

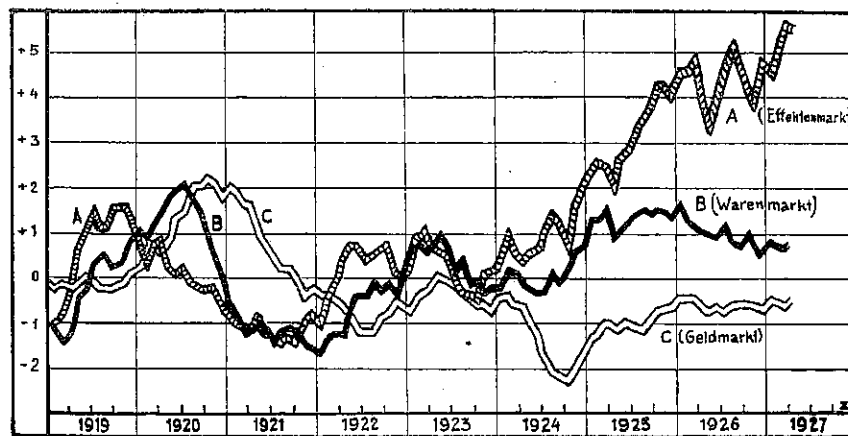
### 3. DIE KONJUNKTURENTWICKLUNG IM AUSLAND.

Die Lage auf den internationalen Warenmärkten ist in den letzten Jahren vor allem durch das andauernde Sinken der Preise bestimmt worden. Seit Beginn des Jahres 1925 hat sich das Niveau der Großhandelspreise in allen Ländern, in denen keine Inflation betrieben wurde, mit geringen Unterbrechungen andauernd gesenkt. Wie die gegenüberstehende Übersichtstafel zeigt, machen von den darin dargestellten Ländern nur Italien, Frankreich und Polen eine Ausnahme, in welchen Ländern die Inflation erst während dieser Zeit zum Stillstand gebracht wurde. Die starke Steigerung, die im Gegensatz zu den Indexziffern der anderen Länder

Der amerikanische Harvard Economic Service schreibt diesen Preisfall wohl mit Recht den Auswirkungen der Währungsstabilisierungen in Europa zu, die in den betreffenden Ländern Depressionen zur Folge hatten und so einen anhaltenden Druck auf die Preise bedingten.

In den *Vereinigten Staaten* ist die Konjunkturlage noch insofern eigenartig, als der lebhaft Konjunkturanstieg der letzten Jahre nicht nur bei fallenden Preisen, sondern gleichzeitig bisher auch durch viel längere Zeit als dies in den letzten Jahrzehnten je der Fall war, bei außerordentlich flüssigen Geldverhältnissen erfolgte. Die drei Kurven des Barometers der drei Märkte, die für die letzten neun Jahre hier wiedergegeben sind, weichen daher

Das Harvard Barometer für die Vereinigten Staaten 1919 - 1927



der österreichische Großhandelspreisindex seit Mitte 1926 zeigt, ist, wie aus dem Schaubild auf Seite 23 hervorgeht, fast ausschließlich dem Steigen der Preise der landwirtschaftlichen Produkte zuzuschreiben, während die Preise der Industriestoffe nach einer auch in anderen Ländern eingetretenen Erholung im zweiten Halbjahr 1926 in letzter Zeit wieder zu sinken begonnen haben.

Das andauernde Sinken der Preise ist um so bemerkenswerter, als es auch in Ländern, die in den letzten Jahren eine ausgesprochene Hochkonjunktur durchmachten, wie z. B. den Vereinigten Staaten, nicht minder stark zum Ausdruck kam.

seit 1925 auch stark von ihrem typischen Verhalten in früheren Konjunkturwellen ab\*). In den beiden Konjunkturwellen 1919—1921 und 1922—1924 zeigten die drei Kurven in ihrer Bewegung noch die regelmäßig in der Vorkriegszeit beobachtete Aufeinanderfolge.

\*) Die Zusammensetzung der drei Kurven, die das Harvard-Barometer für die Gegenwart verwendet, ist etwas anders als die früher angegebene des Vorkriegsbarometers. Kurve A enthält die Belastungen im Kontokorrentverkehr mit den New-Yorker Banken und die durchschnittlichen Aktienkurse, Kurve B die Belastungen im Kontokorrentverkehr bei Banken in 140 Städten außerhalb New-Yorks und die Großhandelspreise, Kurve C die durchschnittlichen Sätze für kurzfristige Kredite.

#### BEMERKUNGEN ZUR GEGENÜBERSTEHENDEN ÜBERSICHTSTAFEL:

Die dargestellten Indexziffern sind sämtlich im gleichen logarithmischen Maßstab aufgetragen, so daß gleiche Vertikaldistanzen stets den gleichen prozentuellen Zunahmen, bzw. Abnahmen entsprechen. Verwendet wurden: Für die Vereinigten Staaten die Indexziffer des Bureau of Labor Statistics, für England die Indexziffer des Board of Trade (ohne Nahrungsmittel), für die Niederlande die Indexziffer des Statistischen Zentralbüros, für Deutschland die neue Indexziffer des Statistischen Reichsamtes, für die Schweiz die Indexziffer Dr. Lorenz, für Österreich die Gesamtindexziffer des Bundesamtes für Statistik, für die Tschechoslowakei die Indexziffer des tschechoslowakischen Statistischen Staatsamtes, für Ungarn die Indexziffer des Statistischen Zentralamtes, für Italien die Indexziffer Professor Ottolenghis, für Polen die Indexziffer des Statistischen Hauptamtes (in Gold), für Frankreich die Indexziffer der Rohstoffe der Statistique Générale de France.

Während aber seit 1924 die Kurve des Effektenmarktes deutlich die steigende Konjunktur zeigt, scheint die Kurve B, die die allgemeine Geschäftstätigkeit anzeigen soll, aber im überwiegenden Maß von der Preisbewegung abhängig ist, ein Zurückgehen der Konjunktur anzuzeigen. Die Kurve C, die normalerweise anzusteigen beginnt, sobald der Aufschwung ein lebhafteres Tempo angenommen hat, ist seit dem Jahre 1925 entsprechend der tatsächlichen Lage des Geldmarktes auf annähernd dem gleichen niederen Niveau geblieben. Tatsächlich haben jedoch in den letzten zwei Jahren die Vereinigten Staaten einen außerordentlich lebhaften industriellen Aufschwung mit einer rapiden Zunahme der Produktion mitgemacht, der sich erst in den letzten Monaten verlangsamte. Im neuen Jahr ist freilich in manchen Industrien der Umfang der Produktion und der Auftragsbestände hinter dem der entsprechenden Zeit des Vorjahres zurückgeblieben. Besonders beachtet wird, daß der Auftragsbestand der United States Steel Corporations stark zurückgegangen ist. Die starke Zunahme der Anzahl der Konkurse in den letzten zehn Monaten, die jedoch mit einer gleichfalls starken Verminderung der durchschnittlichen Größe der zusammengebrochenen Firmen parallel geht, dürfte der infolge der fallenden Preise außerordentlich verschärften Konkurrenz zuzuschreiben sein.

Ende Mai hat die Effektenbörse neuerlich einen Aufschwung zu verzeichnen, während die Großhandelspreise weiter fielen und am Geldmarkt eine schwache, wohl mit dem Monatsende im Zusammenhang stehende Anspannung eintrat, die sich in einem Steigen der Zinssätze für kurzfristige Kredite äußerte. Eine dauernde Versteifung des Geldmarktes wird nicht erwartet. Der Harvard Economic Service glaubt ein Anhalten des gegenwärtigen hohen Beschäftigungsgrades der amerikanischen Industrie für so lange voraussagen zu können, als die außerordentlich günstige Position der Federal Reserve Banken ihnen ermöglicht, auch weiterhin den Geldmarkt flüssig zu erhalten. Von dem Abschluß des Prozesses der Währungsstabilisierung in Europa erhofft sich die genannte Stelle auch ein baldiges Aufhören des Druckes auf die Warenpreise, so daß in nicht zu ferner Zeit deren sinkende Bewegung zum Stillstand kommen sollte. Im ganzen wird für Amerika eine Fortdauer des gegenwärtigen günstigen Beschäftigungsstandes der Industrie für die Dauer dieses Jahres ohne stärkere Bewegungen nach unten oder oben erwartet, als die normalen Schwankungen während der Jahreszeiten bedingen.

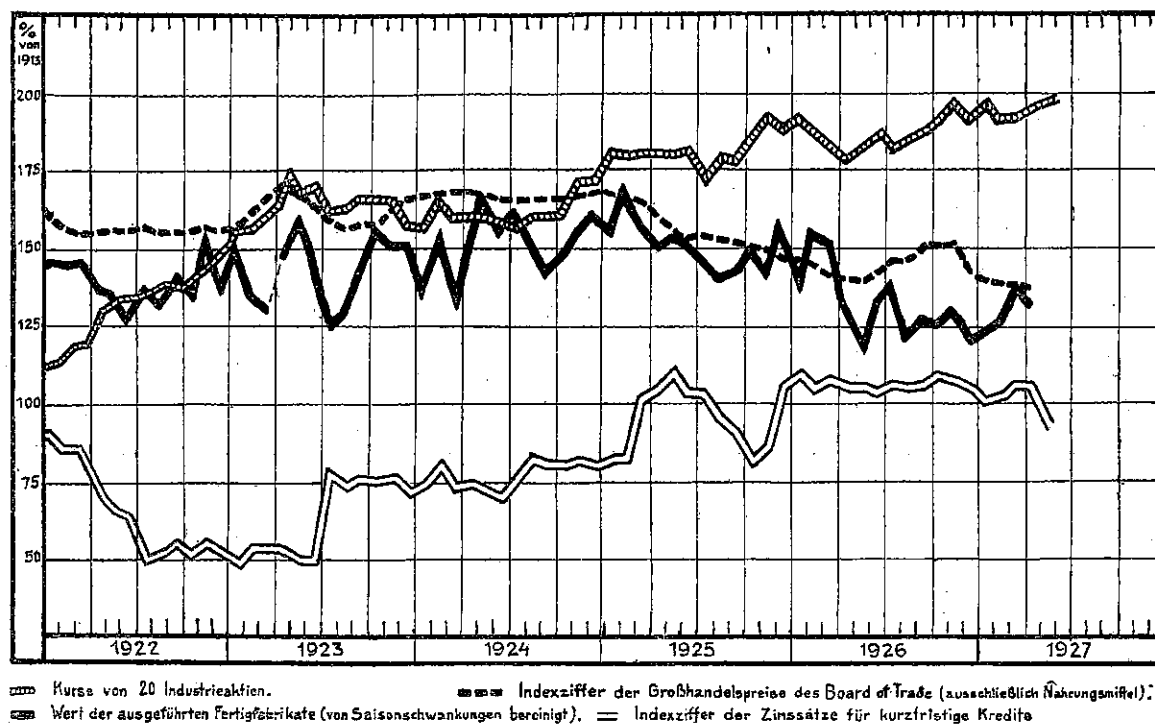
Weit weniger günstig ist derzeit noch die wirt-

schaftliche Lage *Großbritanniens*. Die gegenüberstehende, dem letzten Monthly Bulletin des London and Cambridge Economic Service entnommene Tafel enthält eine nach der Gruppierung des Harvard-Schemas vorgenommene Gegenüberstellung der wichtigsten Daten zur Beurteilung der englischen Wirtschaftsentwicklung. Bei ihrer Betrachtung ist zu berücksichtigen, daß sich die englische Wirtschaft seit dem Jahre 1921 fast ohne Unterbrechung in einem Zustand schwerer, durch die wiederholten sozialen Unruhen verschärfter Depression befindet, und der geringe Beschäftigungsgrad der Industrien im verstrichenen Jahr durch den Generalstreik noch weiter herabgesetzt wurde. Nur der Effektenmarkt hat seit dem Ende des Generalstreiks schon eine merkliche Besserung aufzuweisen. Die im neuen Jahr eingetretene Erleichterung des Geldmarktes, die am 21. April in einer Herabsetzung des Bankdiskontes von 5 auf 4<sup>0</sup>/<sub>10</sub> zum Ausdruck kam, hat hier weiter anspannend gewirkt. Erst in jüngster Zeit, etwa seit Februar, sind Anzeichen zu bemerken, die auch für die Industrie auf eine Besserung in nicht zu ferner Zeit hoffen lassen. Die Zahl der Arbeitslosen hat zu Beginn des Frühjahres eine Million unterschritten und betrug am 23. Mai nur mehr 814.400. Der London and Cambridge Economic Service verweist dabei darauf, daß mit Rücksicht auf den Umstand, daß im letzten Jahr die Zahl der Arbeitslosen in der Kohlenindustrie um 120.000 zugenommen hat, diese Bewegung der Gesamtbeschäftigungsziffer eine wesentliche Besserung der Lage in den übrigen Industrien anzeigt. Besondere Schwierigkeiten bereitet in England der infolge der Rückkehr zur Goldwährung besonders stark ausgeprägte Preisfall. Während die Großhandelspreise in den letzten zwei Jahren um 14<sup>0</sup>/<sub>10</sub> gefallen sind, und auch die Lebenskosten wesentlich geringer wurden, sind die Löhne praktisch unverändert, so daß ihre Kaufkraft um etwa 8<sup>0</sup>/<sub>10</sub> gestiegen ist.

Die Produktionsmengen haben sich in den letzten Monaten des vergangenen Jahres und Anfang 1927 gehoben, und bis zum Sommer wird ein weiteres Ansteigen erwartet, das allerdings kaum weit über die normale saisonmäßige Bewegung hinausgehen dürfte. Am 31. Mai zeigte die Großhandelsindexziffer der „Times“ auch in der Gruppe der Rohstoffe wieder eine geringe Preissteigerung an. Im ganzen stellt der London and Cambridge Economic Service in seinem Bulletin vom 23. Mai fest, daß die englische Wirtschaft nunmehr endlich wieder den Punkt der Entwicklung erreicht hat, auf dem sie vor Ausbruch des Generalstreiks stand, und daß ein langsamer wei-

## Großbritannien

Eine Übersichtstafel des London &amp; Cambridge Economic Service

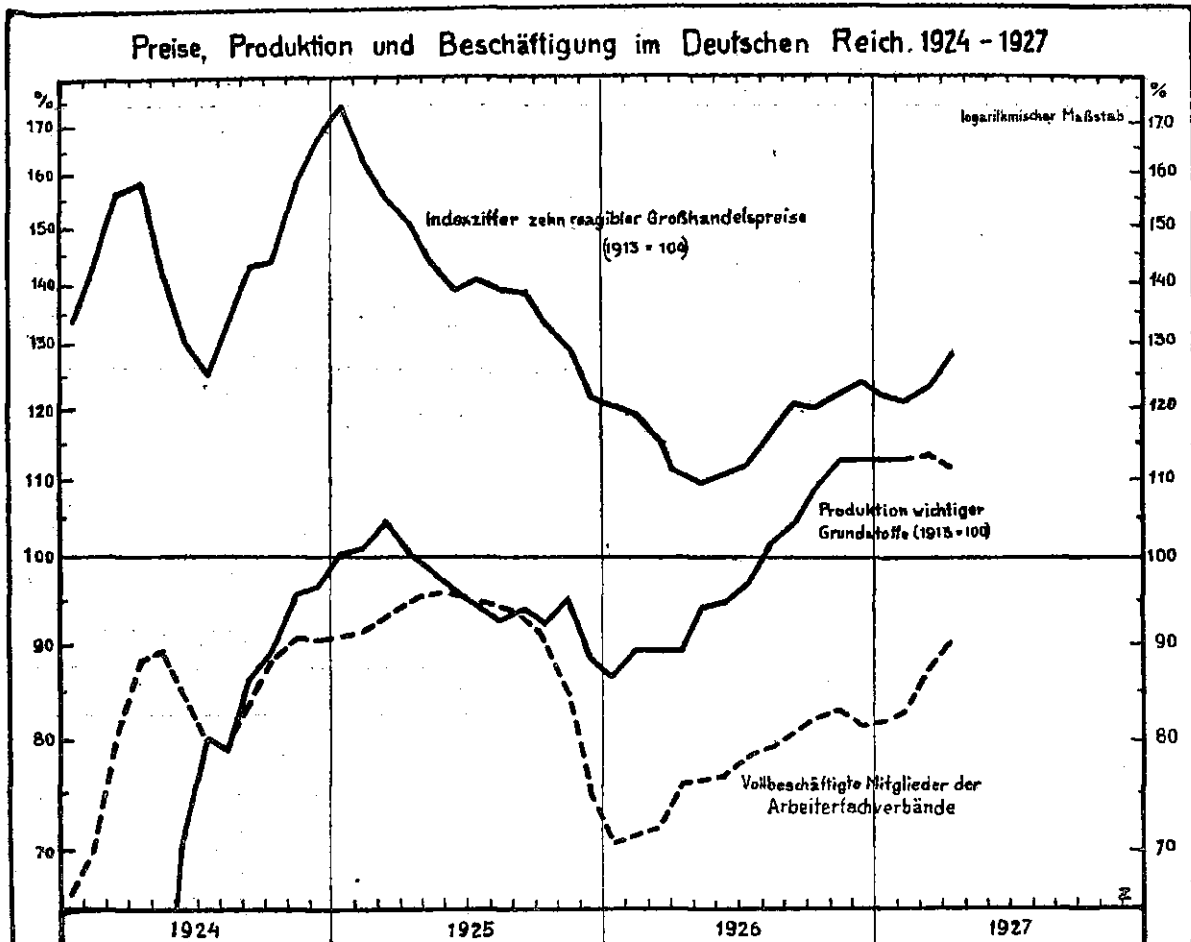


terer Fortschritt zu erwarten ist. Für einen schnelleren Aufstieg in nächster Zeit, der zu einer endgültigen Überwindung der noch immer fortbestehenden Depression führen könnte, bestehen jedoch noch keine Anzeichen.

Trotz der kurzen Zeit, die seit der Stabilisierung der deutschen Währung verstrichen ist, befindet sich die Wirtschaft *Deutschlands* seither bereits in der zweiten Konjunkturwelle. Nach Überwindung der Stabilisierungskrise hat Deutschland eine kurzlebige Konjunktur mitgemacht, die Anfang 1925 ihren Höhepunkt erreichte und dann einer rasch sich verschärfenden Depression Platz machte, die in der Industrie bis zum Beginn des zweiten Viertels 1926 dauerte. Der deutsche Effektenmarkt hat schon von Anfang 1926 wieder einen starken Anstieg mitgemacht, der bis Anfang Mai dieses Jahres dauerte und seit November 1926 befindet sich auch die gesamte Industrie Deutschlands in einem lebhaften Aufschwung. Die günstige Entwicklung des Geldmarktes seit Ende 1925, die sich gegen den Sommer 1926 durch den reichlichen Einstrom ausländischen Kapitals in eine ausgesprochene Geldfülle entwickelte, hat den raschen Aufschwung außerordentlich begünstigt. Große Beträge konnten sogar als kurzfristige An-

lagen wieder ins Ausland, insbesondere auf den Londoner Wechselmarkt wandern. Die durchschnittlichen Privatkontsätze senkten sich von über 8% im ersten Quartal 1925 auf 6,87% im letzten Quartal 1926 und auf 4,34% im Februar 1927. In den ersten Tagen des Mai hat allerdings diese anhaltende Tendenz zu sinkenden Geldsätzen einer auffälligen Anspannung des Geldmarktes Platz gemacht. Das starke Anwachsen der Umsätze und die Steigerung des Warengeschäftes hatten nach Erhöhung des Wechselumlaufes schon während der letzten Monate in steigendem Maße zu einem Rückgreifen auf den Eskomptekredit der Reichsbank geführt. Auch die Geldsätze der Berliner Börse haben sich schon seit Februar stark erhöht und die verhältnismäßige Anspannung war zu Anfang Mai deutlich erkennbar, obwohl die Sätze weit unter der zu Ende 1925 geltenden Höhe standen. Infolge der Politik der Reichsbank, die im Jänner dieses Jahres ihren Eskomptesatz auf 5% herabsetzte, erreichte der Privatkont die Höhe des Banksatzes, wodurch eine ganz bedeutende Inanspruchnahme des Reichsbankkredites veranlaßt werden mußte.

Eine Vorstellung von den großen Kapitalbeträgen, die im Laufe des vergangenen Jahres



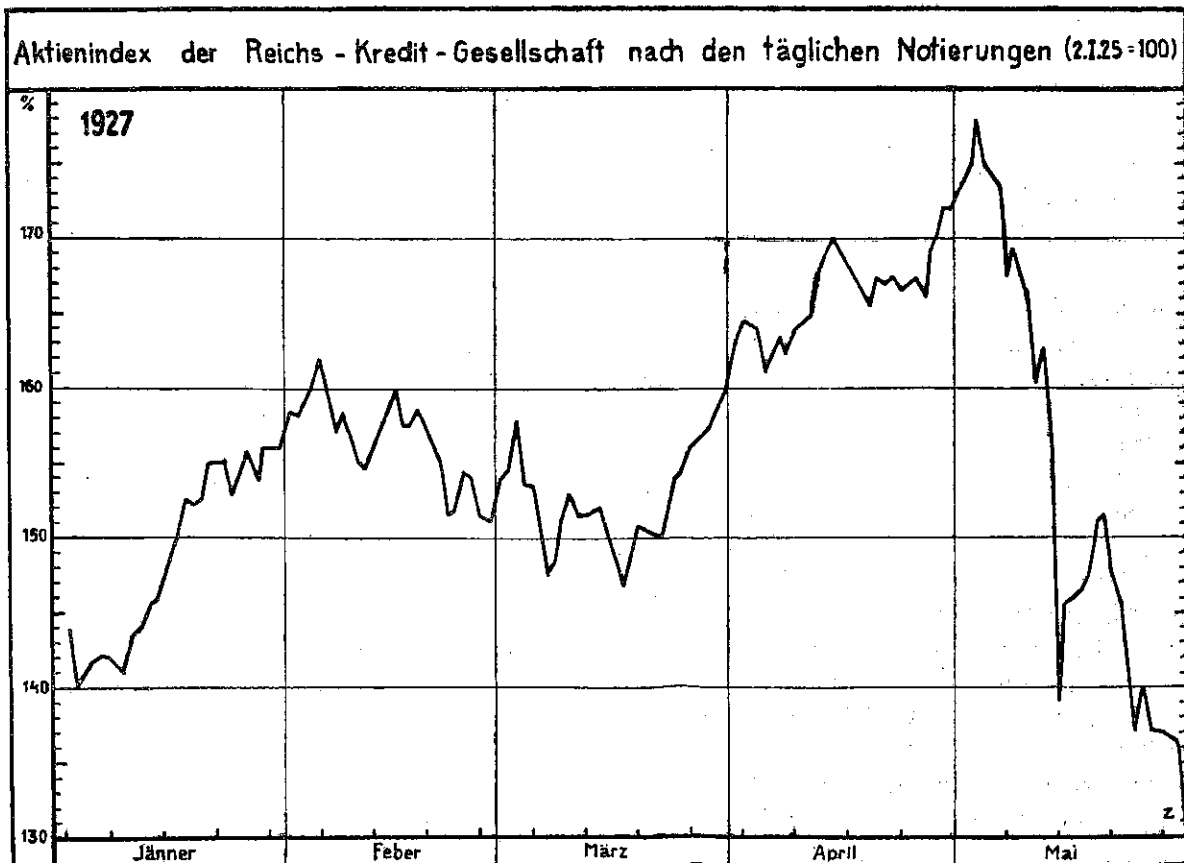
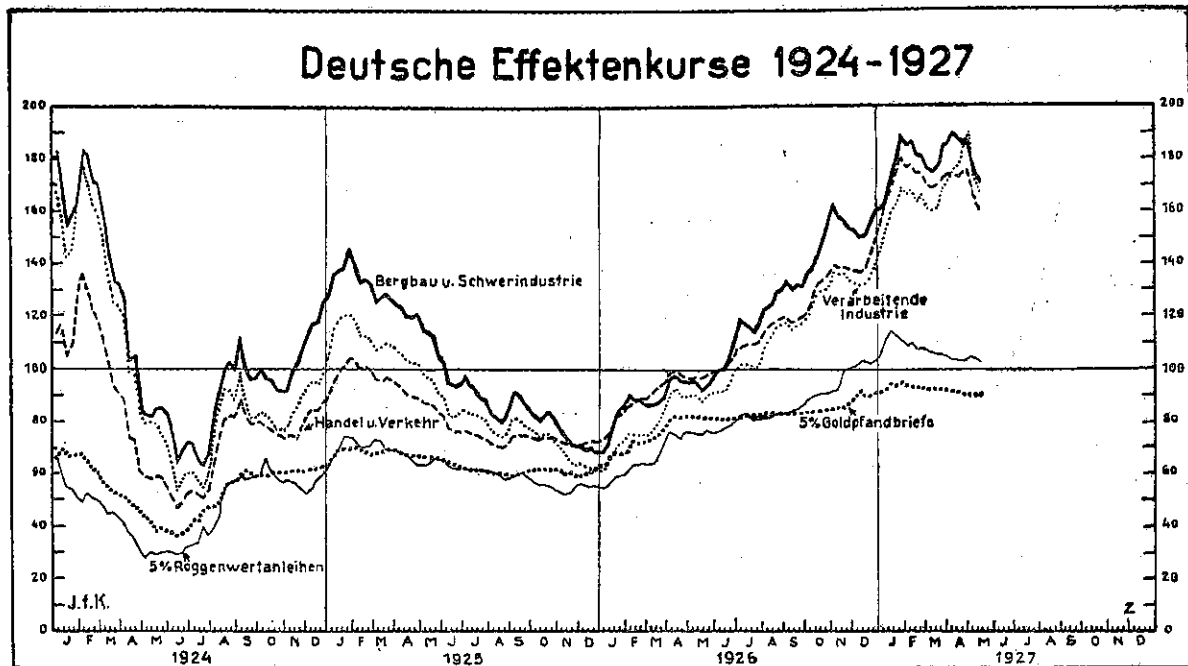
der Wirtschaft zur Verfügung gestellt werden konnten, geben die folgenden Zahlen. Im Jahre 1926 betragen:

Aktien, Emissionen und Neugründungen . . . . .	1014 Mill. Mark
Auslandsanleihen . . . . .	1379 „ „
Inlandsanleihen . . . . .	1203 „ „
Pfandbriefzulassungen an die Berliner Börse . . . . .	907 „ „

wobei man annimmt, daß von den Inlandsanleihen gegen die Hälfte im Ausland placiert wurden. Das Schaubild auf Seite 39 zeigt die Entwicklung des Kursniveaus der deutschen Effekten. Das durchschnittliche Kursniveau der an der Berliner Börse notierten Aktien, das im Sommer 1924 noch 87% betragen hatte, stieg während der kurzen Konjunkturperiode im ersten Quartal 1925 bis auf 114%, um dann gegen Ende 1925 bis auf 67% zurückzugehen. Von diesem Tiefpunkt beginnt dann die schnelle Aufwärtsbewegung, die die Kurse im April 1927 bis auf ein Niveau von 178% führen konnte. Seit Februar 1927 ist die weitere Aufwärtsbewegung des Aktienindex hauptsächlich den Aktien

der verarbeitenden Industrien zuzuschreiben, während die Aktien der Schwerindustrie ihre Kurse bis Anfang Mai verhältnismäßig weniger änderten.

Im neuen Jahr hat sich auch die Besserung der industriellen Lage in eine ausgesprochene Hochkonjunktur verwandelt. Namentlich die Schwerindustrie zeigt eine außerordentlich starke Beschäftigung und nach den Berichten des Berliner Institutes für Konjunkturforschung ist seit Februar 1927 nun auch die Verbrauchsgüterindustrie in eine außerordentlich lebhafte Aufwärtsbewegung eingetreten. Die vorstehende graphische Darstellung zeigt deutlich, wie stark sich dieser Aufschwung sowohl in Preisen als auch in den Ziffern der Produktion und der Beschäftigung auswirkt. Daß die Abnahme der Arbeitslosigkeit das Tempo des industriellen Aufschwunges nicht ganz einhält, wird dem Rationalisierungsprozeß in der Industrie zugeschrieben. Ist doch bei der Beurteilung der Entwicklung der deutschen Wirtschaft im letzten Jahr zu berücksichtigen, daß sie in dieser Zeit einen grundlegenden Strukturwandel erfahren hat. Es setzte eine Konzentrationsbewegung ein, die sich in allen Wirtschaftszweigen in einer großen



Zahl von Zusammenschlüssen gleichartiger Unternehmungen äußerte, und den Zweck hatte, durch Zusammenfassung von Betrieben, gegebenen Falles unter Stilllegung der leistungsschwachen Produktionsstätten, eine Verbilligung der Fabrikate herbei-

zuführen. Das bekannteste Beispiel hierfür bietet der deutsche Stahltrust.

Das Bild des beschleunigten Aufschwunges, das die deutsche Wirtschaft etwa seit Februar 1927 bietet, ist Anfang Mai durch die große Börsenkrise

gestört worden, der die schon erwähnte Anspannung auf dem Geldmarkt voranging. Das Berliner Institut für Konjunkturforschung glaubt in seinem ersten Vierteljahrsheft für 1927 zu Ende Mai auch konstatieren zu können, daß die wirtschaftliche Aktivität einen Grad erreicht hat, der schon zu Spannungserscheinungen auch auf der Güterseite der Wirtschaft führt. Namentlich der Umstand, daß die Verbrauchsgüterindustrie nunmehr in der Entwicklung die Führung vor der Produktivgütererzeugung anzunehmen beginnt, sowie, daß die volkswirtschaftliche Vorratsbildung einen Charakter angenommen hat, der auf eine zunehmende Sättigung des Binnenmarktes hindeutet, zeigen nach Ansicht des Berliner Institutes, daß sich die gegenwärtige Aufschwungsphase der Hochspannung nähert. Das Berliner Institut betont jedoch gleichzeitig, daß es die Auffassung für falsch hält, daß der Umschwung in der Börse bereits als ein Signal eines bald zu erwartenden Rückganges im sonstigen Geschäftsleben anzusehen sei.

Die neuerliche starke Anspannung des Geldmarktes zu Ende Mai hat die deutsche Reichsbank am 10. Juni veranlaßt, ihren Diskontsatz von 5 auf 6% hinaufzusetzen. Damit dürfte die unglückliche Episode abgeschlossen sein, die im Jänner mit der Herabsetzung des offiziellen Diskontsatzes begann und seit Mitte März zu der lebhaften Aufwärtsbewegung der Effektenkurse führte, die in dem am 13. Mai einsetzenden Kurssturz endete. Es ist zu hoffen, daß diese Periode zu billigen Geldes nicht lange genug gedauert hat, um auch in der übrigen Wirtschaft Verschiebungen hervorzurufen, die sich in der weiteren Entwicklung der deutschen Wirtschaft störend bemerkbar machen müßten. Im ganzen sprechen die Anzeichen eher dafür, daß die günstige Entwicklung der deutschen Wirtschaft noch einige Zeit andauern dürfte.

In *Frankreich* beginnt sich die Wirtschaft von der ernsten Depression zu erholen, die im letzten halben Jahr als Folge der schnellen Wertsteigerung des Franc eingetreten ist. Da der Franc seit Ende Dezember 1926 stabil geblieben ist und die gesamte Währungssituation eine überaus befriedigende Entwicklung zeigt, glaubt man, mit einer baldigen Stabilisierung auf dem nun erreichten Niveau rechnen zu können, so daß weitere Störungen durch Deflationsmaßnahmen nicht zu

erwarten wären. Die bis in die jüngste Zeit andauernde Verringerung der Arbeitslosigkeit und die befriedigende Entwicklung des Außenhandels im ersten Vierteljahr 1927 lassen eine baldige Erholung der gesamten Wirtschaft erhoffen. Die fühlbare Erleichterung des Geldmarktes, die in den ersten Monaten des Jahres eingetreten ist, hat auch eine Erholung der Börse angebahnt, deren Tempo sich im März und April merklich beschleunigte. Die Ereignisse in Berlin haben freilich auch an der Pariser Börse im Mai einen empfindlichen Rückschlag zur Folge gehabt. Die von der Deflation hauptsächlich betroffenen, für den Inlandsmarkt arbeitenden Textil- und Lederindustrien zeigen eine leichte Erholung. Die Beschäftigung der Eisenindustrie ist noch verhältnismäßig gering und der Eisenbahngüterverkehr zeigt im April einen neuerlichen, aber wohl saisonmäßig bedingten Rückgang. Die Preise haben sich im neuen Jahr wenig bewegt und in den ersten vier Monaten im ganzen eher eine steigende Tendenz gezeigt, wenn auch die Rohstoffpreise in Übereinstimmung mit der Bewegung auf dem Weltmarkt leicht gefallen sind und im April auch ein Fallen der Gesamtindexziffer bedingten.

Gerade das entgegengesetzte Bild von *Frankreich* bietet *Italien*, in dem die Deflationspolitik weiter fortgesetzt wird und die sinkenden Preise einen lähmenden Einfluß auf die Industrie ausüben. Nachdem Professor Ottolenghis Indexziffer der Rohstoffpreise von ihrem letzten Höhepunkt von 712 im August 1926 schon im April auf 508 gefallen war, ist sie im Mai weiter bis auf 473 gesunken. Dagegen haben die Kleinhandelspreise praktisch noch keine Abschwächung erfahren. Die schon seit Anfang 1925 abwärts gerichtete Bewegung der Börse hat sich seit dem Steigen der Lira beschleunigt und unter dem Einfluß der Berliner Krise verschärft bis in die jüngste Zeit fortgesetzt. Die Zahl der Arbeitslosen war Ende Februar mehr als doppelt so groß wie ein Jahr vorher und namentlich in der Textilindustrie haben die Schwierigkeiten krisenhaften Charakter angenommen. Trotz der geringen Beschäftigung der Industrie und den zurückgehenden Umsätzen hat die Anspannung auf dem Geldmarkt, die durch die Politik der Banca d'Italia hervorgerufen wurde, noch nicht nachgelassen.