese Gewinne voraussichtlich tatsächlich gemacht wurden. Die unterschiedliche Entwicklung, der auf diese beiden Arten zeitlich verschieden verteilten Dividenden geht deutlich aus Abb. H/I/5 hervor. Die beiden so berechneten Kurven zeigen eine Folgebewegung mit einem „Lag“ von ungefähr einem Jahr. Verteilt man die Dividenden auf die 12 Monate, die dem Auszah-

### Offizieller Diskontsatz (Perzente)

Schweiz		Deutsches Reich		Frankreich		Großbritannien		Vereinigte Staaten		Österreich	
<b>1925</b>		<b>1927</b>		<b>1927</b>		<b>1927</b>		<b>1927</b>		<b>1927</b>	
ab 22. X.	3 1/2	ab 4. X.	7	ab 29. XII.	4	ab 21. IV.	4 1/2	ab 5. VIII.	3 1/2	ab 25. VIII.	6 1/2
<b>1930</b>		<b>1929</b>		<b>1928</b>		<b>1929</b>		<b>1928</b>		<b>1928</b>	
ab 3. IV.	3	ab 12. I.	6 1/2	ab 19. I.	3 1/2	ab 7. II.	5 1/2	ab 3. II.	4	ab 28. I.	6
„ 10. VII.	2 1/2	„ 25. IV.	7 1/2	„ 2. XI.	7	„ 26. IX.	6 1/2	„ 18. V.	4 1/2	„ 17. VII.	6 1/2
<b>1931</b>		<b>1930</b>		<b>1930</b>		„ 31. X.	6	„ 13. VII.	5	<b>1929</b>	
ab 22. I.	2	ab 14. I.	6 1/2	ab 31. I.	3	„ 21. XI.	5 1/2	<b>1929</b>		ab 24. IV.	7 1/2
		„ 5. II.	6	„ 2. V.	2 1/2	„ 12. XII.	5	ab 8. VIII.	5	„ 28. IX.	8 1/2
		„ 8. III.	5 1/2	<b>1931</b>		<b>1930</b>		„ 1. XI.	6	„ 23. XI.	8
		„ 25. III.	5	ab 3. I.	2	ab 6. II.	4 1/2	„ 15. XI.	4 1/2	„ 9. XII.	7 1/2
		„ 20. V.	4 1/2	„ 10. X.	2 1/2	„ 6. III.	4	<b>1930</b>		<b>1930</b>	
		„ 21. VI.	4	<b>1934</b>		„ 20. III.	3 1/2	ab 7. II.	4	ab 25. I.	7
		„ 9. X.	5	ab 9. II.	3	„ I. V.	3	„ 14. III.	3 1/2	„ 11. II.	6 1/2
		<b>1931</b>		„ 1. VI.	2 1/2	<b>1931</b>		„ 2. V.	3	„ 22. III.	6
		ab 13. VI.	7			ab 14. V.	2 1/2	„ 20. VI.	2 1/2	„ 24. V.	5 1/2
		„ 1. VIII.	15			„ 23. VII.	3 1/2	„ 24. XII.	2	„ 10. IX.	5
		„ 12. VIII.	10			„ 30. VII.	4 1/2	<b>1931</b>		<b>1931</b>	
		„ 2. IX.	8			„ 21. IX.	6	ab 8. V.	1 1/2	ab 8. VI.	6
		„ 10. XII.	7			<b>1932</b>		„ 9. X.	2 1/2	„ 16. VI.	7 1/2
		<b>1932</b>				ab 18. II.	5	„ 16. X.	3 1/2	„ 23. VII.	10
		ab 9. III.	6			„ 10. III.	4	<b>1932</b>		„ 13. XI.	8
		„ 9. IV.	5 1/2			„ 21. IV.	3	ab 26. II.	3	<b>1932</b>	
		„ 28. IV.	5			„ 12. V.	2 1/2	„ 24. VI.	2 1/2	ab 18. III.	7
		„ 22. IX.	4			„ 30. VI.	2	<b>1933</b>		„ 24. VIII.	6
								ab 3. III.	3 1/2	<b>1933</b>	
								„ 7. IV.	3	ab 24. III.	5
								„ 26. V.	2 1/2	<b>1934</b>	
								„ 20. X.	2	ab 28. VI.	4 1/2
								<b>1934</b>			
								ab 2. II.	1 1/2		

lungsmonat vorausgehen, so erreichen die Gewinne ihren Höhepunkt schon Ende 1929 und den Tiefpunkt Ende 1932. Diese Verteilung der Gewinne dürfte daher, da der Produktionsindex sehr ähnlich verläuft, mit den wirklich gemachten Gewinnen zeitlich ziemlich übereinstimmen. Auch die Parallelität zwischen Kursindex, bzw. Kurswert der Aktien und den Dividenden ist bei dieser Art der Verteilung sehr groß, wenn auch ein Abgleiten der Dividendensumme vor den Kursen, wie das gelegentlich behauptet wurde, nicht feststellbar ist.

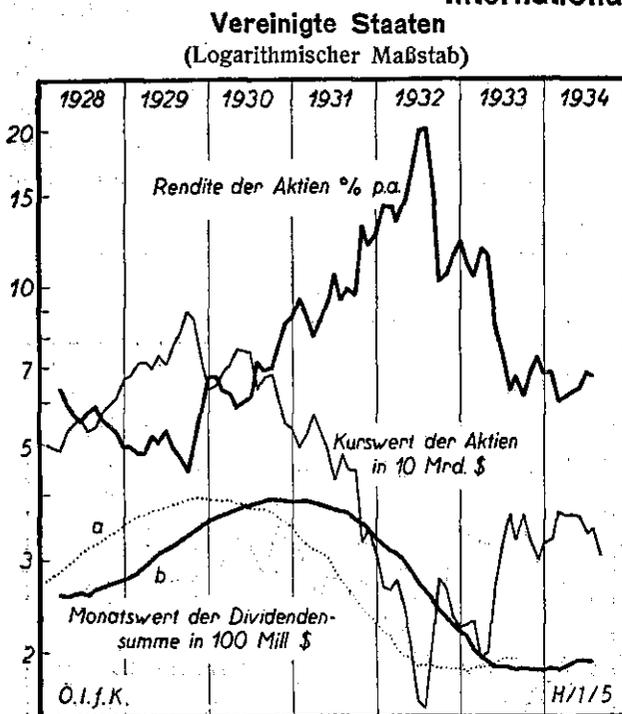
Während die Bewegung der Dividendensumme in den Vereinigten Staaten sehr ausgeglichen ist, zeigt diese Reihe in Deutschland und Österreich eine Entwicklung, die dadurch gekennzeichnet ist, daß am Höhepunkt der Konjunktur möglichst lange die Dividendenausschüttung gleichmäßig hoch bleibt, um dann, als die Krise sich unüberwindlich zeigte, scharf abzusinken. Der Rückgang der Dividendensumme ist in jüngster Zeit zwar zum Stillstand gekommen; eine Zunahme ist aber bis in die letzte Zeit kaum festzustellen.

Die Rendite der Aktien als Verhältnis der Dividendensumme zum Kurswert und die Rendite der festverzinslichen Papiere als Verhältnis von Nominalverzinsung zum Kurswert, die beide mit einigen

Einschränkungen als Ausdruck des Zinsfußes für langfristiges Kapital gelten können, ist von zu verschiedenen Einflüssen abhängig, als daß von vorneherein auch nur mit größerer Wahrscheinlichkeit etwas über ihre Bewegung im Konjunkturverlauf ausgesagt werden könnte. Aus den Abbildungen geht hervor, daß gegenüber der Rendite der Aktien, die eine große Konjunktorempfindlichkeit zeigt, die Rendite der festverzinslichen Werte im Konjunkturverlauf nur geringen Schwankungen unterworfen war. Ganz besonders gilt das auch für Großbritannien, wo die Rendite der festverzinslichen Werte bis Ende 1931 auf fast gleicher Höhe blieb und erst mit der Pfundentwertung zu steigen begann. Auch in den Vereinigten Staaten ist erst Ende 1931 eine Steigerung der Rendite festzustellen, die seit 1927 ziemlich unverändert geblieben war. Die größte Stabilität im Konjunkturverlauf weist, wie aus Abb. H/1/6 hervorgeht, die Rendite der festverzinslichen Werte in Österreich auf. Etwas anders hat sich die Rendite in Frankreich entwickelt. Sie fällt bis 1931 und beginnt erst seither wieder anzusteigen.

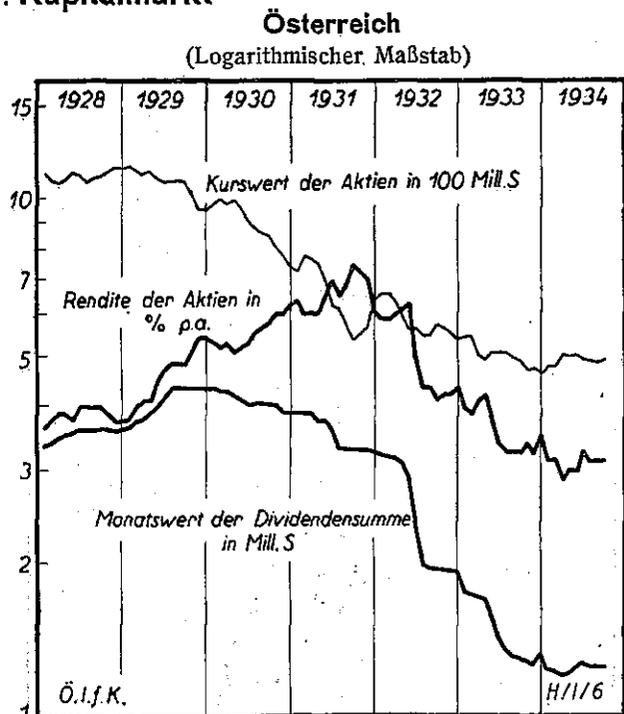
Die Bewegung der Rendite der Aktien steht dagegen in viel deutlicherem Zusammenhang mit dem Konjunkturverlauf. Die Rendite der Aktien sinkt allgemein mit steigender Konjunktur und

### Internationaler Kapitalmarkt



a) Ausbezahlte Dividendensumme aufgeteilt auf die der Auszahlung vorangehenden 12 Monate.

b) Ausbezahlte Dividendensumme aufgeteilt auf die der Auszahlung nachfolgenden 12 Monate.



erreicht 1929 ihren tiefsten Stand. Danach tritt, weniger durch den Rückgang der Dividenden als vor allem durch den Rückgang der Kurse, eine gewaltige Steigerung der Rendite ein, die 1931

oder 1932 ihre höchsten Werte erreicht. Mit dem Abstoppen der ärgsten Kursrückgänge Ende 1932, ist bis in die jüngste Zeit wieder ein Rückgang der Aktienrendite eingetreten.

Aus der über kürzere Zeitspannen so unterschiedlichen Entwicklung der Rendite bei Aktien und festverzinslichen Papieren, sowie aus der über kürzere Zeit weitgehenden Unabhängigkeit der Rendite der Aktien von den in diesem Zeitpunkt zur Auszahlung gelangenden Dividendensummen geht hervor, daß noch andere bisher nicht berücksichtigte Faktoren für die Höhe der Rendite in einem bestimmten Zeitpunkt maßgebend sind. Es sind dies die Vorstellungen und Erwartungen über die wirtschaftliche Entwicklung in einer ökonomisch relevanten Zukunft.

Die ruhige Entwicklung der Rendite festverzinslicher Werte im Konjunkturanstieg wäre danach dadurch zu erklären, daß der gesunde Staatskredit, die Währungssicherheit und die Unwahrscheinlichkeit von Konversionen unveränderte Erträgnisse auch weiterhin erwarten ließ. Das Abgehen eines Landes vom Goldstandard bewirkte, wie z. B. in England, sofort eine Erhöhung der Rendite, der festverzinslichen Werte, da die Erhaltung des Kapitals gefährdet war. Außerdem wirkte auch die Mitte 1932 durchgeführte Konversion im selben Sinne. Aber die erhöhte Wahrscheinlichkeit einer Inflation dürfte auch in den Ländern mit stabiler Währung zu einer Erhöhung der Rendite nach 1931 geführt haben.

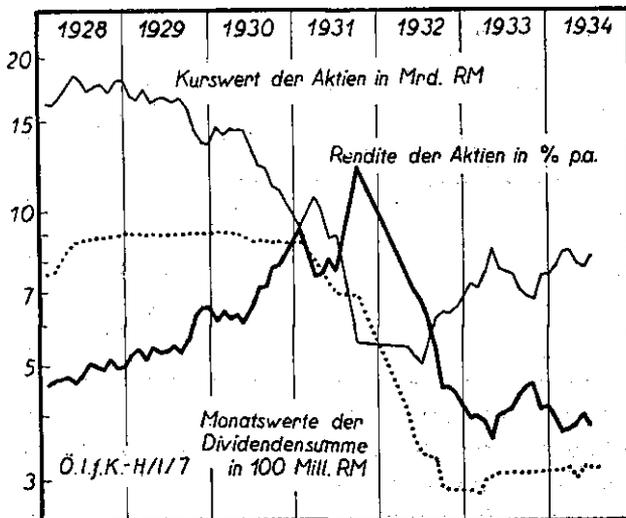
In unverhältnismäßig stärkerem Maße als bei der Rendite der festverzinslichen Papiere wurden

Erwartungen über die künftige Entwicklung im Kurs und in der Rendite der Aktien eskomptiert. Mit Ausnahme des Deutschen Reiches (Abb. H/I/7) erreicht die Rendite der Aktien in allen Ländern im Hochkonjunkturjahr 1929 ihren Tiefpunkt. Die ausgezahlten Dividendensummen sind bis zu diesem Jahr ebenfalls ständig gestiegen, doch sind die Kurse in noch schnellerem Tempo emporgeschneit. Man kapitalisierte immer mehr die erwartete Kurssteigerung und immer weniger den Ertrag. Die Rendite sank daher, während der Zins für Leihkapital und besonders für Börsengeld allmählich anzog. Die zusätzlichen Kredite konnten vorübergehend die Kapitalknappheit hinausschieben, bis sie schließlich Ende 1928 und 1929 durch Erhöhung der Diskontrate besonders in der Vereinigten Staaten auch offiziell bestätigt wurde. Mit der Einschränkung der Kredite mußten nicht nur die Aussichten der Spekulation, sondern auch der Unternehmungen ungünstiger werden. Während man bisher auf ständig steigenden Gewinnen gehofft hatte, mußte man nunmehr mit geringeren Erträgen und daher auch mit rückgängigen Kursen zu rechnen beginnen. Diese pessimistischen Erwartungen für die Zukunft konnten solche Kursenkungen zur Folge haben, daß die Rendite der Aktien in den Vereinigten Staaten im Jahresdurchschnitt 1931 10·2 und 1932 14·5%, gegenüber 5·1% im Jahre 1929 betrug, während die Rendite der festverzinslichen Werte fast unverändert blieb. Erst 1931 nachdem ein starker Rückgang der Zinssätze für kurzfristiges Kapital eingetreten war, kam auch der Rückgang der Aktienkurse wieder zum

Internationaler Kapitalmarkt

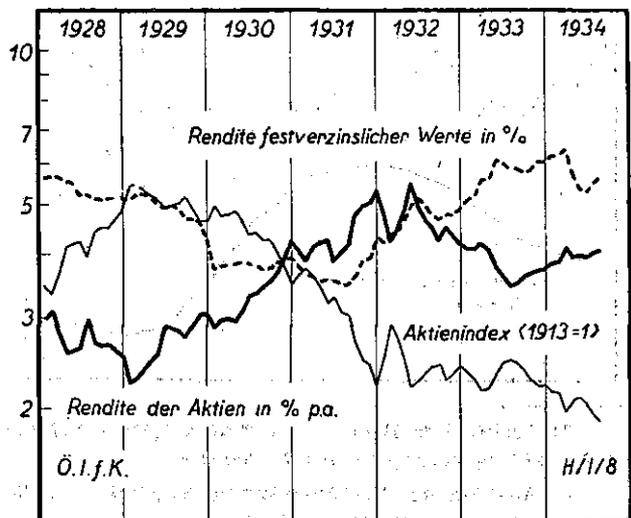
Deutsches Reich

(Logarithmischer Maßstab)



Frankreich

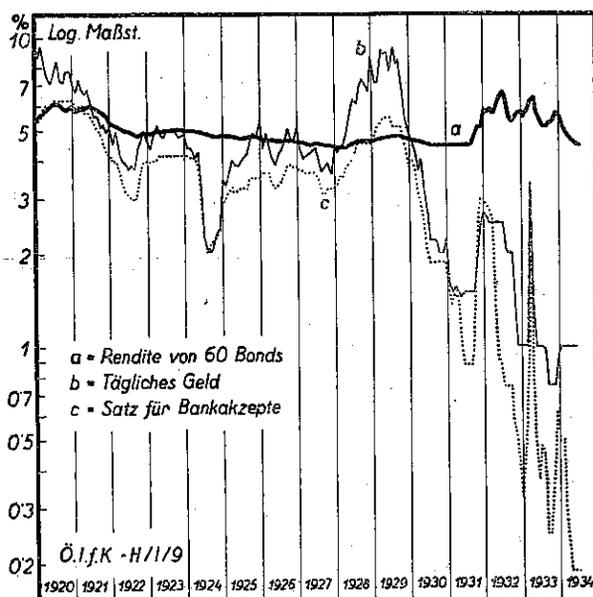
(Logarithmischer Maßstab)



Stillstand und im folgenden gingen auch die hohen Renditen wieder zurück. In jüngster Zeit, nämlich seit Ende 1933 und Beginn 1934, war nur in einigen Ländern, wie in Frankreich und in den Vereinigten Staaten eine leichte Steigerung der Rendite eingetreten, was jedoch besonders in jüngster Zeit vornehmlich aus erneuten Kursrückgängen zu erklären ist. Nur in den Vereinigten Staaten wurde die Steigerung außerdem noch durch eine geringe Zunahme der ausgezahlten Dividendensumme infolge der inflationistischen Konjunktur bewirkt.

Eine besonders eigenartige Entwicklung hat der Zinsfuß für verschiedene Arten des kurzfristigen Kapitals im Konjunkturverlauf genommen. Ihre Konjunktorempfindlichkeit aber auch ihr Zusammenhang untereinander ist bedeutend größer, als zwischen der Rendite der Aktien und der der festverzinslichen Werte, wie aus Abb. H/I/9 deutlich hervorgeht. Von Wichtigkeit ist aber außerdem der Zusammenhang, der zwischen dem Zinsfuß für kurzfristiges Kapital, vor allem dem Börsengeld und der Rendite der festverzinslichen Papiere und Aktien besteht und dem besonders im Konjunktumschwung eine besondere Wichtigkeit zugeschrieben wird. Da dem Börsengeld gerade in den Vereinigten Staaten eine besondere Bedeutung für die Spekulation im letzten Konjunkturzyklus zukam, soll der Zusammenhang zwischen der renewal rate, d. h. dem Zinsfuß für Börsengeld und der Rendite besonders an diesem Beispiel untersucht werden. (Abb. H/I/9.) Die Zifferntabelle Seite 171 ermöglicht jedoch auch die Beobachtung der Zusammenhänge der Zinssätze bei anderen Ländern.

Zinssätze in U. S. A.



Der Zusammenhang zwischen der renewal rate und der Rendite ist dadurch gegeben, daß normalerweise, wenn keine besonderen Störungsmomente und Kursschwankungen zu befürchten sind, ein Satz für Börsengeld, der unter der Rendite liegt, die Spekulation anregt. Denn unter diesen Umständen scheint es rentabel durch Ankauf von Papieren die Differenz zwischen der Rendite und der renewal rate auszunützen. Steigt jedoch der Zinssatz für Börsengeld über die Rendite hinaus, so würde die Spekulation verlustreich und kapitalschwache Spekulanten würden zum Verkauf der Papiere genötigt, somit zu einer Baisse anlaßgebend. Der Verlauf der Zinssätze, bzw. der Rendite in Abb. H/I/9 würde mit diesen Überlegungen übereinstimmen. Der Zinssatz für Börsengeld (tägliches Geld) liegt während des Konjunkturanstieges unter der Rendite der festverzinslichen Papiere. Erst im Jahre 1928 und besonders 1929 steigt der Satz weit darüber hinaus und zeigt damit beinahe ein Jahr vor dem Eintritt der Krise im Herbst 1929 die ungesunde Entwicklung am Börsenmarkt an. Zweifellos hat man in der ersten Zeit, als der Zinssatz für kurzfristiges Geld über die Rendite stieg, mit einem weiteren Steigen der Kurse und Gewinne oder auch mit einem Rückgang des Zinssatzes für kurzfristiges Kapital gerechnet und erst als die offizielle Diskont rate ebenfalls dauernd hinaufgesetzt wurde, schwand allmählich das Vertrauen in die weitere Prosperität. Aus Abbildung H/I/9 geht ferner auch aus der Bewegung der Zinssätze hervor, daß die Lage am Geldmarkt im Krisenjahr 1921 ganz analog gestaltet war.

Der tiefere Grund des Umschwunges ist jedoch durch diese börsentechnische Situation noch nicht geklärt, denn es fragt sich, weshalb der Zinsfuß für kurzfristiges Kapital so steigen konnte. Ganz allgemein muß das Steigen des Zinses als Zeichen der Kapitalknappheit angesehen werden. Der erhöhte Kapitalbedarf im Konjunkturaufschwung konnte eben immer wieder durch zusätzlichen Kredit befriedigt werden, der schließlich 1928 und 1929 knapper wurde und damit zur Zinssteigerung führte. Der hohe Zinsfuß mußte erstens die Gewinnchancen der Unternehmungen überhaupt vermindern und ließ daher einen Rückgang der Geschäftstätigkeit erwarten, zweitens lockte der im Verhältnis zur Rendite hohe Zins für kurzfristiges Kapital dazu, die Gelder vom Kapitalmarkt auf den Geldmarkt zu überführen, was kursdrückend wirken mußte und schließlich wurde durch die Konstellation der Zinssätze auch die Spekulation zum Verkauf gedrängt. Als dann der Kurssturz

eintrat, konnte das Risiko des Kursverlustes auch von einer hohen Rendite und einem niedrigeren Zins für kurzfristiges Kapital nicht ausgeglichen werden. Aber auch als im Jahre 1932 die Kursrückgänge in den meisten Ländern nachließen und zu einem Rückgang der Dividende führten, blieben die ungewöhnlich großen Differenzen zwischen den Renditen und dem Zinsfuß für kurzfristiges Kapital bestehen und haben sich in letzter Zeit besonders durch das Sinken des Zinssatzes für kurz-

fristiges Kapital und durch das Steigen der Rendite noch bedeutend vergrößert.

Man erklärt die Spannung aus der Unlust der Kapitalisten, ihr Geld langfristig anzulegen, und meint, daß sie auf ungerechtfertigten psychologischen Hemmungen beruhe. In Wirklichkeit dürften aber die Kapitalisten das Risiko der gegenwärtigen Wirtschaftssituation kaum zu gering einschätzen. Kapitalverluste am Effektenmarkt sind bei der unsicheren Lage der meisten internationalen Währungen, wenigstens für längere Sicht, ebenso wahrscheinlich wie neue Kursverluste am Aktienmarkt, wenn die Ankurbelungspolitik, die die meisten Länder betreiben, einmal ein Ende finden sollte. Eine normale Gestaltung und Gesundung des Kapitalmarktes wird daher nur nach Beseitigung der wichtigsten Risikofaktoren ermöglicht werden. Da das vorderhand nicht zu erwarten ist, muß auch mit dem Anhalten der unnatürlichen Lage am Kapitalmarkt gerechnet werden.

	Emissionen (1928 = 100)					
	Großbritannien		Frankreich		Ver. Staaten v. Amerika	
	Öffentl. Körperschaften	Private Unternehmen	Öffentl. Körperschaften	Private Unternehmen	Öffentl. Körperschaften	Private Unternehmen
1923	107	46	152	55	79	44
1924	74	42	45	59	112	55
1925	61	65	45	38	104	67
1926	66	60	42	51	98	72
1927	102	91	108	71	118	89
1928	100	100	100	100	100	100
1929	65	87	30	142	76	142
1930	108	43	40	190	102	81
1931	31	25	60	153	66	29
1932	93	16	109	82	43	5
1933	123	20	122	60	28	3

Während des Druckes eingelangt:

#### VEREINIGTE STAATEN VON AMERIKA HARVARD VORAUSSAGE

(Kabel vom 18. September 1934), mitgeteilt von der Harvard Economic Society

Die wirtschaftliche Entwicklung im August war vorwiegend ungünstig, ein bescheidener Rückgang der Kurve des allgemeinen Geschäftsganges folgte auf ihre im Juli eingetretene Stabilisierung. Und das Steigen der Spekulationskurve für diesen Monat, in dem sich die erneuten Gerüchte von einer Inflation ausdrücken, ist nicht ausreichend, um die ungünstige Interpretation des Abgleitens von dem Höhepunkt zu Beginn des Jahres zu ändern. Die Geldmarktkurve bleibt weiter auf ihrem außerordentlich tiefen Niveau; bei den gegenwärtig geltenden Zinssätzen und den günsti-

gen Einflüssen, denen der Geldmarkt unterworfen ist, kann dieser Umstand jedoch nicht als günstig betrachtet werden. Das fortgesetzte Steigen der Indexziffer der Warenpreise im August ist den Wirkungen der Dürre zuzuschreiben. Der Umfang der Geschäftstätigkeit in Spezialgebieten macht einen ungünstigen Eindruck. Selbstverständlich haben die Dürre und die Arbeitsstreitigkeiten den Geschäftsgang ungünstig beeinflusst, aber es ist klar, daß die Arbeitsstreitigkeiten vor allem der Regierungspolitik seit dem vergangenen März zuzuschreiben sind. Nicht Worte, sondern Taten, die deutlich eine Umkehr der schädlichen Politik der Regierung zeigen, können wirklich das Vertrauen wiederherstellen und die Bahn für zunehmende Geschäftstätigkeit und Wiederbeschäftigung der müßigen Arbeiter freimachen.