

meist eingetreten ist, diesmal ausbleiben wird und daß die kommende Aufwärtsentwicklung im Verhältnis zum letzten Konjunkturaufschwung nur sehr langsam vor sich gehen wird oder vielleicht wieder ganz ins Stocken gerät. Die Chancen eines ähnlich raschen Konjunkturanstieges wie etwa nach dem Konjunkturrückschlag im Jahre 1926 scheinen gegenwärtig viel geringer. Außerdem wird die Entwicklung in den einzelnen Ländern wesentlich uneinheitlicher, was auch vielfach in den Ziffern schon deutlich zum Ausdruck kommt. Ein Vergleich der Konstellation der drei Märkte zwischen Österreich und den Vereinigten Staaten zeigt ferner, daß die konjunkturelle Belebung seit dem Tiefpunkt in Österreich bereits weiter fortgeschritten ist. Das kommt insbesondere in der stärkeren Steigerung der Kurve des Warenmarktes und besonders des Effektenmarktes bis in die jüngste Zeit zum Ausdruck. Für die Vereinigten Staaten dagegen brachte das Jahr 1934 sogar wieder eine deutlich ausgeprägte Verschlechterung der Lage, die sich sowohl im Rückgang der Kurve des Effektenmarktes als auch im Rückgang des allgemeinen Geschäftsganges ausdrückt.

DIE INTERNATIONALE WIRTSCHAFTSLAGE

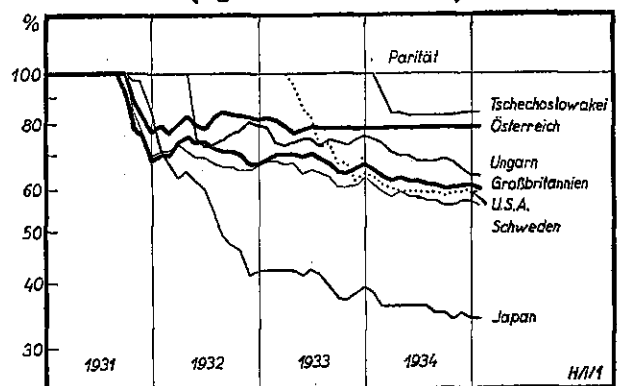
Die Weltwirtschaft hat in den letzten 5 Jahren vorwiegend darunter gelitten, daß ihre Entwicklung durch die verschiedenartigsten Eingriffe wirtschaftspolitischer Natur in empfindlicher Weise gestört wurde. Auch das Jahr 1934 bildet hievon keine Ausnahme. Fast alle Länder widmeten sich dem Aufbau der nationalen Volkswirtschaften, meist unter Anwendung von Wirtschaftsmethoden, die schon lange als überwunden galten. Die Erhöhung der Zollmauern und die Einführung einer Unzahl neuer Handelshemmnisse hat denn auch bewirkt, daß die Erholung, die nach mehrjähriger Wirtschaftsschrumpfung gegen Ende des Jahres 1933 einsetzte, im Jahre 1934 nur langsame Fortschritte machen konnte. Zwar zeigte die Weltproduktion fast durchwegs steigende Tendenz, doch ist dieser Umstand in erster Linie auf die Belebung der Binnenmärkte zurückzuführen. Die Besserung der Preise verschiedener Warengattungen, die insbesondere die Lage der überseeischen Agrarländer in günstigem Sinne beeinflusste und die Abnahme der internationalen Vorräte auf den Weltrohstoffmärkten vermochten daher noch nicht das Welthandelsvolumen in nennenswerter Weise zu vergrößern. Die rückläufige Bewegung des

Welthandels ist jedoch zum Stillstand gelangt und Ansätze einer Besserung sind unverkennbar.

Ganz allgemein zeigt sich, daß von der Produktionsbelebung die Produktionsmittelindustrie in erheblich stärkerem Ausmaße erfaßt wurde als die Konsumgüterindustrie. Es muß jedoch beachtet werden, daß diese Entwicklung zum Teil auch durch die Impulse begünstigt wurde, welche die Eisen- und Stahlindustrie von seiten der Rüstungen erhielt. Die Entlastung des Arbeitsmarktes hat aber vielfach dem Aufschwung nicht völlig entsprochen, was darauf zurückzuführen sein dürfte, daß infolge der geringen Kapazitätsausnutzung der einzelnen Betriebe die Mehrproduktion noch durch eine verhältnismäßig geringe Neueinstellung von Arbeitern bewältigt werden konnte. Falls jedoch der Fortgang der jetzigen Entwicklung nicht durch unvorhergesehene Ereignisse unterbrochen wird, ist mit einer merklichen Abnahme der Arbeitslosen sicherlich zu rechnen. Denn trotz der unzähligen Eingriffe in den Wirtschaftsablauf und in die zwischenstaatliche Verkehrsfreiheit hat die Besserung der Wirtschaftslage in den einzelnen Staaten immer größere Kreise erfaßt und es ist mit Sicherheit anzunehmen, daß eine Regelung der internationalen Währungsverhältnisse einen bedeutenden Wirtschaftsaufschwung zur Folge hätte.

Auf dem Gebiete der *Währungen* ist jedoch für das vergangene Jahr kein wesentlicher Fortschritt zu verzeichnen. Wenn auch grundlegende Änderungen wie z. B. im Jahre 1933 die Preisgabe des Goldstandards durch die Vereinigten Staaten unterblieben sind, so war doch das Ausmaß der Währungswertungen (siehe Abb. H/I/1) recht beachtlich. Die Werteinbuße betrug beim Pfundsterling und den auf diesem basierten Währungen durchschnittlich 10%, beim Yen 15% und beim Pengö 12%. Eine Entwertung in ähnlichem Ausmaß erfuhren auch die finnische Mark, die estni-

Währungsentwertungen
(logarithmischer Maßstab)



sche Krone und das ägyptische Pfund. Die Schwankungen des Dollarkurses waren infolge der Stabilisierung auf verhältnismäßig niedriger Parität und des dadurch hervorgerufenen Goldzustromes in die Vereinigten Staaten relativ unbedeutend. Neu ist in die Reihe der Devaluationsstaaten die Tschechoslowakei eingetreten, die am 17. Februar 1934 den Goldgehalt ihrer Währung um 16 $\frac{2}{3}$ % herabsetzte. Der Kurs der Währung ist jedoch (siehe Abb. H/I/1) auf dieser Parität gehalten worden. Die Lage der deutschen Reichsmark ist nicht völlig durchsichtig. Das Bestehen verschiedener Kurse, wie z. B. für Sperrmark, Registermark usw. zeigt jedoch, daß der offizielle Kurs den tatsächlichen Verhältnissen nicht mehr entspricht.

Die andauernde Schwäche des Pfundes und die Ungewißheit über die Zukunft des Dollars bildeten einen steten Unsicherheitsfaktor. Außerdem kommt noch hinzu, daß sich dadurch die währungspolitische Lage der Goldblockländer immer mehr zuspitzt, weil eine weitere Verschärfung des Deflationsdruckes große Schwierigkeiten zu überwinden hätte. Diese Undurchsichtigkeit der Währungsverhältnisse hat sich nicht nur auf den Wirtschaftsaufschwung ungünstig ausgewirkt, sondern sie hat auch den jeweiligen Verhältnissen entsprechend zu Kapitalverschiebungen geführt, die ihrerseits wieder zu Kursschwankungen Anlaß gaben. So ergibt sich z. B. für England im Jahre 1934 ein Goldeinfuhrüberschuß von 133,474.000 Pfund Sterling, während sich der Goldbestand der Bank von England in der gleichen Zeit nur von 190·9 auf 192·3, also um 1·4 Millionen Pfund erhöhte. In diesem Zeitraum mußte auch der Währungsausgleichsfonds, der die Aufgabe hat, die aus spekulativen Momenten herrührenden Schwankungen des Pfundkurses auszuschalten, Gold abgeben. Da außerdem die größten Importüberschüsse in die erste Hälfte des Jahres fielen, also der Dollarstabilisierung unmittelbar folgten, ist als ziemlich sicher anzunehmen, daß sie auf die Umwandlung ausländischer Pfundguthaben in Gold zurückzuführen sind, die ihrerseits zum großen Teil die Pfundschwäche des Jahres 1934 verursachten.

Im allgemeinen scheinen sich hingegen die Goldhortungen, die im Jahre 1933 in großem Ausmaße beobachtet werden konnten, im abgelaufenen Jahre in ihr Gegenteil verwandelt zu haben. Im Jahre 1933 betrug die Weltgoldproduktion 515·6 Millionen Golddollar, die Zunahme der monetären Goldbestände hingegen nur 90·8 Millionen Golddollar. Die Weltgoldproduktion beträgt für das Jahr

1934 ungefähr 540 Millionen Golddollar, während die Zunahme der monetären Goldbestände mit 929·5 Millionen Golddollar errechnet wurde. Die Differenz ist also zweifellos auf Enthortungen zurückzuführen, die insbesondere auch die ungeheuerer Zunahme des Goldbestandes der Vereinigten Staaten von 852·3 Millionen Golddollar erklären würden. Eine zuversichtlichere Beurteilung der Wirtschaftsentwicklung ist also unverkennbar, wenn auch das Vertrauen noch keinen allzu breiten Boden gewinnen konnte. Das fluktuierende kurzfristige Kapital spielt noch immer eine bedeutende Rolle und stellt einen nicht unerheblichen Unsicherheitsfaktor dar.

Die durch die unsicheren Währungsverhältnisse hervorgerufenen Kapitalwanderungen sind nämlich dadurch charakterisiert, daß sie nicht dorthin erfolgen, wo der Zinsfuß am höchsten ist, sondern dorthin, wo das Risiko des Kapitalverlustes am geringsten ist. Solche Kapitalanlagen können daher nur kurzfristig sein, damit sie bei einer Änderung der Verhältnisse sofort abberufen werden können. Das hat wieder zur Folge, daß die Banken zwecks Wahrung ihrer Liquidität diese Kapitalien nur in sehr begrenztem Ausmaße anlegen dürfen, um einem Abruf jederzeit entsprechen zu können.

Auch die Veränderungen der monetären Goldbestände bewirkten nicht eine entsprechende Veränderung der Geldmenge, sondern nur eine Besserung des Deckungsverhältnisses. Hätte auf der größeren Goldbasis eine Vermehrung der Umlaufmittel stattgefunden, dann hätte sich das Preisniveau in dem betreffenden Lande erhöht und zu einem Abfluß an Gold Anlaß gegeben. Es hätte auf diese Weise zu einer entsprechenden Verteilung der Goldbestände kommen müssen. Nur unter dieser Bedingung ist es nämlich möglich, daß der sinnvolle Ausgleichsmechanismus der Goldwährung richtig funktioniert. Die Goldbewegungen waren aber vorzugsweise durch außerwirtschaftliche Motive bestimmt, so daß die Goldzuflüsse zur Stärkung der Reserven verwendet werden mußten, um unerwarteten Abziehungen ohne Erschütterungen des Währungssystems begegnen zu können. Man ersieht daraus wie empfindlich der Wirtschaftsmechanismus gegen Vertrauensstörungen ist und wie eng die einzelnen Vorgänge miteinander zusammenhängen.

Frankreich hat z. B. für das Jahr 1934 eine Zunahme seiner monetären Goldbestände um zirka 40 Millionen Goldpfund zu verzeichnen, während seine Großhandelspreise sinken, die Deflation also noch weitere Fortschritte macht. Andererseits sind Goldabflüsse, wie z. B. in Italien nicht sofort mit

Internationale Wirtschaftszahlen:

Produktionsindizes, Produktion von Roheisen, Rohstahl, Steinkohle, Braunkohle, Petroleum; Textil-, Automobilindustrie, Weltproduktion, sichtbare Weltvorräte

Main table with columns for Zeit, Produktionsindizes (1928=100), Roheisen in 1000 t, Rohstahl in 1000 t, and Steinkohle in 1000 t. Rows include years 1928-1934 and months I-XII.

* Provisorische Ziffer.

Table with columns for Zeit, Braunkohle in 1000t, Petroleum in 1000t, Textilindustrie (1928=100), Automobilindustrie 1928=100, Weltproduktion in Millionen t, and Sichtbare Weltvorräte in 1000t. Rows include years 1928-1934 and months I-XII.

* Provisorische Ziffer.

z. B. Tagesgeld in Amsterdam auf 0-50 % gegen 0-81 % im Jahre 1933, in New York auf 1 % gegen 1-16 im Jahre 1933. In Zürich zeigt der Satz für Tagesgeld mit 1 % im abgelaufenen Jahre keine Änderung. Der Privatdiskont beträgt in Amster-

dam im Jahre 1934 0-77 % gegen 1-02 % im Jahre 1933, in New York 0-29 % gegen 0-62 % und in Zürich unverändert 1-5 %. Die große Geldflüssigkeit in New York ist allerdings nicht in den oben angedeuteten Ursachen begründet, sondern hängt

Internationale Wirtschaftszahlen:

Einfuhr, Ausfuhr und Bilanz in Millionen der Landeswährung. Weltaußenhandel

Zeit	Argentinien			Dänemark			Deutsches Reich			Frankreich			Großbritannien			Italien			Jugoslawien			Österreich			Polen			
	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B	
1928	70	88	+18	137	129	-8	1167	1025	-142	4454	4279	-175	100	60	-40	1859	1250	-610	653	537	-116	270	184	-86	280	209	-71	
1929	72	79	+7	143	135	-8	1121	1124	+3	4852	4178	-674	102	61	-41	1805	1270	-536	633	600	+27	272	182	-90	259	234	-25	
1930	62	51	-11	138	127	-11	866	1003	+137	4362	3569	-793	87	48	-40	1444	1010	-434	580	565	-15	225	154	-71	187	203	+16	
1931	43	53	+10	117	105	-12	561	800	+239	3517	2535	-982	72	32	-40	970	836	-133	400	400	0	180	108	-72	122	157	+35	
1932	31	47	+16	93	91	-2	389	478	+89	2485	1641	-844	59	30	-28	688	568	-121	238	255	+17	116	63	-53	72	90	+18	
1933	33	41	+8	102	97	-5	350	406	+56	2369	1536	-833	57	31	-26	618	498	-120	240	282	+42	96	64	-31	69	80	-11	
1934	92	120	+28	108	98	-10	371	347	-24	1922	1485	-437	61	33	-28	639	436	-203	298	323	+25	96	72	-24	67	81	+14	
1934 I.	83	153	+70	96	82	-14	381	350	-31	2303	1513	-790	65	32	-33	643	405	-238	260	233	-27	92	57	-35	65	81	+16	
II.	76	128	+52	94	84	-10	378	343	-35	2053	1512	-551	57	30	-27	688	410	-278	233	270	+37	85	61	-24	56	69	+13	
III.	87	117	+30	97	91	-6	393	401	+8	2291	1489	-802	62	33	-29	676	457	-219	325	333	+8	101	79	-22	73	88	+15	
IV.	93	107	+13	91	94	+3	394	316	-78	2035	1470	-565	56	30	-26	640	407	-233	283	263	-20	96	72	-24	66	76	+10	
V.	79	107	+27	111	99	-12	380	337	-43	1959	1365	-594	62	33	-29	621	436	-185	328	252	-76	99	67	-32	66	78	+12	
VI.	88	107	+20	93	95	+2	377	339	-38	1964	1451	-513	61	32	-29	813	541	-272	322	239	-83	94	72	-22	68	81	+13	
VII.	93	117	+24	102	94	-8	363	321	-42	1714	1351	-363	58	33	-25	487	369	-118	264	293	+29	85	66	-19	69	82	+13	
VIII.	102	147	+45	111	98	-13	343	334	-9	1672	1391	-281	60	32	-28	517	411	-106	288	367	+79	85	71	-14	66	75	+9	
IX.	101	119	+18	132	112	-20	352	350	-2	1653	1518	-135	58	34	-24	564	385	-179	311	367	+56	96	79	-17	63	84	+21	
X.	104	112	+8	126	99	-27	350	366	+16	1795	1565	-230	69	37	-32	624	448	-176	349	426	+77	107	80	-27	71	91	+20	
XI.	110	105	-5	118	103	-15	346	356	+10	1793	1619	-174	65	36	-29	633	429	-204	298	375	+77	108	78	-30	68	88	+20	
XII.	94	120	+26	120	113	-7	399	354	-45	1820	1579	-241	63	34	-29	762	530	-232	312	461	+149	110	78	-32	66	82	+16	
1935 I.	98	161	+63	109	89	-20	404	299	-105	1944	1450	-494	62	35	-27	621	379	-242	263	268	+5	93	59	-34	62	78	+16	
II.																												

Zeit	Schweden			Schweiz			Tschechoslowakei			Ungarn			Ver. Staaten			Welt-handels-volumen 1929=100	
	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B	E	A	B		
1928	142	131	-11	227	178	-49	1598	1766	+168	101	69	-32	340	419	+79	—	
1929	149	151	+2	228	175	-53	1662	1707	+45	89	87	-2	362	430	+68	100	
1930	139	129	-10	214	147	-67	1307	1455	+148	69	76	+7	260	315	+55	81	
1931	119	94	-25	188	112	-75	977	1092	+115	45	48	+3	174	198	+24	58	
1932	96	79	-17	147	67	-80	622	611	-11	27	28	+1	110	131	+21	39	
1933	91	90	-1	133	71	-62	483	487	+4	26	33	+7	119	137	+19	35	
1934	108	108	0	120	70	-50	530	603	+73	29	34	+5	137	175	+38	34*	
1934 I.	98	89	-9	112	57	-55	373	395	+22	24	29	+5	129	170	+41	34*	
II.	90	66	-24	113	66	-47	504	447	-57	23	29	+6	125	160	+35	32*	
III.	100	83	-17	128	77	-51	568	631	+63	30	39	+9	153	187	+34	36*	
IV.	109	92	-17	120	70	-50	575	551	-24	31	31	0	141	176	+35	33*	
V.	110	112	+2	119	69	-50	520	539	+19	29	27	-2	147	157	+10	34*	
VI.	103	125	+22	121	67	-54	492	580	+88	32	30	-2	135	168	+33	34*	
VII.	99	109	+10	115	62	-53	566	615	+49	29	29	0	124	159	+35	32*	
VIII.	113	116	+3	114	66	-48	488	595	+107	29	33	+4	117	170	+53	33*	
IX.	110	126	+16	114	76	-38	497	752	+255	28	36	+8	150	189	+39	33*	
X.	129	115	-14	125	75	-50	585	723	+138	34	38	+4	138	204	+66	36*	
XI.	128	121	-7	118	80	-38	595	693	+98	35	43	+8	149	192	+43	35*	
XII.	110	139	+29	136	80	-56	603	757	+154	31	47	+16	126	168	+42	35*	
1935 I.	109	83	-26	94	61	-33	414	474	+60	27	30	+3	167*	176*	+9	33*	
II.																	

Ø = Durchschnitt. — *) Provis. Ziffer.
 E = Einfuhr, A = Ausfuhr, B = Bilanz.
 (Einfuhrüberschuß —, Ausfuhrüberschuß +).

1 Ab Jänner 1934 Papierpesos.
 Quellen: Notenbankberichte, Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Berlin. Statistique Générale de la France, Paris. Bankers Magazine, London. London and Cambridge Economic Service. De Nederlandsche Conjunctur, herausgegeben von Centraal Bureau voor de Statistiek. Bollettino Mensile de Statistica, Roma. Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung. Berichte des Instytutu Badania Konjunktury Gospodarczych i Cen, Warschau. Sozjalna Meddelanden, Stockholm. Bulletin Mensuel de Statistique, Genf. Magyar Statistikai Szemle, Budapest. Berichte der Standard Statistics Co., New York. Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques, Liégeois.
 Die Umrechnung in Gold erfolgte für Großbritannien und Österreich über den Goldpreis, bei den übrigen Ländern über den Wechselkurs in Zürich.

mit der Finanzpolitik Roosevelts zusammen, wie dies in diesen Berichten (Heft 12, Jahrgang 1934, Seite 231 f.) schon ausführlich dargestellt wurde.

In jenen Ländern, die an der Wiederbelebung der Wirtschaft größeren Anteil hatten und in denen daher die Nachfrage nach Krediten einen größeren Umfang annahm, ist die weitere Verflüssigung der Geldmärkte bereits zum Stillstand gekommen. Das geht am besten aus der Bewegung der Geldsätze hervor. In London sind die Sätze für Privatdiskont und für tägliches Geld von 0-66 im Jahre 1933 auf 0-81 im abgelaufenen Jahre gestiegen, während sich in den anderen Ländern des Sterlingblockes und in Japan der Geldmarkt schon ziemlich stabilisiert hat. Im allgemeinen zeigt sich jedoch, daß die Überleitung der flüssigen Mittel vom Geldmarkt auf den Kapitalmarkt noch keinen

allzu großen Umfang angenommen hat, was in dem mangelnden Vertrauen in die zukünftige Entwicklung begründet ist.

Trotzdem ist die Entspannung, die im Jahre 1934 auf den internationalen Kapitalmärkten Platz gegriffen hat, unverkennbar. Die Zinsraten für langfristigen Kredit, die im Jahre 1933 noch steigende Tendenz aufwiesen, sind im abgelaufenen Jahre langsam zurückgegangen. Als Maßstab dient hier am besten die Höhe der Rendite von Aktien und festverzinslichen Werten. Diese ist insbesondere bei letzteren infolge der starken Erholung der Rentenkurse merklich zurückgegangen. Die stetige Senkung der Anleiherenditen hat im Verein mit der Flüssigkeit des Geldmarktes zu zahlreichen Konversionen Anlaß gegeben. Vor allem Holland, die Vereinigten Staaten, Österreich und

Australien konnten große Umwandlungen von Staatsanleihen durchführen. Die Kursbesserung der festverzinslichen Werte blieb in den Goldblockländern mit Ausnahme Polens meist auf öffentliche Anleihen beschränkt, während in den Staaten mit entwerteter Valuta auch Industrieobligationen von ihr erfaßt wurden. Die Aktienumsätze haben hingegen in den meisten Ländern den bisherigen Tiefstand kaum überschritten. Teilweise sind sie sogar im letzten Jahre, insbesondere in jenen Goldblockländern, in denen die Anpassung noch nicht genügend weit fortgeschritten ist, noch weiter zurückgegangen. Hier kommt das mangelnde Vertrauen der Anlegerkreise, das für langfristige Kapitalbindung ausschlaggebend ist, sehr deutlich zum Ausdruck.

Auf Abb. H/I/6 ist die prozentuelle Zu-, bzw. Abnahme der Aktienkurse dargestellt. Man erkennt deutlich, daß in den Ländern mit entwerteter Valuta, durch die auf diese Weise erreichte Produktionsbelegung, die Aktienkurse beachtenswerte Besserungen aufweisen und daß die Erholung der Aktienkurse dort eine bedeutend größere ist als jene der Rentenkurse. Die Rentenkurse haben sich aber allgemein gebessert, und zwar auch dort, wo die Aktienkurse große Einbußen zu verzeichnen haben, wie z. B. in Frankreich. Dort sind die Aktienkurse um 16% gefallen, jene der festverzinslichen Werte hingegen um 1% gestiegen. In Großbritannien sind die Aktienkurse um 21%, jene der festverzinslichen Papiere um 7% gestiegen. Für Italien betragen die entsprechenden Zahlen 16% und 3%, für die Schweiz — 2% und — 2%, für die Vereinigten Staaten 14% und 9% und für Österreich 10% und 9%. Dieser Kursentwicklung entsprechend hat sich die Rendite von festverzinslichen Papieren langsam verkleinert, wie oben bereits angedeutet wurde. Der Rückgang der

Rendite beträgt z. B. für Frankreich 2%, für Großbritannien 6% und für Österreich 5%. Die Schweiz zeigt der Kursentwicklung entsprechend eine Steigerung der Rendite um 5%.

In nachstehender Tabelle sind außerdem die Aktienemissionen neuer und die Kapitalerhöhungen bestehender Aktiengesellschaften von einigen wichtigen Ländern dargestellt. Dadurch erhält man

Kapitalemissionen
(1928 = 100)

	Belgien	Frankreich	Großbrit.	Italien	Holland	Norwegen	Schweden	Schweiz	U. S. A.
1928	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1929	115	144	70	135	87	59	74	197	126
1930	35	208	65	114	83	324	68	163	87
1931	25	155	25	80	50	396	90	150	38
1932	9	58	31	68	67	42	35	100	15
1933	9	34	37	62	73	14	26	47	9
1934	5*	40*	41*	71*	70*	30*	33*	108*	17*

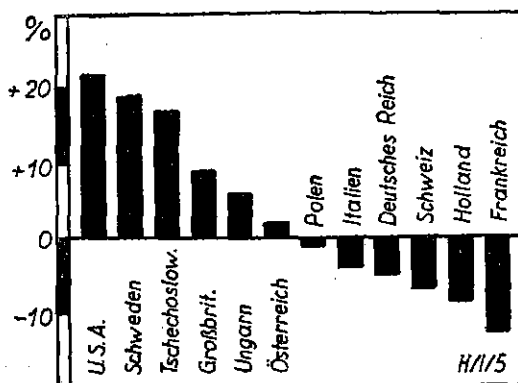
* Provis. Ziffer

Quelle: Bulletin Mensuel de Statistique, Genf.

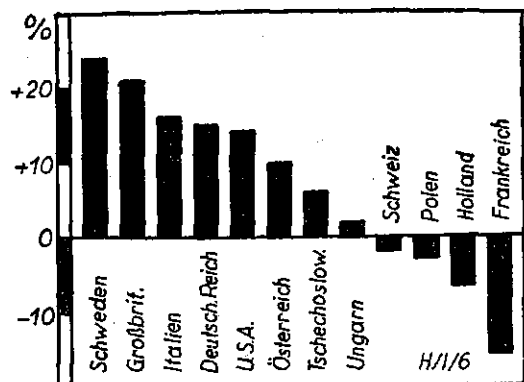
einen guten Überblick über die Kapitalmarktentwicklung der letzten 5 Jahre, wenn auch die Genauigkeit keine absolute ist. In dieser Aufstellung ist nämlich die Beschaffung von Industriekapital vernachlässigt, die durch private Quellen und durch Gewinnrücklagen erfolgt, doch dürfte diese Vernachlässigung die Tendenz nicht wesentlich beeinflussen.

Eine Betrachtung dieser Tabelle (siehe auch Abb. H/I/4) zeigt, daß die Tiefpunkte schon vielfach überschritten wurden, doch war der Fortschritt selbst in Großbritannien, für das im Jahre 1934 eine ansehnliche Wirtschaftsbelegung festgestellt werden kann, nicht sehr bemerkenswert. Bei Beurteilung dieser Ziffern müssen allerdings auch die besonderen Bedingungen einiger Märkte berücksichtigt werden, wie z. B. in den Vereinigten Staaten gesetzgeberische Maßnahmen, die den Kapitalverkehr unterbanden (Securities Act Juni 1933; Johnson Act April 1934) und auf diese

Perzentuelle Zu- (+), bzw. Abnahme (-) des Außenhandelsvolumens im Jahre 1934 gegenüber 1933



Perzentuelle Steigerung (+), bzw. Senkung (-) der Aktienkurse im Jahre 1934 gegenüber 1933



Weise Neuinvestitionen sehr erschweren. In England wieder wurden auf Wunsch des Schatzkanzlers Inlands- und Auslandsemissionen stark eingeschränkt, um den Kapitalmarkt für die Konversion der 5%igen Kriegsanleihe reif zu machen. Das Verbot für Inlandsemissionen ist allerdings seit Beginn des Jahres 1933 nahezu vollkommen aufgehoben, jenes für Auslandsemissionen wurde mit weitgehenden Einschränkungen versehen. Auch in den Vereinigten Staaten wurden mittlerweile große Erleichterungen getroffen.

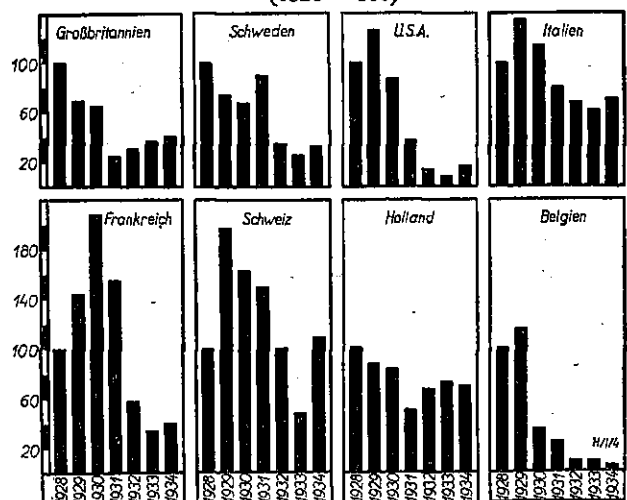
Mit Rücksicht auf die äußerst niedrige Rendite, die mündelsichere Papiere überall bereits erreicht haben, ist daher zu hoffen, daß sich das Kapital wieder in riskantere Anlagen mit höheren Erträgen wagen wird. Angesichts der großen Änderungen in der internationalen Geld- und Handelspolitik ist es jedoch schwer die Bedeutung der Ereignisse auf den Kapitalmärkten richtig einzuschätzen. Die Entwicklung der Emissionen und die Vorgänge auf den Börsen deuten jedoch darauf hin, daß das Vertrauen langsam zurückkehrt. Solange aber das Handelsvolumen auf ein Drittel des Jahres 1929 beschränkt bleibt und die Arbeitslosigkeit noch immer einen ungewöhnlich hohen Grad erreicht, kann ohne Abbau der zwischenstaatlichen Verkehrshindernisse an eine durchgreifendere Verbreitung der Belebungserscheinungen wohl kaum gedacht werden.

Die Bewegung in den für die Beurteilung des Konjunkturverlaufes charakteristischen *Preisreihen* zeigt die Besserung der Wirtschaftslage im Jahre 1934 sehr deutlich. Die Indizes der reagiblen Warenpreise (Jahresdurchschnitt in Gold errechnet) zeigen im abgelaufenen Jahre neuerdings steigende Tendenz. (Tab. Seite 69.) In den Vereinigten Staaten ist die Preisbewegung mit Rücksicht auf die dortige Wirtschaftspolitik sehr schwankend, doch zeigen die reagiblen Warenpreise, deren Jahresdurchschnitt unter jenem des Jahres 1933 liegt, seit Beginn des abgelaufenen Jahres wieder steigende Tendenz. Die Entwicklung der Jahresdurchschnitte der Großhandelspreise und der in Gold gerechneten Lebenshaltungskosten ist etwas uneinheitlicher und läßt keine eindeutigen Rückschlüsse auf die Wirtschaftsentwicklung zu. So sind z. B. in England und Schweden die Großhandelspreise gefallen, während sie z. B. in Holland gestiegen sind (siehe Tab. Seite 69). Dieselbe Erscheinung ist auch hinsichtlich der Lebenskosten zu beobachten, obwohl man auf Grund der in diesen Ländern grundsätzlich verschiedenen Wirtschaftspolitik eher das Gegenteil hätte erwarten müssen.

Die Entwicklung dieser drei Preisreihen gibt jedoch ein klares Bild der Konjunkturentwicklung. Zwar ist die Zusammensetzung insbesondere des Index der reagiblen Warenpreise nicht in allen Ländern die gleiche, doch sind in ihm vorwiegend solche Waren enthalten, die entweder zur Erzeugung von Produktionsmitteln erforderlich sind oder aber bei deren Produktionsvorgang als Abfall entstehen, wie z. B. Maschinengußbruch, Altmessing usw. Jedenfalls läßt die Bewegung des Index der reagiblen Warenpreise auf die Erzeugung von Produktionsmitteln wichtige Rückschlüsse zu. Aus der oben dargestellten Bewegung der drei Preisreihen geht demnach hervor, daß durch das Sinken der Großhandelspreise und der Lebenskosten und durch das Steigen der reagiblen Warenpreise eine Preisverschiebung zugunsten der Produktionsgüter eingetreten ist. Das stimmt deutlich mit der Tatsache überein, daß die Produktionsbelegung vorwiegend die Produktionsgütersphäre erfaßt hat, während die Erzeugung von Verbrauchsgütern vielfach noch rückgängig ist oder zumindest auf einem verhältnismäßig tiefen Stand stagniert.

Auf den internationalen *Rohstoffmärkten* hat sich die festere Stimmung im verflossenen Jahr noch stärker ausgeprägt als im Jahre 1933, in welchem der Kursrückgang des Dollars in erster Linie die Aufwärtsbewegung der Preise verursachte. Die darauf einsetzende Reaktion war aber derart, daß der Preisdurchschnitt für das Jahr 1933 keine wesentlichen Änderungen aufweist. Im abgelaufenen Jahr war jedoch die Preisbefestigung von einer Abnahme der Vorräte begleitet, wodurch die Voraussetzung für eine anhaltendere Besserung gegeben erscheint. Die Abnahme der Vorräte der Bodenfrüchte war vorwiegend durch zwei Umstände

Kapitalemissionen einiger Länder
(1928 = 100)



bedingt. Einmal durch die großen Einschränkungen der Anbauflächen in den Vereinigten Staaten und außerdem durch die Trockenheit, die das Ergebnis der Ernten in ausschlaggebendem Maße beeinflusste. Durch das Zusammenwirken beider Umstände ergab sich eine beachtliche Besserung der statistischen Lage, was insbesondere bei Baumwolle, bei welcher der Ernteausschlag am größten war, sehr deutlich zum Ausdruck kommt. (Siehe Abb. H/I/3.) Daß die Getreidepreise trotz der schlechten Ernte in den Vereinigten Staaten nicht wesentlich verändert sind, ist auf die Getreidepolitik Argentiniens zurückzuführen, das im Augenblick der Preisbesserung seine Vorräte auf den Markt brachte. Auf dem Zuckermarkte konnten sich leichte Preisbesserungen durchsetzen, die in erster Linie eine Folge der besseren statistischen Lage darstellen. Das Abkommen zwischen Kuba und den Vereinigten Staaten, in welchem die Zoll- und Absatzverhältnisse zwischen diesen beiden Ländern geregelt wurden, hat jedoch wesentlich dazu beigetragen, die Lage auf

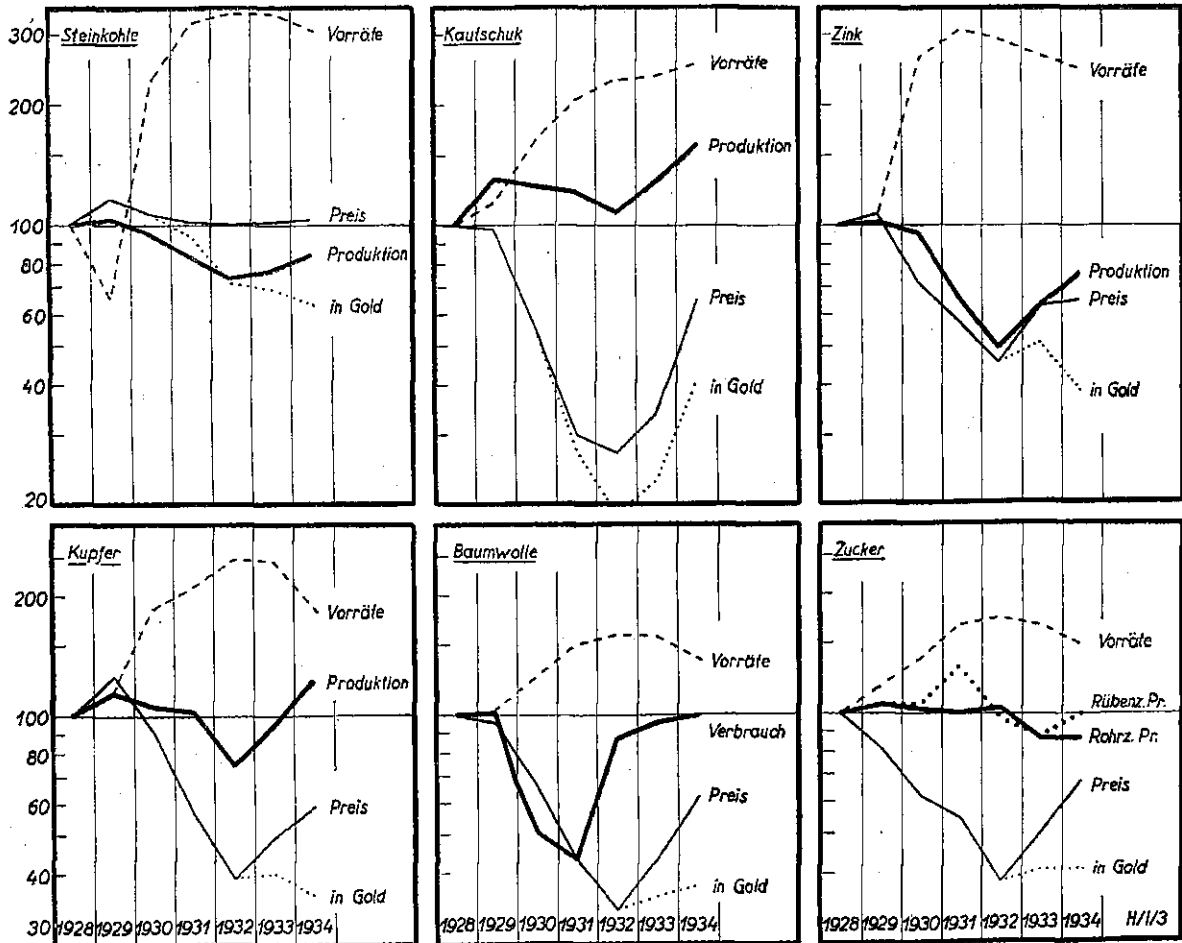
dem Zuckermarkte zu klären und die steigende Preistendenz zu unterstützen.

Auf den internationalen Metallmärkten zeigt sich zwar allgemein eine Abnahme der Vorräte, doch war diese noch nicht genügend groß um nachhaltige Preisbesserungen hervorzurufen. Die in Gold gerechneten Preise zeigen zwar im ersten Halbjahr eine leichte Besserung, doch bewirkte das hierauf einsetzende verstärkte Angebot wieder eine erhebliche Abschwächung. Insbesondere die Preise von Zink und Kupfer liegen unter dem Niveau des Jahres 1933. Hier sind jedoch besondere Gründe maßgebend; bei Zink die stark gestiegene Produktion und bei Kupfer der Preiskampf der Kupferproduzenten, der durch eine Konferenz der Interessenten beseitigt werden soll.

Eine Betrachtung der internationalen Warenmärkte zeigt jedoch, daß im Gegensatz zum Jahr 1933 eine beachtenswerte Abnahme der Vorräte festzustellen ist. Wenn auch eine durchgreifende Erholung für das Jahr 1934 noch nicht zu be-

Produktion, Preis und Vorräte einiger Rohstoffe

(1928 = 100; logarithmischer Maßstab)



merken ist, so hat doch die allgemeine Produktionsbelegung jene Voraussetzungen geschaffen, die für eine nachhaltige Besserung auf den internationalen Rohstoffmärkten notwendig sind.

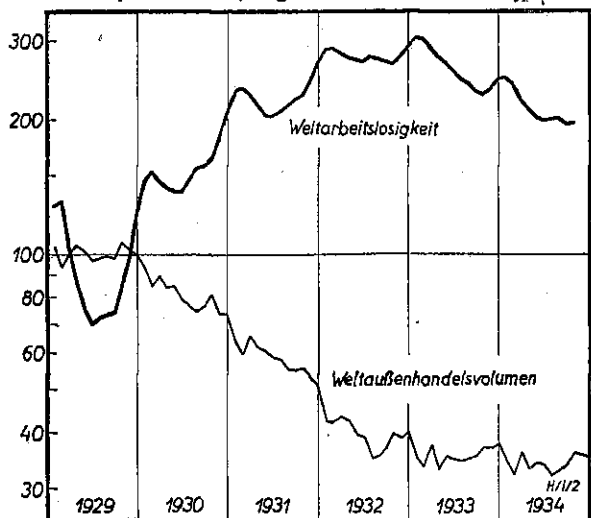
Von der *Produktionsbelegung* wurden in erster Linie die Produktionsmittelindustrien erfaßt, und zwar in den meisten Staaten. Eine rückgängige oder stagnierende Produktion kann nur in jenen Goldblockländern festgestellt werden in welchen der Anpassungsprozeß noch nicht genügend weit vorgeschritten ist, wie z. B. in Frankreich, Belgien oder in der Schweiz. Sonst zeigt die Produktion allgemein steigende Tendenz. Der Produktionsindex ist in der Zeit von 1933 bis 1934 in Großbritannien von 89 auf 99, in Österreich von 67 auf 72, in Deutschland von 69 auf 87, in Polen von 55 auf 63, in Schweden von 87 auf 106 und in den Vereinigten Staaten von 64 auf 71 gestiegen. An dieser Produktionsbelegung ist die Eisen- und Stahlindustrie in hervorragender Weise beteiligt. Die Erzeugung von Roheisen hat sich z. B. in England um 45% und in Polen um 23% erhöht. In den anderen Staaten war die Steigerung nicht so groß, jedoch im Vergleich zu anderen Produktionen noch sehr erheblich. In den Vereinigten Staaten und im Deutschen Reich ist auch eine bedeutende Belegung der Autoindustrie zu bemerken. Der Index der Autoproduktion (1928 = 100) hat sich in den Vereinigten Staaten von 43 auf 63 und in Deutschland von 60 auf 96 erhöht. Die Belegung der Textilindustrie hat nicht überall in gleichem Ausmaße eingesetzt. Während die Produktion in den Vereinigten Staaten, Frankreich und Belgien noch rückgängig ist, können Großbritannien, Deutschland, Polen und Österreich bereits beachtenswerte Produktionssteigerungen verzeichnen. Die Produktionsbelegung hat nicht überall dieselben Produktionszweige erfaßt, sie hat sich jedoch noch nirgends in nennenswerter Weise auf die Verbrauchsgüter ausgedehnt.

Die Weltproduktion von Steinkohle ist in dem Zeitraum von 1933 bis 1934 von 79 auf 87 Millionen Tonnen, die Produktion von Braunkohle von 13 auf 14 Millionen Tonnen, die Produktion von Roheisen von 4 auf 5 Millionen Tonnen, die Produktion von Rohstahl von 5 auf 7 und die Produktion von Erdöl von 16 auf 17 Millionen Tonnen gestiegen. Die sichtbaren Vorräte haben in der gleichen Zeit abgenommen und zeigen auch weiterhin sinkende Tendenz. Mit einer Fortdauer dieser günstigen Entwicklung wird jedoch nur dann gerechnet werden können, wenn die Binnenkonjunktur, als deren Ergebnis die Erfolge des

Jahres 1934 zu betrachten sind, mit der Zeit auch zu einer Vergrößerung des Welthandelsvolumens führt. Solange die Produktionsbelegung eine Folge von Einfuhrverboten, Kontingenten oder Schutzzöllen darstellt, kann sie nur vorübergehenden Charakters sein, weil die dadurch bewirkte Schmälerung des Sozialproduktes letzten Endes doch wieder zu einer Produktionseinschränkung führen muß. Die nach der Einführung solcher Maßnahmen auftretende Produktionsbelegung darf nicht über die endgültigen Auswirkungen hinwegtäuschen. Nur auf breiterer Basis, also dann, wenn die Vorteile der internationalen Arbeitsteilung wenigstens einigermaßen gewahrt bleiben, wird der Aufschwung weitere Kreise der Wirtschaft erfassen und von längerer Dauer sein.

In dieser Hinsicht hat jedoch die Weltwirtschaft im Jahre 1934 keine merklichen Fortschritte aufzuweisen. Das *Welthandelsvolumen* hat sich im abgelaufenen Jahre beinahe nicht verändert. Es beträgt wie im Jahre 1933 nur ein Drittel seiner Größe des Jahres 1929. Auf Abb. H/1/2 ist die Bewegung des Weltaußenhandels jener der Weltarbeitslosigkeit gegenübergestellt. Der Weltaußenhandel ist bis 1933 ständig zurückgegangen und seither auf diesem tiefen Niveau ziemlich gleich geblieben. Gerade in diese Zeit fällt aber der Beginn der Produktionsbelegung, die fast zu gleicher Zeit in den meisten Ländern einsetzte. Man ersieht dies aus der ununterbrochenen Abnahme der Arbeitslosigkeit, als Folge des beginnenden Aufschwunges. Gleichzeitig erkennt man aber auch, daß die Belegung in erster Linie eine solche der Binnenmärkte war und nicht dazu beigetragen hat den zwischenstaatlichen Verkehr besonders zu

Weltarbeitslosigkeit und Weltaußenhandel
(1929 = 100; logarithmischer Maßstab)



fördern, denn sonst müßte wohl die Kurve des Weltaußenhandels steigende Tendenz aufweisen. Gegen Ende des Jahres 1934 ist hingegen eine geringfügige Besserung zu bemerken.

Der Hauptgrund dafür ist die Zunahme des Rohstoffbedarfes in jenen Ländern, in denen sich die Industrieproduktion erhöht hat. Die Besserung des Weltaußenhandels ist daher vorwiegend dem Rohstoffhandel zugute gekommen, wenn auch stellenweise schon eine leichte Erholung des Austausches von Fertigwaren festzustellen ist. Dem ist jedoch keine besondere Bedeutung beizumessen, da die Bemühungen um die Selbstversorgung mit Industrieartikeln in den meisten Ländern noch unvermindert andauern. Wo eine Belebung des Austausches von Industrieprodukten stattgefunden hat, ist sie, wie in der Produktion, in erster Linie auf Produktionsmittel zurückzuführen. Der Anteil der Verbrauchsgüter am Außenhandel ist eher noch zurückgegangen. So ist als Folge der in den meisten Staaten verfolgten Agrarpolitik, die meist einen unbedingten Schutz der Landwirtschaft bezweckt, der Lebensmittelhandel neuerlich zusammengeschrumpft oder zumindest nicht über das vorjährige Niveau gestiegen.

Was den Anteil der einzelnen Länder (siehe auch Abb. H/I/5) am Welthandel anbetrifft, so haben sich die Außenhandelsumsätze der Entwertungsländer relativ am günstigsten entwickelt. Die Vereinigten Staaten, Großbritannien und Japan konnten den Umfang ihres Außenhandels erheblich vergrößern. Zu dieser Besserung hat nicht nur die Erhöhung der Aus-

fuhr, sondern infolge des gesteigerten Rohstoffbedarfes der Industrie, auch die günstige Entwicklung der Einfuhr beigetragen. In den anderen Ländern, die ihre Währung abgewertet haben, ist eine ähnliche Entwicklung, wenn auch nicht so ausgeprägt, festzustellen.

Den Ländern des Goldblockes ist es hingegen gelungen ihren Außenhandel volumemäßig ungefähr stabil zu halten. Sie haben es durch mehr oder weniger starke deflationistische Maßnahmen erreicht, sich den internationalen Preisverhältnissen soweit anzupassen, daß eine Schrumpfung ihres Außenhandels vermieden wurde. Diese Tatsache ist für das Jahr 1934, in welchem die Währungen des Sterlingblockes eine beachtliche Kurseinbuße erlitten, als ein bemerkenswerter Erfolg der Deflationspolitik zu bezeichnen. Es darf jedoch nicht vergessen werden, daß eine konsequente Weiterführung der Deflationspolitik große innerpolitische Schwierigkeiten überwinden müßte, so daß die weitere Abwertung der Sterlingdevisen die Goldblockländer zumindestens vor sehr ernste Probleme stellt. Sollte es zu einer Abwertung der Goldwährungen kommen, so würde das natürlich nicht dazu beitragen die Undurchsichtigkeit der Währungslage zu klären. Zu den bereits bestehenden Hemmnissen der Wirtschaftsentwicklung, die zum Teil auf politischem, zum Teil auf wirtschaftlichem Gebiete liegen, würde ein neuer Unsicherheitsfaktor treten, der in seinen Auswirkungen auf die Fortentwicklung der erfreulichen Ansätze einer Wirtschaftsbelebung von ausschlaggebendem Einfluß sein könnte.

Anmerkungen zu den nachfolgenden Tabellen:

- * Saisonbereinigt. — Ø Durchschnitt. — *) Provisorische Ziffer. — 1) Stand Monatsmitte. — 2) Monatssummen. — 3) Stand Monatsende. — 4) Monatsdurchschnitt. — 5) Ab Mai 1934 Aufwertung des Goldbestandes und der Devisen. — 6) Ab Mai 1934 neue Parität: 100 S = 57·0726 Schw. Fr., vorher 100 S = 72·926 Schw. Fr. — 7) Ohne Bankaktien. — 7a) Korrigiert, soweit keine Kurse vorliegen, nach den Schätzungen der Wiener Börsekammer. — 8) Ab April 1934 Umrechnung zum Privatclearingkurs, bzw. für 100 S Gold = 125 S. — 9) Angaben des Reichsverbandes deutscher Sparkassen in Österreich. — Für die Jahre 1925—1931 Jahresdurchschnitte aus den Vierteljahrsziffern; für 1924 aus Halbjahresziffern. — 10) 1924—26 und Mai—Dezember 1928 Sätze für Wochengeld. — 11) Ab August 1928 Verminderung des Steuersatzes. — 12) Ab September 1928 Verminderung des Steuersatzes. — 13) 1928 nur Pfandbriefe der Hypothekenanstalt, sonst inklusive Aktienbanken. — 14) Neuberechnung. — 15) Ohne kapitalisierte Zinsen. — 16) Ohne Vorzeichen Ausfuhrüberschuß, — = Einfuhrüberschuß. — 17) Einschließlich der bisher bekanntgegebenen kapitalisierten Zinsen.

