



15.8.1916.

RR 8













15. 8. 16  
Kriegswirtschaftliche Untersuchungen aus dem Institut  
für Seeverkehr und Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Herausgegeben von  
Professor Dr. Bernhard Harms

Erstes Heft

---

# Der Einfluß des Krieges auf den Londoner Geldmarkt

Von

Dr. Theodor Plaut

Assistent am Institut für Seeverkehr und Weltwirtschaft in Kiel



Jena  
Verlag von Gustav Fischer  
1915



## Kriegswirtschaftliche Untersuchungen aus dem Institut für Seeverkehr und Weltwirtschaft.

Diese Sammlung erscheint nur während des Krieges. Sie bringt insonderheit solche Arbeiten, die die Darstellung des internationalen Wirtschaftslebens unter dem Einfluß des Krieges zum Gegenstand haben. Außerdem enthält sie Untersuchungen über das wirtschaftliche, finanzielle und soziale Leben in den kriegsführenden und neutralen Ländern. Auch die kriegswirtschaftlichen Maßnahmen der Gegner Deutschlands und die Bestrebungen zur Verdrängung Deutschlands vom Weltmarkt finden Beachtung. Die Arbeiten entstehen entweder unmittelbar im Institut oder sie werden auf dessen Anregung unter seiner Mitwirkung von auswärtigen Mitarbeitern durchgeführt. Die Sammlung bringt auch Uebersetzungen wichtiger kriegswirtschaftlicher Untersuchungen aus dem feindlichen und neutralen Ausland.

Als weitere Hefte sind u. a. in Aussicht genommen:

Kriegswirtschaftl. Maßnahmen zur Verdrängung des deutschen Handels in Frankreich. Die Pan-Amerikanische Finanzkonferenz in Washington.

Die Bestrebungen der Vereinigten Staaten von Amerika, während des Krieges den südamerikanischen Markt zu erobern.

Die wirtschaftlichen Folgen des Krieges für die Seeschifffahrt. Die englischen Ausfuhrverbote.

Handel und Schifffahrt in England während des Krieges.

## Das Königliche Institut für Seeverkehr und Weltwirtschaft an der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, Kaiser Wilhelm-Stiftung.

Festsetzung anlässlich der Eröffnungsfeier am 20. Februar 1914. Preis: 1 Mark.

Die vorliegende Broschüre vereinigt die Reden und Ansprachen, die bei der Eröffnung des Kieler Institutes für Seeverkehr und Weltwirtschaft gehalten worden sind. Da ist die wichtige Eröffnungsrede von Prof. Bernhard Harms und Ansprachen der Herren Wirtl. Geh. Ober-Reg.-Rat Dr. Elster, Prof. Dr. Kleinfeller, Prof. Dr. van Calker, Geheimrat Prof. Dr. Dieterici, Vizeadmiral Erz. von Dambrowski und Kaufmann H. Dieberichsen. Die Broschüre wird auch über das Reichsbild Kiels hinaus in den Kreisen, die für volks- und weltwirtschaftliche Fragen Interesse haben, gern gelesen werden.

## Die wirtschaftliche Entwicklung des Deutschen Reiches. Von Dr.

Albert Hesse, Prof. der Staatswissenschaften. Mit 5 Zeichnungen. (VI, 56 S. gr. 8<sup>o</sup>). 1913. Preis: 1 Mark 60 Pf.

Inhalt: Einleitung. I. Die Grundlagen. 1. Die Entwicklung. Mittel der Darstellung. Ergebnisse. 2. Die Entwicklungsbedingungen. Landwirtschaft. Gewerbe. Handel. 3. Die Folgen. Bevölkerungsprobleme. Wohlstandsentwicklung. Ländliche Arbeiterfrage und Landflucht. Risiko der Weltwirtschaft. Soziale Rückwirkungen. — II. Die Formen. 1. Die Betriebsformen. Wesen und Arten. Entwicklung. (Landwirtschaft. Industrie und Handel.) Kapital und Technik. (Die Ueberlegenheit des Großbetriebs. Die Erfassung des Kapitals. Bedeutung und Fortschritt der kapitalistischen Technik.) Der Aufbau der Betriebe. (Die Gliederung der Arbeitskräfte. Soziale Folgen.) 2. Die Unternehmungsformen. Private Unternehmungen. (Einzelunternehmung. Gesellschaftsunternehmung. Genossenschaftsunternehmung.) Öffentliche Betriebe. Gemischte Unternehmungen. Schluß. — Literatur.

Magdeburgische Zeitung, 9. Juli 1913:

Wir möchten auf dieses Schriftchen, das in ganz knappem Rahmen einen Ueberblick über die Wirtschaftsentwicklung und eine Abwägung der erreichten Vorteile und der daneben drohenden Nachteile gibt, mit besonderer Empfehlung hinweisen, weil eine so ruhige und sachliche Durcharbeitung des Themas geeignet erscheint, manche Verwirrung zu beseitigen, die verursacht wird durch übermäßig scharf zugelegte Schlagworte im Tageskampf der großen wirtschaftspolitischen Verbände und der von ihnen beeinflussten Parteien.

Norddeutsche allgemeine Zeitung, 16. August 1913:

... eine Reihe von Vorträgen (gehalten in der Staatswissenschaftlichen Gesellschaft zu Königsberg i. Pr.). Prof. Hesse legt es im engen Rahmen auf ein tinselt exaktes Bild an; ein kurzgefaßtes Literaturverzeichnis am Schluß soll den Studierenden weiter leiten. So kommt das Ganze also auf eine prägnante Darstellung der Grundzüge unserer Wirtschaftsentwicklung hinaus, und sie ist als solche recht wohl gelungen.

Literarisches Centralblatt für Deutschland, 1914, Nr. 48:

Die Schrift schildert in anschaulicher Weise die neuzeitliche wirtschaftliche Entwicklung des Reiches und betont mit Recht die Bedeutung des heutigen Reiches in der Weltwirtschaft und in der Weltpolitik.



Kriegswirtschaftliche Untersuchungen aus dem Institut  
für Seeverkehr und Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Herausgegeben von  
Professor Dr. Bernhard Harms  
Erstes Heft

---

# Der Einfluß des Krieges auf den Londoner Geldmarkt

Von

Dr. Theodor Plaut

Assistent am Institut für Seeverkehr und Weltwirtschaft in Kiel



Jena  
Verlag von Gustav Fischer  
1915

1916: 1467





18583

---

Alle Rechte vorbehalten

---



## Vorwort.

Der Einfluß des Krieges auf den englischen Geldmarkt wird in der Tagespresse aller Länder mit Recht aufmerksam beobachtet. Es vergeht kaum ein Tag, an dem nicht irgendeine sensationelle Meldung über das englische Geld- und Kreditwesen verbreitet oder kritisiert wird. Die weitere Entwicklung verläuft dann freilich zumeist anders, als es auf Grund solcher Berichterstattung den Anschein hatte. Die Spärlichkeit zuverlässiger Nachrichten und die Menge der Falschmeldungen macht sich auf kaum einem Gebiete bemerkbarer, als auf dem des englischen Geldmarktes. Es ist für denjenigen, der nur aus den allgemein zugänglichen Quellen schöpft, so gut wie ausgeschlossen, sich eine richtige Vorstellung von den gegenwärtigen Geld- und Kreditverhältnissen in England zu machen. Die vorliegende Schrift unternimmt deshalb den Versuch, eine möglichst objektive Darstellung der Ereignisse und Maßregeln zu geben, die der Krieg der City von London gebracht hat. Auf Ausblicke in die Zukunft wird dabei gänzlich verzichtet, da diese vorläufig der politischen Presse überlassen bleiben müssen. Als wissenschaftliche Untersuchung will die vorliegende Arbeit ausschließlich das feststellen, was war und was ist. In ihrem wesentlichsten Inhalt befaßt sie sich mit dem Zusammenbruch der englischen Geldverfassung, mit deren Neugestaltung durch die Notstandsmaßregeln und mit der weiteren Entwicklung bis zum Schluß des ersten Kriegsjahres.

Kiel, im September 1915.

E. Pl.

---





# Inhaltsübersicht.

Einleitung: Der englische Geldmarkt.	Seite:
1. Allgemeines . . . . .	1
2. Das Jahr 1914 bis zur Krisis . . . . .	4
I. Teil: Die Krisis vor dem Krieg . . . . .	7
1. Die Krisis auf der Börse . . . . .	7
2. Die Krisis auf dem Wechselmarkt und die Depositenbanken . .	12
3. Die Krisis und die Bank von England . . . . .	16
Anhang I: Über die Gestaltung der Devisenkurse . . . . .	22
II. Teil: Die Bekämpfung der Krisis . . . . .	25
1. Die Moratoriengeetze . . . . .	25
2. Das Notstandsgeld . . . . .	32
3. Die Regierungsgarantie für Diskonten . . . . .	43
4. Die Börse . . . . .	52
5. Andere Mittel zur Bekämpfung der Krisis . . . . .	61
III. Teil: Die Entwicklung der Märkte von der ersten bis zur zweiten Kriegsanleihe. . . . .	62
Anhang II: Über die Gestaltung der Devisenkurse . . . . .	77
Anlagen . . . . .	89
1. Emissionsstatistik des „Economist“ 89. — 2. Kursstatistik 89. —	
3. Bewegungen des Privatdiskonts für Dreimonatswechsel im Jahre 1914 und während des Krieges 90. — 4. Antworten auf die Frage über den Vergleich der Gewährung von Bankhilfe vor und während des Krieges 91. — 5. Auszug aus den Ausweisen der Bank von Eng- land; vom Januar 1914 bis Ende Juli 1915 92. — 6. Schedule 3 of the Currency and Bank Notes Act of Aug. 6th 1914 95. — 7. Preß- notiz, die Aufhebung der Bankakte betreffend, vom 1. August 1914 95.	
— 8. Kursbewegungen des Holländischen Guldens während des Krieges 96. — 9. Kursbewegung von Kabel New York in London während des Krieges 97. — 10. Kursbewegungen von Kabel Paris in London 98. — 11. Kursbewegung von Kabel St. Petersburg in London 99. — 12. Antworten auf die Umfrage betreffend Verlänge- rung des Moratoriums 100. — 13. Umlauf der Notstandsnoten sowie ihre Deckung 102. — 14. Schatzschein-Emission in London während des Krieges 104. — 15. Englische Aus- und Einfuhr 105.	





## Einleitung:

### Der englische Geldmarkt.

#### 1. Allgemeines.

Die Institute, die man als Komponenten des Londoner Geldmarktes bezeichnen könnte, sind

die Bank von England

die Depositenbanken und Bankhäuser<sup>1)</sup>

die „Billbrokers“

die „Members of the Stock Exchange“ und

die „Merchant Bankers“ oder einfach „Merchants“.

Letztere zerfallen in zahlreiche Arten, von denen uns die Accepting Houses besonders interessieren werden.

Es ist bekannt, daß die Arbeitsteilung in England bis zu einem außerordentlich hohen Grade vorgeschritten ist. Jedes der obengenannten Institute hat daher einen Geschäftszweig für sich, den es in der Hauptsache ausübt, während im deutschen Bankwesen, das eher nach Spezialisierung in der Rundschaft tendiert, alle bankmäßigen Geschäfte von einem Haus ausgeübt werden.

Der Einseitigkeit der Geschäfte entspricht auch die Stellung und Funktion der englischen Institute im Geldmarkt.

Die Bank ist die Depositenbank der Banken und verwahrt als solche deren Reserven<sup>2)</sup> die Bankers Balances, die in der Bilanz den

<sup>1)</sup> Bankers: Darunter versteht der Engländer sowohl Aktiendepositenbanken, wie auch Privatdepotitenbankhäuser, die es aber jetzt kaum mehr gibt. Mit dem Wort „Banker“ bezeichnet daher der Engländer ebensowohl die London Joint Stock Bank wie einen Privatbankier, der das Depositengeschäft betreibt.

<sup>2)</sup> Der Grundsatz, die Kasse bei der Girobank zu halten, geht soweit, daß z. B. die Bank, bei der der Verfasser tätig war, trotz ihres £ 1 400 000.— betragenden voll eingezahlten Aktienkapitals nicht genügend Geld in den Geschäftsräumen zu haben pflegte, um eine £ 5.— Note zu wechseln.



Banken oft als Kasse (cash) erscheinen. Gleichzeitig ist sie die Hüterin der einzigen stets greifbaren großen Goldreserve Englands und in gewissem Sinne auch der Welt, denn London war der einzige Platz, wo man — vor dem Kriege! — mit Sicherheit Gold erhalten konnte. Sie besorgt die Geschäfte der Regierung.

Die „Banks“ sind Depositeninstitute, die sich bis vor kurzem auch mit keinen anderen Geschäften befaßten. Erst die Konkurrenz auswärtiger Häuser hat sie dazu gezwungen, andere Geschäftszweige aufzunehmen, aber ihr Wesen besteht doch im reinen Depositengeschäft. Ihr reguläres Geschäft wickelt sich sehr einfach ab: Depositengelder werden als Darlehn an die Wechselmakler „Billbrokers“, die Börse „Stock Exchange“ und zur dauernden Anlage in Wechseln und Schuldverschreibungen „Securities“ verwandt: Demzufolge erscheinen sie im Geldmarkt, außer in Krisen, regelmäßig als Geldgeber.

Das Geschäft der Wechselmakler „Billbrokers“ besteht in der Vermittlung von Wechseln und auch im eigenen Diskontgeschäft. Sie bilden im Geldmarkt ein Bindeglied zwischen Darlehnsnehmern und -gebern. Da sie also stets aktive und passive Geldgeschäfte machen, können sich die Banken ihrer bedienen, um ungemerkt Gelder im offenen Markt oder gar bei der Bank von England aufzunehmen. Letzteres geschieht aber nur in der Form der Kündigung von Darlehn, die den Brokers gewährt waren.

Außer den Billbrokers gibt es noch andere: Geld-, Gold-, Metall-, Devisen-Broker usw.

Die Börsenmitglieder „Members of the Stock Exchanges“ besorgen alle diejenigen Geschäfte, die mit den Kapitalanlagen, also dem langfristigen Geldmarkt, zu tun haben, sei es die Placierung von Beteiligungen „Underwritings“, von Neuemissionen oder schon alten, sei es die Finanzierung von Spekulationen. Den Banken gegenüber erscheint die Stock Exchange regelmäßig als Geldnehmerin; der Jobber „Dealer“ ist der Eigenhändler in Kapital, er handelt nur mit Jobbern oder (Stock-)Brokern; der Broker ist der Vermittler, niemals Eigenhändler. Er vermittelt zwischen Jobber und Publikum, dessen unbestechlicher Ratgeber er sein soll.

Die „Merchant“ oder „Foreign Bankers“ oder noch allgemeiner die „Merchants“ befaßen sich mit allen den Geschäften, die nach Erledigung der oben aufgezählten noch unter den Begriff der Bankgeschäfte fallen, wozu aber in England auch Kommissionsgeschäfte aller Art gehören, bis zum Warenerportgeschäft gegen Kommission. Die Spezialisierung ist aber auch hier durchaus vorgeschritten und jedes Haus befaßt sich nur mit bestimmten Geschäftszweigen.



Wie der Berliner Geldmarkt für Deutschland, der Pariser für Frankreich und Rußland maßgebend war, so war es der Londoner für die ganze Welt. Es gibt keinen Staat, der nicht auf dem Londoner Geldmarkt seine Kreditbedürfnisse befriedigt hat oder befriedigen hätte können, wenn er gewollt hätte, keinen Teil der Erde, in dem nicht handeltreibende Firmen, sei es von Londoner Kaufleuten gegründet, sei es Dank des Zustroms von Londoner Kapital ihr Geschäft betrieben haben. Nach einer Schätzung von dem Präsidenten der Bremer Handelskammer Lohmann wurden sogar  $\frac{2}{3}$  der deutschen Einfuhr von Übersee von englischen Akzepthäusern und Merchants finanziert<sup>1)</sup>, deren Akzept man ja auch als Weltwährung bezeichnet hat. Bei Ausbruch des Krieges wurde der Akzeptumlauf von Lloyd George auf 300 bis 450 Millionen Pfund geschätzt<sup>2)</sup>.

Es ist ohne weiteres klar, daß es kaum möglich ist, ein Bild der für den Londoner Markt in Frage kommenden Summen zu zeichnen; aber es gibt doch gewisse Anhaltspunkte, die eine Schätzung der Größenskategorie ermöglichen.

Für die dauernde Anlage suchenden Kapitalien, die auf dem englischen Markt Verwendung suchen, dürfte die Statistik der Neuemissionen des „Economist“ der Wahrheit ziemlich nahe kommen. Ich bringe dieselbe in Anlage Nr. 1 zum Abdruck. Die Zusammenstellung enthält alle auf dem Londoner Markt emittierten Werte, die in der Stock Exchange Official Weekly Intelligence aufgeführt werden. Bei Emissionen, die nur zum Teil in London aufgelegt werden, wird, wenn der Betrag festgesetzt ist, nur dieser, sonst der ganze berücksichtigt. Der zugrunde gelegte Kurs ist der Emissionskurs. Ebenso werden Neueinführungen in der Statistik aufgenommen. Für die Beurteilung der Größe der dauernde Anlage suchenden Kapitalien fehlen also nur die Gelder, die dem Londoner Markt zufließen, die dieselbe in schon früher emittierten Werten finden. Diese vertreten aber nur andere, ausscheidende Gelder.

Aus dieser Tabelle erhellt, daß die Emissionen jährlich sehr schwanken, aber die Summe von 200 Millionen Pfund Sterling oder 4 Milliarden Mark kaum übersteigen, und diese Summe also als höchste betrachtet werden kann, die über den Weg des Londoner Kapitalmarktes jährlich ihre feste Anlage findet. Unmöglich dagegen ist die Schätzung der dauernd dem Londoner Geldmarkt zur Verfügung

<sup>1)</sup> Wirtschaftliche Folgen des Weltkrieges.

<sup>2)</sup> Rede von Lloyd George im Unterhaus vom 27. November. Er betonte in derselben die Unzuverlässigkeit der Schätzung, die die weite Spannung, zwischen der die wahre Zahl zu suchen sei, notwendig mache.



stehenden flüssigen Gelder, der liquiden Mittel der Bankers und Merchants. Dreizehn der größten Londoner Banken<sup>1)</sup>, die Monatsbilanzen veröffentlichen, stellten allein dem Londoner Geldmarkt im Jahre 1913 (am 31. Dezember) 550 Millionen und am gleichen Tage 1914 605 Millionen Pfund Sterling als kurzfristige Geld und zur Diskontierung von Wechseln zur Verfügung. Bei der überaus starken Zentralisation des Depositenwesens und der überragenden Bedeutung der genannten Banken mögen diese 12 Milliarden Mark einen erheblichen Teil aller dieser Gelder überhaupt ausmachen, geben aber jedenfalls einen Hinweis auf die Zahlenkategorie, um die es sich hierbei handelt.

Diese Gelder stellten flüssige Reserven aller Bankhäuser der Welt dar. Jeder deutsche Bankier hielt sich in London ein oft größeres Guthaben als in Berlin, und im Portefeuille bildete das Londoner Akzept die liquidesste, Kursschwankungen und lokalen Verhältnissen am wenigsten ausgesetzte Anlage. Es war viel leichter 200 000 Pfund Sterling Wechsel in Hamburg auf der Börse zu verkaufen, als 4 000 000 Mark prima deutsche Bank-Akzepte. Und wie die auswärtigen Banken ihr Guthaben auf dem Londoner Markt hatten, so suchten sie auch für sich selbst und für ihre Kunden dort Kapitalanlagen, die sie oft als liquider bezeichnen zu können glaubten als selbst Reichsanleihe.

## 2. Das Jahr 1914 bis zur Krise.

Mit dem Beginn des neuen Jahres 1914 zeigte der Geld- und Kapitalmarkt einen plötzlichen Umschwung. Bis zum Ende des Jahres 1913 hatten die Märkte das Gepräge der Hochkonjunktur bewahrt: Hohe Geldsätze, niedrige Kurse der festverzinslichen Werte. Nur die Berichte und Statistiken aus Handel und Industrie zeigten deutlich, daß die Hochkonjunktur bereits vorüber war, und wieder eine Zeit langsameren Geschäftsganges und ruhigerer Entwicklung an ihre Stelle treten müsse. Die Tatsache, daß regelmäßig aus technischen Gründen um die Jahreswende der Geldbedarf ein sehr starker ist, hatte fälschlich dem Geldmarkt die Physiognomie der Hochkonjunktur verliehen. Am 2. Januar zeigte er sein wahres Gesicht. Der Banksatz, der in England seit dem 2. Oktober 1913 5% betragen hatte, wurde im Verlauf des Januar dreimal ermäßigt<sup>2)</sup>, zuletzt auf 3%. Die festver-

<sup>1)</sup> Coutts & Co., Capital and County, Lloyds Bank, London and Provincial Bank, London and South Western Bank, London City and Midland Bank, London County and Westminster Bank, London Joint Stock Bank, Parrs Bank, National Discount Co., Union Discount Co., National Provincial Bank of England, Williams Deacon's Bank Ltd.

<sup>2)</sup> Am 8. Januar auf  $4\frac{1}{2}$ , am 22. Januar auf 4 und am 29. Januar auf 3%.



zinslichen Werte, besonders die Konsols, stiegen rasch, in England 3—4 $\frac{1}{2}$ %, in Deutschland 2—3%. Auf dem Berliner Markt gelang es seit langer Zeit zum erstenmal wieder, eine Preussische Anleihe ohne Verlust für die Banken abzuschließen und zu placieren. Denn wenn auch nach der 100—150fachen Überzeichnung Sperrstücke der preussischen Schatzscheine unter Emissionskurs an der Berliner Börse gehandelt wurden, weil die Banken mehr zugeteilt erhalten hatten, als sie brauchten, so wickelte sich doch das Geschäft rasch und gut ab und die zunächst schlechte Klassierung wurde rasch in eine gute verwandelt.

Bald aber kamen in die ruhige Entwicklung der neuen Konjunkturphase in allen Teilen der Welt Störungen. Zunächst war es die Wirtschaftskrise in den südamerikanischen Staaten, die sich besonders in England fühlbar machte, ferner die Revolution in Mexiko, und später auch die in Albanien, während die starke Vermehrung des Militärs in den Staaten des Kontinents alle Gemüter einschüchterte und trotz des niedrigen Geldstandes der Steigerung der Kurse der festverzinslichen Werte hindernd im Wege stand. Das Publikum hielt sich von spekulativen Engagements zurück, die Börsen wurden zur Untätigkeit verurteilt. Ferner waren in Frankreich Kabinettskrisen, Schwierigkeiten mit der neuen großen Anleihe, der dreijährigen Dienstzeit und der direkten Besteuerung, die Übersättigung des Marktes mit minderwertigen, meist südamerikanischen Papieren. In Rußland trugen die wunderlichen Maßnahmen der Regierung gegen die Juden zu der Schwäche der Börsen nicht nur in St. Petersburg bei. Wurden nämlich die jüdischen Direktoren und Aufsichtsräte gezwungen, ihre Ämter niederzulegen, so veräußerten sie auch ihr Aktieninteresse an den betreffenden Unternehmen, die nunmehr ihrer Kontrolle entzogen wurden, und das riß mit den Petersburger Kursen alle Kurse herunter. Dazu kamen Arbeiterunruhen und die Kampagne der Regierung gegen die Baissespekulation, ferner die damals unverständlichen russischen und französischen Valutamanipulationen<sup>1)</sup> auf dem Londoner Goldmarkt, die das Gefühl der Unsicherheit erhöhten.

In England endlich tauchten sehr bald innerpolitische Schwierigkeiten auf; es sei nur an die Suffragetten und die Alsterfrage erinnert. Dann beunruhigte der Zusammenbruch des Hauses Chaplin Milne Grenfell & Co. mit seiner Canadian Agency, die schon lange vor ihrer tatsächlich erfolgten Zahlungseinstellung ihre Verbindlichkeiten liquidierten und dadurch den Markt bedrückten. Denn infolge solcher Exekutionen weiß jeder Geschäftsmann, daß ein größeres Haus

---

<sup>1)</sup> 1. cf. Wochenbericht des Bankhauses Samuel Montagu & Co., London.



in Gefahr ist, aber keiner weiß welches. Das hat eine allgemeine Zurückhaltung zur Folge. Es beginnen Selbsterkutionen und Notverkäufe, wobei eine Art Panik entsteht, weil keiner dem andern mehr traut; weiß man doch nicht, wer exekutiert wird, und dazu will niemand exekutierte Ware aufnehmen, weil er meint, wenn er wartet, wird sie noch billiger. Schon in ruhiger Zeit fordert jeder stärkere Kurssturz seine Opfer an schwachen Firmen, wieviel mehr noch in einer Zeit der Depression und inneren Erregung! Es sollen damals, so hörte ich, 3—4 Millionen Dollar Canadian Pacific-Shares realisiert worden sein.

Durch all diese und noch zahlreiche andere Momente wurde der Markt während des ganzen Halbjahres verängstigt und eingeschüchtert, günstige Momente kamen selten und wurden nicht berücksichtigt, und ungünstige verfehlten nie mehr, ihre Wirkung zu tun.

---

## I. Teil.

# Die Krise vor dem Krieg.

### 1. Die Krisis auf der Börse.

In diese allgemeine Apathie kam am Sonntag, den 29. Juni, das Attentat von Serajewo. Am 23. Juli folgte das Ultimatum Österreich-Ungarns an Serbien, die Antwort war unbefriedigend, und am 28. Juli erklärte Österreich-Ungarn den Krieg.

Nachdem zunächst infolge des Mordes, besonders an der Wiener Börse, jeder Widerstand Verkäufen gegenüber geschwunden war, trat bald eine Reprise ein, und in der Presse wurde bei Besprechung des Börsenverkehrs der am Horizont drohenden Wolke nur sekundäre Bedeutung gegeben: Ja, in den ersten Julitagen trat das Serajewoer Ereignis ganz in den Hintergrund, an dessen Bedeutung für den Weltfrieden man nicht glaubte, und wenn wirklich eine Börse flau war, suchte die Presse den Grund in den mexikanischen Wirren, der Revolution in Albanien, der Asterkrise, den brasilianischen Zahlungsschwierigkeiten und in den Reformvorschlägen von Wilson für die Eisenbahnen der Vereinigten Staaten von Amerika<sup>1)</sup>. Erst allmählich, auch durch Verkäufe der Dresdner Bank, wurden die Börsen auf den Ernst der Lage im nahen Osten hingewiesen. Ein Berliner Blatt fragte deshalb bei der Dresdner Bank nach dem Grund ihrer Vorsicht an und erhielt die Antwort: Sie glaube ihren Kunden nicht zur Konservierung ihrer Anlagen raten zu können, was sie mit ihrer pflichtgemäßen Vorsicht begründen müsse, denn sie sei von ihren Freunden in Österreich dahin unterrichtet worden, daß die an Serbien zu richtende Note auf einen sehr scharfen Ton gestimmt sein werde, und daraus folgere sie, daß Befürchtungen auftauchen würden, der Konflikt möchte nicht auf friedlichem Wege lösbar sein<sup>2)</sup>. Diese Mitteilung wurde am Sonnabend,

<sup>1)</sup> 3. B. Frankfurter Zeitung vom 4. Juli, 1. Morgenblatt, desgl. vom 11. Juli, 1. Morgenblatt.

<sup>2)</sup> Frankfurter Zeitung vom 20. Juli, Abendblatt.



den 18. Juli, in Berlin bekannt, und von dem Tag an datiert der eigentliche Zusammenbruch der Börsen. Bald gingen auch einzelnen Brokerfirmen in London von gut informierter Seite Mitteilungen von zukünftiger Gefahr zu, so daß auch sie sich veranlaßt sahen, ihrer Kundschaft zur Liquidation zu raten. Die Kurstabelle, Anlage Nr. 2, gibt ein Bild der Kursschwankungen innerhalb dieser Zeit: Vom Abrechnungstag für die Liquidation Mitte Juli (der 8. Juli) bis zum Abrechnungstag Ende Juli (27. Juli) und fügt die Kurse vom 22. Juli, dem Tag vor dem Ultimatum, dazwischen. Daraus erhellt, wie stark der Kurssturz in der letzten Woche war, und wir müssen bedenken, daß oft schon in sonst ruhigen Zeiten eine Kursänderung von 10 % in einem Spekulationspapier genügt, um Exekutionen oder gar Zahlungseinstellungen hervorzurufen.

Der relativ stabile Kurs der  $2\frac{1}{2}$  % Konsols ist darauf zurückzuführen, daß die Regierung durch ihren Makler alle Konsols zu 70 % annehmen ließ.

Am Zahltag (Settlementday), den 28. Juli, zeigte es sich, daß die auswärtigen Banken ihre Guthaben von dem Londoner Markt zurückzogen <sup>1)</sup>. Dadurch wurden besonders die mit dem Kontinent in Geschäftsverbindung stehenden Effektenmakler (die Continental Stock Brokers) getroffen. Denn sie haben nicht nur ihre Kundschaft auf dem Kontinent, sondern erhalten auch von dort Gelder. Sie litten noch mehr dadurch, daß die Postverbindungen unregelmäßig wurden, und ihre Rimessen vom Kontinent nicht pünktlich eingingen. Bei den großen Differenzen, die zu zahlen waren, und die leicht über das Eigenkapital eines Brokers hinausgehen konnten, war das sehr schlimm, denn am Zahltag muß der Broker zahlen, und kann er es nicht, wird er „gehämmert“, gleichgültig, was der Grund seiner Zahlungseinstellung ist. Unsichere Kunden wurden daher schleunigst exekutiert, zum Schaden der Kunden und oft auch der Broker. Ferner weigerten sich die Banken gewisse, stark schwankende Spekulationspapiere, so die Shares der Canadian Pacific Railway Company (Canadas) und die Rio Tinto common shares (Rio Tintos) überhaupt zu beleihen und die Folge davon war: Exekutionen auf allen Gebieten, um Engagements zu lösen und Geld zu beschaffen. Zahlungseinstellungen blieben nicht aus. Aber unter den zirka 10 „Hammerings“ war nur eine bedeutendere. Es ist dies ein Beweis von der Kraft des englischen Marktes vor dem Kriege. Aber daß gerade dies eine Haus fiel, war ein Beweis, wie groß die Panik war.

---

<sup>1)</sup> Diese wurden von verschiedenen Blättern auf 6 Mill. Pfund Sterling geschätzt, doch sind mir die Grundlagen dieser Schätzungen nicht bekannt.



Denn diese Firma hatte gute Beziehungen auf dem Kontinent und in England, und die nicht gezahlten Differenzen waren relativ klein. Trotzdem zeigten sich die Freunde scheinbar nicht bereit, dem Hause beizuspringen, und als dies bekannt wurde, verschärfte sich die Krise bedeutend.

Am 30. Juli versagte der Markt ganz. Der Jobber mußte, wenn ein Makler an ihn herantrat, daß er verkaufen wollte oder gar mußte, nannte also auf die Anfrage, wie der Kurs sich für dies oder jenes Papier stelle, keine Doppel- (Kauf- und Verkaufs-) Kurse mehr, sondern eventuelle Transaktionen wurden nur noch als Resultat von Hin- und Herhandeln abgeschlossen. Die nominellen Kursnennungen wiesen ungeheure Spannungen zwischen Kauf- und Verkaufskurs auf, für Konsols 1%, während diese sonst mit  $\frac{1}{8}$  Spannung gehandelt werden. Bei anderen Papieren, wo keine Interventionen stattfanden, stieg die Spannung erheblich höher, bei Rio Tintos sogar bis sechs Punkte (points), was bei ihrem Kursstand von zirka 50, zirka 12% des Wertes bedeutete. Diese hohen Spannungen zeigen schon an sich den nominellen Charakter der Kurse. Aber oft waren nicht einmal nominelle Kurse erhältlich.

Bis zum 30. Juli hatten fast alle Börsen Europas ihren regelmäßigen Verkehr eingestellt. Die Wiener, Budapester, Brüsseler Börse und die Pariser Coulisse schlossen am Montag, den 27. Juli, die Petersburger am Dienstag, den 28. Juli, die Pariser und Berliner Börse folgten am Freitag, den 30. Juli. Dadurch wurde die Londoner Börse zum Schleudermarkt für ganz Europa (dumping ground for the whole Continent of Europe), um den Ausdruck des „Economist“ vom 1. August zu gebrauchen.

Tatsächlich war das Geschäft, rein äußerlich gesprochen, ein ungeheuer reges während der ganzen Dauer der Krise. Das Personal der Broker, das während des ganzen Jahres recht untätig gewesen war, konnte die Menge der anstürmenden Aufträge kaum mehr bewältigen — in manchem Geschäft wurden sogar Aushilfen eingestellt —, aber alles waren Verkaufsaufträge. Der „Economist“ vom 1. August berichtet, daß mancher Jobber an einem Tage mehr Ausführungen in seinem Buche gehabt habe, als überhaupt seit vielen Wochen.

Man kann sich denken, daß unter diesen Umständen die Frage des Schließens der Börse lebhaft diskutiert wurde. Eine Petition hervorragender Börsenfirmer an das Stock Exchange Committee ging ein, in der die unterzeichneten Firmen erklärten, sie würden sich hämmern lassen, wenn die Börse nicht geschlossen würde. Die Zahl der so petitionierenden Firmen wurde in der Presse zuweilen auf 100



bis 150, zuweilen auch auf 300 bis 400 geschätzt<sup>1)</sup>. Eine lange Sitzung des Börsenkomitees, die bis tief in die Nacht dauerte, kam zu keinem Resultat und beschloß, am folgenden Tag, den 31. Juli, weiter zu beraten<sup>2)</sup>. Am 31. Juli, morgens 10 Uhr, setzte das Komitee seine Sitzung fort; der erste Redner, ein „leading member“, trat entschieden für den Börsenschluß ein und legte die Gründe für denselben so klar dar, daß die Entscheidung eigentlich schon gefallen war. Darauf wurde in der Sitzung ein Brief von Lord Rothschild<sup>3)</sup> verlesen, der ebenfalls klar und einleuchtend die Gründe für den Börsenschluß dartat. Nach kurzem, halblautem Protest wurde der Börsenschluß festgesetzt und die Tore 15 Minuten nach ihrer Öffnung wieder auf lange Zeit geschlossen.

Der Börsenschluß bildet eine offizielle Bestätigung einer bereits am 30. Juli beinahe bestehenden Tatsache. Transaktionen hätten am 31. Juli auch bei offenen Börsentoren, im Gegensatz zu den ersten Tagen der Krise, nicht mehr stattfinden können<sup>4)</sup>, wie die späteren Kurse zeigen, die die Börsenmitglieder nach Börsenschluß noch immer an ihre Klientel verschickten. Sie enthielten ausschließlich Briefkurse. Zu kaufen war kein Börsenmitglied mehr bereit. Technisch wurde der Börsenschluß mit einem Börsenmoratorium verbunden. Die Abrechnungstage (Accountdays) vom 6. August für Konsols und 13. August für andere Werte wurden vertagt und zwar auf den 1. September bzw. 27. August. Der Special Settlement vom 7. August wurde ferner auf den 3. September und der vom 13. August auf den

<sup>1)</sup> Lawson, British War Finance 1914—15, schätzt sie auf 40 Firmen, was mir indessen tendenziös erscheint. Rothschilds Brief erwähnt er nicht.

<sup>2)</sup> „Economist“ 1914 Seite 1107. Die hier gemachten Ausführungen des englischen Blattes bringen viel bis dahin nicht in der Presse erwähntes Material zur Rechtfertigung des Börsenvorstandes wegen des Börsenschlußgesetzes vor, und dokumentieren sich wohl dadurch als aus gut informierter Quelle stammend.

<sup>3)</sup> Die Vorgänge, die zum Börsenschluß führten, die langen, oft mehrfach an einem Tage stattfindenden Sitzungen, die Meinungen und Ereignisse darzustellen, wird einer spätern Arbeit vorbehalten bleiben müssen. Auch die Frage, ob der Rothschild'sche Brief von der Petition verschieden sei, ist nicht geklärt. Ich finde den Rothschild'schen Brief in keiner Zeitung, sondern nur einmal im „Economist“ Seite 1107 erwähnt, an dieser Stelle aber die Petition, die sonst immer die Hauptrolle spielt, nicht. Es wäre also möglich, daß die Petition von Rothschild ausging und daher mit dem Brief identisch ist.

<sup>4)</sup> Im Gegensatz zu dieser, im Economist vertretenen Auffassung, ist Lawson der Meinung, der Hauptgrund für den Börsenschluß sei die Furcht der Banken vor der Entwertung ihrer Anlagen gewesen. Daß dieselben aber dadurch illiquid wurden, läßt er unerwähnt. Auch entbehren seine Ausführungen nicht eines gewissen, tendenziösen Beigeschmacks, da er den Börsenschluß gern als unnötig darstellen möchte, um so die Kraft des englischen Marktes zu zeigen.



27. August verschoben. Mit andern Worten, es wurde ein Moratorium dadurch geschaffen, daß man den Settlement einmal ausfallen ließ.

Ferner wurde beschlossen, daß das Komitee die Raten für die Prolongationen auf Grundlage des Bankdiskonts festsetzen solle.

Es ist das erste Mal seit dem Bestehen der Londoner Börse, daß sie sich hat schließen müssen. Nicht während der Napoleonischen Kriege, nicht in den großen Wirtschaftskrisen des vorigen Jahrhunderts und nicht zur Zeit des Deutsch-Französischen Krieges war dies erforderlich.

Es fragt sich deshalb: war es wirklich nötig, die Börse zu schließen oder nicht. Es ist natürlich nicht möglich, diese Frage heute schon endgültig zu beantworten. Vorläufig können wir nur folgende Erwägungen anstellen:

Unmittelbar die Veranlassung des Börsenschlusses war fraglos die Petition der „Interbourse members of the House“. Ihre Falliterklärung hätte unübersehbares Unglück angerichtet. Nach Ansicht des „Economist“ vom 8. August war das der einzige Grund für den Börsenschluß, der alle anderen für die Offenhaltung der Börse überwog. Zu diesen habe vor allem das Ansehen der englischen Finanz gehört, die noch allen, auch den schlimmsten Krisen die Stirn geboten hätte. Ferner hätten viele Leute die Gelegenheit der Krise benutzen wollen, um Anlagen zu machen, seien aber an der Ausführung ihrer Absicht gehindert worden, da es keine Kaufgelegenheit gegeben habe, die Kosten der Börsenfirmer seien weiter gelaufen, während sie keine Geschäfte hätten abschließen können. Die Börsenfirmer sollten schließlich auch nach der Verordnung über den Börsenschluß ihre fälligen Gelder zahlen und müßten sich darauf vorbereiten, könnten aber nun nichts verkaufen, was wohl — dies übersieht der „Economist“ — bei offener Börse auch, wenigstens zeitweilig, unmöglich gewesen wäre. Ferner waren andere Häuser und Banken gehindert, Exekutionen vorzunehmen, was ja andererseits auch gerade der Zweck des Börsenschlusses gewesen sein dürfte.

Im ganzen ist über die eigentlichen Gründe des Börsenschlusses wenig in den Veröffentlichungen zu finden: Die Frage, ob nicht auch politische Erwägungen maßgebend gewesen sind, wird nirgends erörtert. Und doch ist eine Maßregel wie der Börsenschluß auch für die Politik von großer Bedeutung. Erwähnt sei nur, daß man dem Londoner Markt beliebig viel Gold entziehen kann, wenn die Börse geöffnet ist und funktioniert, indem man sich in London durch Effektenverkäufe Guthaben verschafft und diese in Gold remittieren läßt. Dies ist 1907 durch Amerika geschehen. Damals hatte es für die Stellung Englands nicht gar zu viel zu sagen, ob es etwas mehr oder weniger Gold besitze. Aber vor Aus-



bruch des Krieges, in dem Gold und der auf Gold basierte Kredit das einzige Zahlungsmittel ist, ist doch die Bedeutung wesentlich anders. Zum Schutze des Goldvorrats wäre der Börsenschluß zweifellos ein sehr wirksames Mittel. Wenn Lloyd George später im Parlament erklärt hat, er billige den Börsenschluß vollkommen, denn ohne ihn wären noch £ 70 000 000.— Effekten auf den Markt geworfen worden, und das hätte dem Faß den Boden ausgestoßen (and that would have knocked the bottom out of the market<sup>1)</sup>), so dürften solche Erwägungen vielleicht mitgespielt haben.

Ferner ist ein niedriges Kursniveau für die Aufnahme neuer Kredite hinderlich, das sie, mindestens, verteuert: ein Umstand, den Lloyd George, wie aus der zitierten Parlamentsrede hervorgeht, auch im Auge gehabt haben mag. Er scheint dabei jedoch mindestens übersehen zu haben, daß ein durch Minimalpreise und Börsenschluß erzeugtes höheres Kursniveau ein fiktives ist, das den wahren Verhältnissen nicht entspricht, und daß es nicht angängig ist, die Bedingungen neuer Anleihen auf der Grundlage solcher Scheinmärkte zu berechnen, wie die zweifelhaften Erfolge der englischen Kriegsanleihen beweisen.

Immerhin ist zu bedenken, daß die Börse bis zum 1. Januar vollkommen unabhängig von der Regierung war, und daß dies ein direktes Eingreifen des Schatzamtes erschwert haben mag, solange der Krieg noch nicht erklärt war.

## 2. Die Krisis auf dem Wechselmarkt und die Depositenbanken.

Gleichzeitig mit der Krise auf dem Effektenmarkt war die Deroute des Diskontmarktes, obschon es sich hierbei um einen Markt handelt, der, wie auch der Devisenmarkt, Paniken weniger ausgesetzt ist, da das Privatpublikum nicht auf ihm spekuliert.

Nach dem „Economist“ lautet der Privatsatz für die letzten vier Wochen vor Ausbruch des Krieges<sup>2)</sup> jeweils für Sonnabend:

<sup>1)</sup> Lloyd George im englischen Unterhaus am 27. November: An sich scheint mir diese Wendung etwas optimistisch. Einerseits hatte der Markt doch schon so gut wie oder überhaupt ganz versagt. Aber sei dem wie es wolle, es ist doch fraglich, ob der Londoner Markt Nachteile davon gehabt hätte, wenn er die zu Panikpreisen auf ihn abgeladenen Effekten aufgenommen hätte, wozu ihn übrigens niemand zwingen konnte. Allerdings dachte Lloyd George an die englischen Kapitalisten, die er vielleicht vor den Jobbern schützen zu müssen glaubte, ferner an den Regierungskredit, der durch ein schlechtes Kursniveau litt.

<sup>2)</sup> Anlage Nr. 3.



$17/8$ ,  $21/16$ ,  $21/8$ ,  $29/16$ . Am Sonnabend, den 1. August, gab es keinen Satz mehr. Man könnte versucht sein, dies allmähliche Ansteigen der Sätze als Folge der herannahenden Gefahr zu deuten, aber wie bei dem Effektenmarkt, so wird auch hier das allmähliche Anziehen von der Finanzpresse nicht auf die heranziehende politische Gefahr zurückgeführt; selbst der „Economist“, der sogar während des Krieges oft seine Ansicht unzweideutig zum Ausdruck gebracht hat, und bei dem daher damals gewiß nicht mit Schönfärberei gerechnet zu werden braucht, führt Zufälligkeiten und höchstens die Alsterkrise und andere innere Schwierigkeiten als Ursache der anziehenden Sätze an. Erst nach dem Ultimatum Österreich-Ungarns an Serbien trat die politische Sorge in den Vordergrund: also etwas später als auf den Börsen, wo wir die ersten Anfänge politischer Beunruhigung durch die Inside-Information der Dresdner Bank begründet fanden.

Eine solche Zurückhaltung auf dem Wechselmarkt äußert sich außer in dem Anziehen der Sätze regelmäßig zuerst in dem Zurückweisen der Akzepte nicht allererster Häuser, in London der Foreigners. Bald aber wurden auch andere Akzepte nicht mehr genommen, wie das aus dem schnellen Ansteigen der Kurse ersichtlich ist. Gerüchte von Runs auf erste Banken, besonders in Frankreich, durchschwirrten in den drei letzten Julitagen die Luft, und ob sie wahr waren oder nicht, sie warnten die Banken. Es hieß auf alles gefaßt sein und die Reserven bereit halten. Bald wiesen die Diskonteuere schon erste Bankakzepte zurück und stellten am 31. Juli ihr Diskontgeschäft ganz ein. Die letzten Notizen in der Anlage Nr. 3 stellen daher im wesentlichen nominelle Kurse dar.

Da infolge der Verschärfung der politischen Lage, am 28. und 29. Juli beginnend, ein allgemeiner Ansturm zwecks Abhebung von Depositionen auf alle Banken einsetzte, genügte es bald nicht mehr, aus Wechseln fällig werdende Gelder dem Diskontmarkt nicht wieder zur Verfügung zu stellen, sondern die Banken wurden auch gezwungen, die gewährten Darlehen aus dem Markt zurückzurufen, d. h. von den Börsenmitgliedern und den Diskontmaklern, denen die englischen Banken in außerordentlich großem Umfang Gelder zur Verfügung stellen. Die Diskontmakler wurden dadurch, soweit sie von der Bank von England diskontierbare Wechsel besaßen, gezwungen, sich durch Diskont von diesen Wechseln bei der Bank von England Geld zu beschaffen, denn andere nahmen ihnen die Wechsel nicht ab. Da die Diskontmakler in der Regel im Portefeuille sehr viel nicht bankfähiges Papier haben, z. B. „Trade Bills“ und „Foreigners“, weil sie darauf höhere



Zinsen bekommen, war ihre Lage äußerst gefährlich, und ein gewaltames Eintreiben der Gelder von Seiten der Gläubiger hätte sie gezwungen, die Zahlungen einzustellen. An der Börse aber hatten die Liquidationen und Exekutionen, wie schon gezeigt, zum völligen Stocken des Börsenverkehrs (30. Juli) und zum Schluß der Börse (31. Juli) geführt. Die Banken waren daher nicht mehr in der Lage, diejenigen Aktiven zu liquidieren, die sonst als liquideste galten: die kurzfristig ausgeliehenen Gelder (Money at call and short notice). Denn die Billbroker versagten und die Börse war geschlossen. So mußten sie auf ihre zweite Verteidigungsstellung zurückgehen: ihre Wechsel<sup>1)</sup> und Effekten, die sie allerdings nicht verkaufen, sondern nur bei der Bank von England diskontieren bzw. lombardieren konnten. Das ist ganz gegen die Regel, weil noch heute die Bank von England als Konkurrentin der Aktien-Banken gilt und daher nicht von ihnen in Anspruch genommen werden darf. Gleichwohl geschah es. So haben sich die liquiden Mittel zweiten Grades als liquider als die ersten Grades gezeigt.

Aber vor dieser Abweichung von dem Brauch, der ja nur eine noch dazu durch die Not diktierte Abweichung vom Gewohnheitsrecht darstellt, haben die Aktienbanken in dieser Zeit und auch später eine wohl nicht einwandfreie Politik befolgt. Statt, wie das Publikum verlangte, Schecks in Gold zu zahlen, haben sie von Freitag (30. Juli)<sup>2)</sup> ab die ihnen präsentierten Wechsel nur noch zum Teil in Gold, zum andern aber in Banknoten eingelöst, zuletzt nur noch in Papier. Dies mag mit zu dem Gerücht Veranlassung gegeben haben, daß ein Goldausfuhrverbot bestehe, und die Leute sind mit den Noten zur Bank von England geeilt, um sie sich in Gold austauschen zu lassen.

Es unterliegt wohl keinem Zweifel, daß eine solche Goldpolitik der Banken sehr erschütternd auf Vertrauen und Kredit wirken mußte, und sie ist wohl auch der beste Beweis, wie schwer erschüttert beides in den Augen der leitenden Bankleute schon damals war. Auch sie scheinen nur noch an den Wert des Goldes und nicht mehr an den des Kredits geglaubt zu haben. Sonst wäre in einer Krise, wie der damaligen, dies ein gar nicht zu verzeihender Fehler, wenigstens wird man das nach Maßgabe dessen, was hier bekannt geworden, und was

<sup>1)</sup> Die Wechsel gelten in England nur insofern als liquide, als sie eine so gewählte Anlage darstellen, daß jederzeit aus ihr Gelder eingehen, aber nicht wegen der Rediskontierbarkeit.

<sup>2)</sup> Am 29. Juli haben Bekannte des Verfassers und er selbst noch Gold bekommen.



die Theorie über die Bekämpfung der Krisen lehrt, sagen müssen. Auch die „Times“ vom 3. August teilt mit, daß die Clearing-Banken durch diese Maßregel der Bank von England Sorge gemacht hätten (added trouble to the Bank of England). Im Gegensatz zu dem „Economist“ läßt die „Times“ dies nur für einige Banken gelten, nicht aber für alle. Das Vorgehen wird dadurch noch unverständlicher, daß die Banken große Goldreserven halten: Die London City and Midland Bank allein gab in der Jahresbilanz für 1914 £ 8 000 000.— an: also nach der Krise!<sup>1)</sup>

Ich kann daher nicht den Gedanken von der Hand weisen, daß schon damals die Banken über die kriegspolitische Bedeutung des Goldes orientiert waren und daß Lloyd George sie schon damals auf die Notwendigkeit großer, greifbarer Goldvorräte in London hingewiesen hat. Der Eindruck, den die Maßregel machte, konnte ihm ja einerlei sein, so lange der wahre Grund nicht bekannt wurde: daß er das Gold der Banken im Kriege für die Bank von England brauche. Freilich, die Goldreserve der englischen Volkswirtschaft bei der Bank von England ist nicht allzugroß, ja im Vergleich zu anderen Zentralnotenbanken sehr gering. Später sind tatsächlich die Banken aufgefordert worden, ihre Goldvorräte der Bank von England anzugeben, und das kann nur den Zweck gehabt haben, sich ihrer zu bedienen, falls Not am Mann wäre.

Eine Tatsache scheint mir allerdings anzudeuten, daß doch viel reine Furcht und wenig kriegspolitische Überlegung bei der Maßregel der Banken im Spiel war. Ich weiß, daß ein großer Bankier seinen Beamten ihre Guthaben in Schecks — wie in England üblich — unaufgefordert ausgezahlt hat, damit sie nicht unter seinem eventuellen Zusammenbruch leiden sollten, und ihnen geraten, sich den Scheck in Gold einzulösen und das Gold in die Tasche zu stecken. Man stelle sich vor, wenn ein solcher Beamter dann bei seiner Bank findet, daß er kein Gold gegen seinen Scheck erhält!

Wenn dies die Stimmung in Bankkreisen und zwar in den ersten Bankkreisen war, kann man sich nicht darüber wundern, wenn die Kaufleute während der Krise und nach ihr allen Grund zu klagen hatten, daß sie nicht im nötigen Umfange Kredit erhielten und daß Lloyd George nicht nur damit drohen mußte, diejenigen Banken öffentlich bekannt zu geben, von denen er erfahren würde, daß sie zu zurückhaltend seien, sondern auch nicht mißzuverstehende Andeutungen im Parlament machte. Tatsächlich hat er am 19. August eine Umfrage

<sup>1)</sup> Da die anderen Banken ihren Bestand nicht bekannt geben, dürfte er allerdings erheblich kleiner sein.



an Kaufleute und Banken gemacht, ob sie in vernünftigen Grenzen während und nach der Krise Kredite erhalten hätten. Eine Zusammenstellung der Antworten auf diese Frage findet sich in der Anlage Nr. 4. Sie enthält relativ wenig Klagen. Von 7310 Firmen antworteten bis zum 26. August nur 969, daß sie fänden, die Bankhilfe sei vernünftiger Weise nicht mit der vor dem Kriege vergleichbar<sup>1)</sup>. Aber man muß bedenken, daß es für einen Kaufmann ein äußerst prekäres Zugeständnis ist, wenn er erklären soll, der Kredit, der ihm zur Verfügung stehe, sei mangelhaft: ein Zugeständnis, das seine Kreditfähigkeit auf immer vernichten kann, ganz abgesehen von der Gehässigkeit der befreundeten Bankverbindung gegenüber. Beachtenswert ist übrigens m. E. die Unklarheit der Fragestellung in Lloyd Georges Umfrage:

„Are the banking facilities now available reasonably comparable with those before the war?“

Kann man auf eine solche Frage eine präzise in tabellarische Form faßbare Antwort geben?

Ferner geht aus den wiederholten Zeitungsnotizen, in denen über Kreditnot geklagt wird, und aus den Versuchen, die Zurückhaltung der Banken zu beschönigen, deutlich hervor, daß einige der größten Banken eine übertriebene Vorsicht an den Tag gelegt haben. So finden sich im „Economist“ Andeutungen auf ganz bestimmte Banken, die zweifellos jeder, der diese Zeit in London mitgemacht hat, versteht und in der „Times“ findet sich ein Hinweis darauf, daß die Leiter der großen Bank (deren Name aber nicht genannt wird), die so zurückhaltend mit den Krediten gewesen sei, dies zweifellos nicht billigten, sondern vermutlich sei diese Zurückhaltung auf die Tätigkeit der Filialenleiter zurückzuführen, die nicht rasch genug von der Leitung benachrichtigt werden konnten: „bei so großen Instituten kein Wunder“<sup>2)</sup>.

### 3. Die Krise und die Bank von England.

Wenden wir uns nunmehr der letzten Komponente und zugleich dem Zentrum des englischen Geldmarktes zu: der Bank von England. In den drei Monaten, die der Krise vorangingen, zeigte der Status

---

<sup>1)</sup> Außer durch diese Anfrage stand Lloyd George von Anfang der Krise an fortgesetzt in Verbindung mit Handelshäusern und Banken und ließ sich ununterbrochen Berichte über die Lage zugehen.

<sup>2)</sup> Auch Lawsons Ausführungen lassen eine übertriebene Vorsicht bei den Banken erkennen (Britisch War Finance 1914/15).



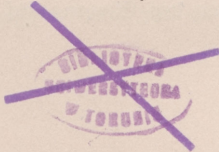
der Bank eine langsame aber stetige Kräftigung. Von Anfang Mai bis zum 22. Juli wies der Wochenschluß per Saldo mit zwei unbedeutenden Ausnahmen im Mai<sup>1)</sup> einen ständigen Zufluß von Gold auf, bis schließlich der Goldvorrat 40 Millionen Pfund Sterling erreichte. Die Notenzirkulation blieb ziemlich stationär, die fremden Gelder nahmen etwas ab, so daß das Verhältnis der „Reserve“<sup>2)</sup> zu den Verbindlichkeiten immer günstiger wurde und schließlich über 52% betrug. Erst mit der am 29. Juli schließenden Woche setzte ein Umschwung in dem Status der Bank ein. Der Goldbestand wies eine Abnahme von £ 2 000 000.— auf, davon sind 820 000 per Saldo exportiert worden, der Rest ging in die Zirkulation, die privaten Depositen (Other Deposits) vermehrten sich um nicht weniger als 12½ Millionen. Das Anwachsen dieser Guthaben ist bekanntlich immer bei kommenden Krisen zu verzeichnen, da die Banken ihre flüssigen Bestände und Reserven vermehren. Die „Reserve“ ging um 2½ Millionen zurück und das Verhältnis derselben zu den Passiven um 10% auf 40%. Die Folge von dieser Veränderung und von der Beanspruchung der Bank, die sich auch in der Vermehrung der „Securities“ um 14 Millionen zeigte, war die Erhöhung des Bankdiskonts um 1% auf 4% am 29. Juli.

Es scheint, als ob man sich noch nicht voll der Gefahren, die im Verzug waren, bewußt war, oder man hat, um beruhigend zu wirken, noch nicht eine so kräftige Erhöhung des Satzes vorgenommen, wie sie hätte erfolgen müssen. Am nächsten Tage aber war die Lage nicht mehr zu verkennen, und jeder erwartete unbedingt eine starke Erhöhung des Diskonts: 1 bis 2%.

Eine lange Reihe von Kommiss stand dann auch um 12 Uhr vor der Tür der Bank, an der die Diskontänderungen bekannt gegeben werden, um ihren Häusern die Erhöhung so bald wie möglich zu melden. Da trat ein Diener heraus und sagte: „No use waiting!“ d. h. der Satz wird nicht erhöht. Bald darauf liefen dennoch Gerüchte um von einer Erhöhung auf 6 bis 7% und eine aufgeregte Menschenmenge stand vor der Bank, aber keine Erhöhung fand statt. Um diese Zeit setzte ein m. E. regelrechter Run auf die Bank ein. Der ganze Platz vor der Bank füllte sich mit Neugierigen, die Leute, die ihre Noten eintauschen wollten, standen Queue bis auf die Straße, ein starkes Polizeiaufgebot hielt Ordnung. Nachdem noch am Morgen gesagt worden war:

<sup>1)</sup> Siehe Anlage Nr. 5.

<sup>2)</sup> Diese Art der Reserve-Berechnung beruht gewissermaßen auf einer Fiktion. Es wird angenommen, daß die Noten voll in Gold gedeckt sind, mit Ausnahme eines Kontingents von 18,55 Millionen. Der dann noch verbleibende Rest von Gold gilt als Deckung der Depositen.





„No use waiting“, wurde am Nachmittag um 5 Uhr doch der Bank-  
satz auf 8% erhöht. Am Abend diskontierte und ließ die Bank nur  
noch zu 10 und 10 $\frac{1}{2}$ % aus, und das New Yorker „Journal of Commerce“  
behauptete sogar, die Bank habe sich überhaupt geweigert, Gold für  
den Kontinent abzugeben mit der Begründung, sie habe kein Personal  
zum Verpacken (!), da alle beschäftigt seien; wenn man Gold wolle,  
solle man es sich gegen Noten an den Schaltern geben lassen (wo ja  
eine Reihe von Leuten bis auf die Straße hinaus stand!). Am Sonn-  
abend, den 1. August, erschien eine offizielle Presnotiz, die die Mög-  
lichkeit, daß die Bankakte suspendiert werden könne, und daß dies-  
bezügliche Unterhandlungen schwebten, trotz ihres unklaren Wortlautes<sup>1)</sup>  
erkennen ließ, die aber doch noch nicht viel zur Beruhigung beigetragen  
zu haben scheint. Zur Beruhigung trug erst bei, daß um 12 Uhr der  
Satz offiziell auf 10% erhöht und gleichzeitig der Beschluß gefaßt  
wurde, das Diskontgeschäft wie gewöhnlich fortzusetzen.

Es wird vielfach behauptet, ein Run auf die Bank habe nicht  
stattgefunden; die Leute, die draußen gestanden haben, hätten nur die  
Noten in Gold einwechseln wollen, weil sie Kleingeld für die Feier-  
tage oder zum Lohnzahlen wegen des 1. Augustes brauchten. Der  
äußere Anblick des Herganges läßt diese Behauptungen sehr zweifel-  
haft erscheinen. Sollte wirklich jeden 31. Juli der Platz vor der Bank  
so aussehen, wie an jenem Freitag? Aber auch der Bankausweis läßt  
uns nicht den Zeitungen glauben. Die Presse hat gemeint, mit der  
Behauptung, es sei kein Run gewesen, könne sie den Run beschwich-  
tigen, darum hat sie sie aufgestellt.

Der Bankausweis dieser Woche erschien allem Anschein nach  
für Donnerstag, den 6. August<sup>2)</sup>. Der Metallbestand war per Saldo  
um 10 $\frac{1}{2}$  Millionen Pfund zurückgegangen. Es waren davon per  
Saldo 2,29 Millionen Gold exportiert und mithin der Rest, also  
8,3 Millionen vom Verkehr absorbiert worden. Der Notenumlauf  
vermehrte sich um 7, die Sicherheiten um nicht weniger als 18 Millionen,

<sup>1)</sup> Siehe Anlage 7.

<sup>2)</sup> Beim Abdruck des Bankausweises bezeichnet ihn der „Economist“ allerdings  
als für den 7. August abgeschlossen. An anderer Stelle erwähnt er, daß das Datum  
des Abschlusses nicht ganz klar sei. Sollte aber der Bankausweis doch für Freitag  
(7. August) erschienen sein, so wären die an diesem Tage eingegangenen £ 3 236 000.—  
in Gold mit zu beachten, was den Verlust an Gold an dem Verkehr auf £ 11,5  
erhöhen würde. Übrigens ist nicht gesagt, daß nicht tatsächlich auch am Donner-  
stag ein Teil oder diese ganze Summe mit in den Goldbestand Eingang gefunden  
hat, da sie ja während der Bankfeiertage angekommen sein kann. Wir tun aber  
der Bank keinesfalls Unrecht, wenn wir im Text den Donnerstag als Abschluß-  
tag betrachten und den Eingang auf den Freitag annehmen.



aber die Privatdepósitos nur um  $2\frac{1}{3}\%$ , ein Beweis, daß die Vermehrung der Sicherheiten dem Zwecke gedient hat, Geld und Zahlungsmittel zu empfangen. Die Reserve sank auf 9 Millionen und das Verhältnis der Reserve zu den Passiven von 40 auf  $14\%$ . Das Verhältnis des Goldes zu den Passiven betrug nur  $26,4\%$ .

Es tauchen nun zwei Fragen auf: 1. Kann man aus dem Bankausweis den Schluß ziehen, daß ein Run stattgefunden hat? 2. Ist die Bankakte verletzt worden?

Was zunächst die Frage nach dem Run betrifft, so wäre die Ausgabe von  $8\frac{1}{2}$  Millionen Pfund Sterling an drei Tagen in den Verkehr ein untrüglicher Beweis für einen solchen, wenn wir nicht bedenken müßten, daß am 3. August die Mobilmachungsorder in London herauskam, und daß es möglich ist, daß die Regierung für diese Geld gebraucht hat. Da die Mehrausgaben der Regierung in der ersten Augustwoche gegen das Vorjahr zirka 9 Millionen (12 118 000 Pfund gegen 28 150 000) betrugen, kann man diese als Mobilisationskosten ansprechen. Daß diese ganzen 9 Millionen in Gold gebraucht wurden, ist einfach ausgeschlossen; aber es ist ebenso unmöglich, auch nur eine Schätzung über den vermutlichen Bedarf zu machen.

Ferner kommt in Betracht, daß es nicht gesagt ist, daß sich der Goldbestand der Bank nicht auch während der Bankfeiertage geändert hat. Der „Economist“ behauptet dies sogar<sup>1)</sup>. Bei den starken Ansprüchen, die an die Bank gestellt wurden und mit Rücksicht auf geschichtliche Präzedenzfälle<sup>2)</sup> darf man wohl annehmen, daß, wenn überhaupt solche „Bewegungen“ stattgefunden haben, sie zum Vorteil und nicht zum Nachteil der Goldreserve der Bank waren: zumal durch die Währungs-Gesetzgebung die Banken, wie weiter unten gezeigt werden wird, gefügig gemacht worden waren.

Ein zahlenmäßiges Bild über den Umfang der Abhebungen läßt sich also nicht geben. Es sei aber doch noch erwähnt, daß Lloyd George am Freitag, den 7., und sogar noch am Samstag vormittag, den 8. August, im Parlament die Existenz eines Queues von Gold einziehenden Leuten bei der Bank von England zugeben mußte.

Die Frage, ob die Bankakte jemals während der Krise aufgehoben worden sei, ist von Lloyd George im Parlament ausdrücklich

<sup>1)</sup> Siehe auch Anmerkung 2 S. 18.

<sup>2)</sup> 1907 borgte z. B. die Bank von England Anfang Mai 40 Millionen Franken in Gold von der Bank von Frankreich und ließ im Herbst bei ihr für 2 Millionen Pfund Wechsel rediskontieren und für ihre Rechnung 3 Millionen Pfund Gold nach Ägypten schicken (Hulfegger, Bank von England 310 f.).



verneint worden<sup>1)</sup>. Wir haben daher m. E. keinen Grund, daran zu zweifeln, daß sie nicht durch einen Regierungsakt oder auch einen Brief vom Schatzsekretär suspendiert wurde. Eine andere Frage ist aber, ob nicht vielleicht gegen das Gesetz mehr Noten ausgegeben worden sind, als zulässig. Hierzu ist folgendes zu erwähnen: Am Sonnabend vormittag<sup>2)</sup> wurde von den Leitern der Bank nach Hinaufsetzen der offiziellen Bankrate von 8 auf 10% der Beschluß bekannt gegeben, wie gewöhnlich zu leihen und zu diskontieren (was schon zur Beruhigung beitrug). Dieser Beschluß aber enthält mit Rücksicht auf die schwachen Reserven schon in sich die Absicht, die Bankakte wenn erforderlich, zu verletzen.

Ferner enthält das Gesetz über die Zirkulation kleiner Noten in Paragraph 3 eine Indemnität für diejenigen, die seit dem 1. August die Notengesetzgebung verletzt haben<sup>3)</sup>. Das wäre nicht nötig gewesen, wenn nicht eine Gesetzesverletzung vorgekommen wäre. Die Möglichkeit, daß dies bei den schottischen oder irischen Notenbanken vorgekommen ist, muß aber auch in Betracht gezogen werden. An sich beweist aber m. E. die Existenz dieses Paragraphen ohne weiteres, daß die Notengrenze irgendwo überschritten wurde.

Dafür, daß es sich dabei um die Bank von England handelt, würde die außerordentliche Erhöhung des Bankdiskonts in den beiden Krisentagen von 4 auf 10% sprechen, eine Maßregel, die doch sicherlich nicht darauf berechnet sein kann, die Krise zu mildern, sondern mehr auszieht, wie Öl ins Feuer, während die schottischen Banken z. B. nur auf 8% erhöhten. Die Erhöhung des Diskonts innerhalb zweier Tage von 4 auf 10% ist ohne Präzedenz. Ich könnte mir denken, daß sie vorgenommen worden ist, als die leitenden Männer sahen, daß sie nicht mit ihrem Satz von 4% durchkämen, um eine Rückendeckung wegen der Gesetzesverletzung zu haben. Daß sie mit 4% durchzukommen versuchten, scheint daraus hervorzugehen, daß sie die Erhöhung erst so spät, am Nachmittag um 5 Uhr, vorgenommen haben, was ebenfalls sonst nicht vorkommt. Der Freitagnachmittag dürfte vielmehr die Erkenntnis gebracht haben: Es geht doch nicht, und mit ihr die Erhöhung der Rate.

Endlich spricht der Status, trotz seiner 9 Millionen Reserve, nicht gegen die Tatsache. Daß man es nicht hat zeigen wollen, daß

---

<sup>1)</sup> Leider ist es nicht möglich, den wörtlichen Parlamentsbericht zu erlangen, so daß der Wortlaut dieser Erklärung, auf den ja sehr viel ankommt, noch nicht kontrollierbar ist.

<sup>2)</sup> Times vom 3. August unter Money Market.

<sup>3)</sup> l. c. Anlage Nr. 6.



die Bankakte verletzt war, ist doch wohl klar, und daß sich in solchen Fällen Mittel und Wege finden lassen, durch Vorgen von Gold usw. (z. B. auch aus der indischen Goldreserve<sup>1)</sup>), ist nicht von der Hand zu weisen.

Endlich die Tatsache, daß die Aktienbanken sich ein neues Papiergeld geschaffen haben, die Clearinghouse-Zertifikate, spricht auch dafür, daß die Bank nicht recht hat weiterarbeiten können und wollen, sonst wäre das nicht nötig gewesen. Über dieses Papiergeld weiter unten. Ich komme somit zu dem Schluß, daß nichts gegen die Möglichkeit einer Verletzung der Bankakte spricht, wenn auch ein einwandfreier Beweis hierfür noch nicht — vielleicht niemals — geführt werden kann. Sie mag verletzt worden sein und wenn auch nicht unter dem Schutze einer ausdrücklichen Erlaubnis des Schatzamtes (in pursuance of a letter) so doch mit seiner Billigung (in pursuance of its authority<sup>2)</sup>).

\* \* \*

Der Fall, den die nationalökonomische Wissenschaft schon seit Bagehot vorausgesehen hat, ist jetzt in England eingetreten, schärfer denn je zuvor. Er hat zufällig brauchbare Männer gefunden, die sich bewußt waren, daß sie ihre Aufgaben, gute Darlehn zu gewähren und dadurch den Kredit des Landes zu retten, wenn nicht im Rahmen des Gesetzes, so doch außerhalb desselben und gegen dasselbe erfüllen mußten und erfüllt haben oder hätten.

Diesmal hat man in Deutschland ja seine Freude an der Krise und an den Schwierigkeiten, die aus dem Bestehen der Bankakte entstanden sind, gehabt, aber für die Zukunft wäre es doch zu wünschen, daß dies veraltete Gesetz, in dessen Aufhebung die Zauberformel besteht, die die Krisen bannt, das auf veralteten falschen Theorien beruht, und schon so manche Krise für die Welt geschaffen oder doch mindestens verschärft hat, endlich einmal durch ein modernes ersetzt wird. Es ist aber bei dem englischen Festhalten an dem Alten nicht wahrscheinlich, daß hier eine radikale Änderung getroffen wird, um so

---

<sup>1)</sup> Aus der 2000000 Pfund Sterling „released“ (d. h. freigelassen, in den Verkehr übergeführt) wurden, und mithin in die Bank flossen. Vergleiche auch Oberfohren, „Englands Indischer Goldschatz“ in „Weltwirtschaft, Zeitschrift für Weltwirtschaft und Weltverkehr“ 1914/15 p. 280.

<sup>2)</sup> Übrigens handelt es sich hierbei nur um einen Streit mit Worten: Die Ausgabe der kleinen Noten und die Ausstattung der Postanweisung mit gesetzlicher Zahlkraft bedeuten dem Sinn nach tatsächlich eine Durchbrechung der Bankakte, da sie ja ein nicht goldgedecktes Papiergeld darstellten.



weniger, als ja der Präzedenzfall für die Ausgabe ungedeckter Regierungsnoten jetzt vorhanden ist. Aber selbst mit dieser bleibt die Lücke in der Wirtschaftsordnung bestehen, die darauf beruht, daß Mittel als flüssig betrachtet werden, die tatsächlich in Krisenzeiten, wo sie am flüssigsten sein müssen, nicht flüssig sind.

Zusammenfassend kann man sagen: Die Bank hat, der alten Regel folgend, jedem, der in normalen Zeiten Kredit bei ihr gefunden hätte, gegen normale Sicherheit Kredit gegeben, sie hat die Einlösung der Noten in Gold nie unterbrochen und scheint die Auffassung gehabt zu haben, daß sie nicht durch Ansammeln der Goldreserve, sondern durch Beruhigung der Krise dem Vaterland am besten diene.

Unders aber haben, wie oben gezeigt, die Aktienbanken gehandelt. Freilich hat es die Bank von England leichter gehabt als jene, denn sie konnte wissen und wußte, daß, wenn ihre Reservemittel aufgebraucht wären, die Regierung eingreifen werde. Tatsächlich sind ihre Reservemittel aufgebraucht worden, und die Regierung hat eingegriffen.

---

## Anhang I.

### Über die Gestaltung der Devisenkurse.

Bei der Betrachtung der Devisenkurse müssen wir stets bedenken, daß dieselben nicht von den Zahlungsbeziehungen eines Landes zu einem anderen, sondern durch die Gesamtheit der zu einer gegebenen Zeit zu leistenden Zahlungen bestimmt werden. Zahlungsverpflichtungen von einem Lande zu einem anderen hingegen werden so vollkommen durch die Arbitrage ausgeglichen, daß ein Einfluß auf die Wechselkurse aus ihnen nicht oder kaum zu merken ist, es müßte denn sein, daß sie die Gesamtzahlungsbilanz beeinflussen. Dies ist eine der wenigen Geldregeln, die sich auch während des Krieges bis zu einem gewissen Grade erhalten hat<sup>1)</sup>.

Wenn wir dies bedenken, so erhellt ohne weiteres, daß wir bei der Betrachtung der Devisenkurse zuerst die Zahlungsbilanz eines Landes überhaupt und die Erscheinungen auf dem eigenen Geldmarkt und den Wert des Geldes auf ihm, in zweiter Linie die Verhältnisse des Landes, mit dem wir es ver-

---

<sup>1)</sup> So begann während des Krieges der Rubelkurs in Berlin zur gleichen Zeit wie auf den anderen Märkten (in London und Paris usw.) zu sinken, weil Schweizer Bankhäuser Rubelnoten in Frankreich aufkaufen und nach Berlin senden konnten, und die Bewegung des Rubelkurses entsprach dadurch in Berlin der der Weltmärkte, von denen es mit allen Mitteln der Kunst abgeschnitten war.



gleichen wollen, seinen Geldmarkt usw. untersuchen müssen, daß aber die tatsächlichen Zahlungsbeziehungen zwischen den beiden Ländern nur eine untergeordnete Bedeutung haben.

Dies gilt natürlich auch bis zu einem gewissen Grade von Krisen- und Kriegszeiten, in denen der Devisenmarkt als der wenigst spekulative<sup>1)</sup> am längsten intakt bleibt. Ja, als 1914 der Diskontmarkt schon versagt hatte, waren Devisen noch erhältlich, wenn auch zu Kursen, wie sie in ruhigen Zeiten wegen der Goldpunkte unmöglich sind.

Alle Kurse, mit Ausnahme des Francs, hatten die Tendenz, zugunsten<sup>2)</sup> Londons zu verschwinden, doch war am Dienstag, den 28. Juli, noch kein Kurs gestrichen, wenn auch die Notierungen schon unnormale waren, so Paris und Berlin:

Devise	Parität und Goldpunkte	25. Juli	27. Juli	28. Juli	29. Juli	30. Juli	31. Juli
Paris	25,32 $\frac{1}{2}$ ca.	25,17 $\frac{1}{2}$	25,14 $\frac{1}{4}$	25,11	24,70	24,75	—.
	25,22 $\frac{1}{4}$	bis	bis	bis	bis	bis	—.
	25,12 $\frac{1}{2}$ ca.	25,18 $\frac{1}{2}$	25,15 $\frac{1}{4}$	25,12 $\frac{1}{2}$	25,10	25,15	—.
Berlin	20,52	20,52 $\frac{1}{2}$	20,52	20,53	20,55	—.	—.
	20,43	bis	bis	bis	bis	—.	—.
	20,34 ca.	20,53 $\frac{1}{2}$	20,53	20,55	20,70	—.	—.

Die Devise Berlin, die sich schon seit Juni in der Nähe des Goldpunktes gegen Deutschland gehalten hatte, erreichte ihn am 24. Juli und überschritt ihn am 25. Juli mit 20,53 $\frac{1}{2}$ <sup>3)</sup>, um am 30. Juli für Kriegsdauer ganz zu versagen.

Die Devise Paris verschwand zuungunsten Londons vermutlich infolge der Effektenverkäufe auf der Londoner Stock Exchange.

Am schlimmsten aber für den englischen Geldmarkt war der Zusammenbruch des Dollarkurses. Nach New York waren von England große

<sup>1)</sup> Nur in Petersburg bestand in Friedenszeiten ein Spekulationsgeschäft, und zwar in Rubel.

<sup>2)</sup> Wenn auch die Ausdrücke „günstig“ für Devisenkurse, die den Goldimport erleichtern und „ungünstig“ für solche, die den Export erleichtern, auf veralteten Theorien beruhen und ein Werturteil zu enthalten scheinen, das ihnen nicht zukommt, bediene ich mich ihrer dennoch, weil sie unzweideutig sind, während die Ausdrücke hoch und niedrig bei der umgekehrten Art der Kursnotiz in London und Berlin leicht mißverstanden werden können, was auch von den Worten „fest“, „schwach“, „flau“, und wie die Börsenausdrücke alle heißen, gilt.

<sup>3)</sup> Bis kurz vor dem Krieg konnte tatsächlich 20,53 als oberer Goldpunkt gelten. Unter besonderen Umständen mag es schon früher, etwa bei 20,52 $\frac{1}{2}$  gelohnt haben, Gold zu exportieren, aber den Goldpunkt noch höher anzugeben, würde fehlerhaft sein. Siehe auch Swoboda, Arbitrage.



Mengen Effekten gesandt worden<sup>1)</sup>; Kredite waren in England nicht zu erhalten, der Gegenwert mußte in Gold remittiert werden. Bei den außerordentlich großen zu zahlenden Summen, um die es sich handelte<sup>2)</sup>, war es nicht möglich, dies zu tun, und so stieg die Devisen gegen New York bis zum Kurse von \$ 7.— für £ 1.—. Brief, bei einer Parität von 4,867 und den Goldpunkten von 4,89 und 4,827, also um beinahe 50%. Zu diesen Kursen wurden allerdings keine Geschäfte abgeschlossen, da eben überhaupt keine Devisen London in New York zu bekommen war. Die höchsten Kurse, zu denen Geschäfte geschlossen worden sind, waren zirka 5,20, auch zu 6 scheinen noch einzelne Abschlüsse getätigt worden zu sein, aber nicht zwischen Banken. Schon am 28. und 29. Juli erschwerte der hohe Dollarstand die Geschäftstransaktionen, dann brach er allmählich zusammen und setzte daher den Effektenverkäufen auf dem New Yorker Markt ein Ende.

Die Ankunft des Goldes, das aus New York nach London zu Zahlungen verschifft wurde, scheint erst nach der Krise erfolgt zu sein: denn nach Schluß der Bankfeiertage erschienen allein am Freitag £ 2 155 000.— aus New York in der Bank von England. Am 30. Juli waren mit Ausnahme von Paris, das noch den Kurs von 24,80 zu 25,15 aufwies, alle Notierungen nominell. Der Pariser Kurs ist auch durchaus unnormal, wenn man bedenkt, daß in ruhigen Zeiten eine Spannung von 1 Centime viel ist. Am 31. Juli war auch Paris nicht mehr zu handeln.

Es hat sehr lange gedauert, bis die Devisen wieder in Ordnung kamen. Zur Veranschaulichung ihrer Kursbewegungen füge ich die Kurse der Rubel, Dollar, holländischen Gulden und Francs in den Anlagen Nr. 8—11 für Kriegsdauer bei.

---

<sup>1)</sup> Über die außerordentlich großen Effektenverkäufe vergl. z. B. den Bericht des Hauses Hallgarten & Co. vom November 1915.

<sup>2)</sup> Zur Zeit, als Paish nach New York gesandt wurde, das ist etwas später (siehe Devisen im Anhang II), wurde die Verschuldung Amerikas an England auf 250 Millionen Dollar in der Presse geschätzt; da der Goldpool, der später gebildet wurde, \$ 150 Millionen betrug oder betragen sollte (siehe Anhang II), und man schwerlich den ganzen Schuldbetrag zu remittieren beabsichtigt haben durfte, erscheint mir diese Schätzung begründet.



## II. Teil.

# Die Bekämpfung der Krise.

### 1. Die Moratoriengesetze.

Die von der Regierung ergriffenen Maßnahmen zur Wiederherstellung des Geldmarktes bezweckten eine langsame Liquidierung der illiquid gewordenen Aktiva und damit die Wiedergewinnung der Betriebsmittel der Banken und des Handels. Es hieß in erster Linie: Zeit gewinnen und zu diesem Zwecke wurden eine Reihe zum Teil sehr eingreifender Moratorien erlassen.

Nur uneigentlich hierher gehört das Börsenmoratorium: Einerseits, weil es — wenn auch vielleicht von der Regierung angeregt — von Privaten durchgeführt wurde, andererseits, weil es viel weiter geht als das umfassendste Moratorium. Dieses suspendiert nur die Zahlungen und verlegt sie auf einen spätern Zeitpunkt, jenes verbietet überdies jeden Handel in den gewohnten Räumen. Dazu kommt, daß wir in ihm höchstens zum Teil ein Kampfmittel gegen die Krise, sicherlich aber weitgehend eine Folge derselben zu sehen haben: Dienen die hier zu besprechenden Moratorien dazu, die illiquid gewordenen Mittel allmählich wieder liquid zu machen, so war es gerade das Börsenmoratorium, das sie illiquid gemacht hatte.

Es ist der englischen Regierung vorbehalten gewesen, das einschneidendste Moratorium zu verkünden, das dieser Krieg überhaupt bei seinem Ausbruch erlebt hat, und das bisher in der neuern Geschichte nur in den mexikanischen Wirren und im Jahre 1907 in einigen entlegenen amerikanischen Staaten<sup>1)</sup> zur Anwendung kam: die Proklamierung von gesetzlichen Bankfeiertagen (Bankholidays).

Der „Economist“ vom 1. August hofft noch, daß der eine Sonntag (2. August) und der Bankfeiertag Montag<sup>2)</sup> (3. August) genügen

<sup>1)</sup> Hultegger, Bank von England, S. 301.

<sup>2)</sup> Der erste Montag im August ist in der Regel gesetzlicher Feiertag.



würde, die Erregung zu beschwichtigen und wieder eine ruhigere Beurteilung der Lage zu ermöglichen. Es ist von hier aus nicht zu entscheiden, ob das der Fall gewesen wäre. Die Regierung hat die Frage wohl mit Rücksicht auf das mangelhafte Währungssystem verneint und hat in letzter Stunde<sup>1)</sup> drei weitere Tage, Dienstag, den 4., Mittwoch, den 5. und Donnerstag, den 6. August, zu Bankfeiertagen erklärt. An diesen Tagen war jeglicher Zahlungsverkehr eingestellt, wie an einem Sonntag oder noch richtiger, einem englischen 2. Weihnachts- oder Pfingstfeiertag.

Lloyd George hat dieses Moratorium damit begründet, daß für den Druck der unten besprochenen kleinen Banknoten keine Vorkehrungen getroffen worden waren<sup>2)</sup>. Es habe für die Regierung gegolten, Zeit zu gewinnen, um alles hierzu Erforderliche vorzubereiten. Das würde heißen, daß die Regierung von diesem Zusammenbruch, den wir seit Bagehot in jedem nationalökonomischen Lehrbuch über den englischen Geldmarkt in Aussicht gestellt finden, völlig überrascht worden ist. Die Herstellung der Banknoten dürfte bei ihrer notorisch schlechten Ausführung<sup>3)</sup> kaum der alleinige Grund für die Bankfeiertage gewesen sein, sondern man kann wohl annehmen, daß auch die anderen wirtschaftlichen Kriegsmaßregeln in dieser Zeit getroffen werden mußten<sup>4)</sup>. Ferner war eine noch stärkere Krise für den Tag möglicherweise in Aussicht, an dem die Mobilisierung und die Kriegserklärung und die Beteiligung Englands am Weltkriege stattfinden würde. Es war erforderlich, die City vor eine vollendete Tatsache in politischer Hinsicht zu stellen, denn nichts ist für sie gefährlicher als Unsicherheit. All das konnte nur in 5, nicht aber in 2 Tagen geschehen. So proklamierte der König am Montag, den 3. August, morgens, also am üblichen Bankfeiertag, daß ferner die oben genannten drei Wochentage ebenfalls Bankfeiertag sein sollten.

<sup>1)</sup> Lloyd Georges (Rede im Parlament vom 6. August) erklärte, bei Erlass des Wechselmoratoriums habe die Regierung noch nicht gewußt, daß die Bankfeiertage prolongiert werden würden; das war am 2. August.

<sup>2)</sup> l. c. z. B. Economist vom 8. August S. 269.

<sup>3)</sup> Lawson nennt die Noten Gepäckzettel. Überhaupt klagte alles über ihre Anansehnlichkeit. Auch wurde der Druck von Reklamen in Gestalt von Banknoten verboten, da dieselben zur Täuschung benutzt würden. Am 22. Oktober wurden sie durch Erlaß eingezogen und durch neue ersetzt. Im Parlament ist am 7. August sehr über die Anansehnlichkeit der Noten geklagt worden.

Die Vereinigten Staaten von Amerika dagegen hatten z. B. den Druck von Notstandsnoten rechtzeitig vorbereitet.

<sup>4)</sup> Wozu auch wohl die Vorbereitung anderer wirtschaftlicher Maßregeln, wie die des allgemeinen Moratoriums, die Seeversicherung usw. zu verstehen sein dürften.



Als diese Feiertage zu Ende waren, fand man England nicht nur mit einer neuen Geldverfassung vor, sondern es war ein neues England, das in jeder Richtung mit seinen Traditionen brechen mußte oder schon gebrochen hatte.

Die erste Maßregel, die die Regierung ergriff, war der Erlaß eines Wechselmoratoriums. Dies geschah schon am 2. August, noch bevor die Bankfeiertage proklamiert waren<sup>1)</sup> und — beachtenswerterweise — bevor die Regierung das Recht zu solchen Proklamationen hatte, das sie erst am folgenden Tag erhielt.

England gehört durch dieses Wechselmoratorium zu denjenigen Ländern, die am frühesten ein Moratorium proklamiert haben. Rußland, Österreich-Ungarn und Dänemark, deren monatäre Verhältnisse niemals auch nur als annähernd so stark wie die Englands gegolten haben, sind die andern Länder, die schon vor oder am 2. August zum Erlaß eines Moratoriums schritten. Auch hieraus kann man den Grad der Erschütterung des englischen Geldmarktes ermessen, muß aber bedenken, daß England am meisten von allen Ländern im internationalen Verkehr steht und dadurch am meisten durch die internationale Zahlungsstockung getroffen wird.

Die Proklamation enthielt im wesentlichen folgendes: Der bereits akzeptierte Wechsel wird in einer von der Regierung vorgeschriebenen Form<sup>2)</sup> nochmals mit dem Akzept versehen, und die um die Zinsen erhöhte Summe wird noch einmal in dem neuen Akzept aufgeführt. Die Prolongation geschieht durch diese Wiederakzeptierung zunächst um 30 Tage — die Frist wurde später verlängert —, die Zinsen berechnen sich nach dem Bankdiskont des Tages der Neuakzeptierung. Für dies Moratorium kommen in Betracht alle, vor dem 4. August, dem Tage der Kriegserklärung an Deutschland, akzeptierten Wechsel. Dies ist der erste Werktag, nach dem üblichen Bankfeiertag, der offenbar deshalb gewählt wurde, weil man noch nicht wußte, daß die Tage bis zum 6. August inklusive auch Bankfeiertage sein würden.

<sup>1)</sup> Ja, bevor sie den Beschluß zum Erlaß von Bankfeiertagen gefaßt hatte, womit Lloyd George dies offenbar übereilte Moratorium zu entschuldigen sucht: "The Proclamation was issued to deal with a very special emergency as we were not aware that the Banks would not open on Tuesday and in order to releave the bill market . . . . It was never our intention to continue the moratorium merely to the bill market, but when the Bankholiday was continued, we had time to consult the interests . . . ." (Im Unterhaus am 6. August, zitiert nach der Times vom 7. August.)

<sup>2)</sup> Die Wiederakzeptierungsformel lautete: Reaccepted under Proclamation for £ . . . . . (die erhöhte Summe wird eingefüllt).

Unterschrift: . . . . .

Datum: . . . . .



Welchen Zweck die Neuakzeptierung hat, ist schwer zu erklären, wenn man sich vor Augen hält, daß vier Tage später ein allgemeines Moratorium erlassen wurde, das sich auch auf Wechsel bezog und sich nur dadurch von dem Wechselmoratorium unterschied, daß für den reaktzeptierten Wechsel Zinsen zum jeweiligen Banktag für die Dauer der Prolongation zu zahlen waren, also vom 8. August an 5<sup>0</sup>/<sub>100</sub>, während für nichtreakzeptierte Wechsel nach Maßgabe des allgemeinen Moratoriums 6<sup>0</sup>/<sub>100</sub> hätten gezahlt werden müssen. Über diese unterschiedliche Behandlung sind Mitteilungen nicht bis zu uns gelangt. Nur über die Berechtigung des Moratoriums überhaupt, die nach der noch nicht widerrufenen Ansicht der Regierung gegeben war, wurde gestritten<sup>1)</sup>. Folgendes sei dazu erwähnt:

Der Handel war durch die Kriegsangst und die Finanzkrisen in allen Ländern ins Stocken geraten. Die Akzepthäuser vermochten bei dem völligen Versagen des Handels und der Unsicherheit auf den Meeren ihre Forderungen nicht einzuziehen, die ihnen in allen Ecken und Enden der Welt offen standen. Auf der Börse fanden sie auch keine Möglichkeit, sich aus ihrem Kapitalbesitz flüssige Mittel zu schaffen, um ihre Wechsel zu bezahlen, und ihr money at call and short notice war uneinbringbar. Die Bank von England brauchte selbst Hilfe, ja war vielleicht schon weiter gegangen, als sie durfte, konnte also nicht zu ihrem Schutz in Anspruch genommen werden. Sie waren daher unfähig, ihre Akzepte einzulösen, und die Regierung mußte sie, da ihr Zusammenbruch den Zusammenbruch des englischen Handels überhaupt bedeutet hätte<sup>2)</sup>, schützen und stützen. Dies geschah durch das Wechselmoratorium. Dabei diente die Reaktzeptierung der Wechsel vielleicht dem Zweck, daß die sich des Moratoriums bedienenden Häuser sich offen als zahlungsunfähig bekennen mußten, was einem Ansporn zur Bezahlung gleichgekommen wäre.

Was bedeutet dieses Wechselmoratorium für den englischen Geldmarkt? Die Akzepte der großen Akzepthäuser bilden zwar nicht in dem Sinne wie bei uns die Bankakzepte in den Portefeuilles der großen Banken ein liquides Aktivum, das man jederzeit bei der Notenbank

---

<sup>1)</sup> Auch der „Economist“ steht auf diesem Standpunkt, dagegen bezeichnen Lawson und Withers die Proklamation des Moratoriums als unnötig, ohne sich jedoch m. E. dabei auf andere Tatsachen berufen zu können, als daß die Opposition im Parlament bei der Besprechung der Notstandsmaßregeln erklärt hat, die Regierung habe eher zu viel als zu wenig getan, was aber genau so gut auf die Garantien Bezug haben kann. (Unterhausdebatte vom 27. November.)

<sup>2)</sup> I. c. Lloyd Georges Ausführungen über die Naturalisierung des Barons v. Schröder (ebendort).



rediskontieren kann, denn die großen Joint Stock Banken rediskontieren nicht, aber sie bilden eine Anlage, die so gewählt ist, daß jeden Tag große Summen aus ihr fällig werden, die genügen, um auch große Rückzahlungen auf Depositenschulden zu machen. Wird nun für diese Wechsel ein Moratorium proklamiert, so wird auch dieses Hilfsmittel der Banken immobilisiert. Die Effekten und das money at call and short notice sind durch das Börsenmoratorium und das Versagen des Diskontmarktes immobilisiert. Von den Debitoren ist gar nicht zu sprechen. Die Folge dieses Wechselmoratoriums ist also, daß die liquiden Anlagen der Banken nunmehr alle nachhaltig illiquid geworden, daß die flüssigen Mittel der Banken ohne Ausnahme erstarrt sind.

Und daraus ergibt sich: Die Banken können dem Publikum keine Zahlungsmittel zur Verfügung stellen, und das Publikum kann nichts bezahlen. Aus dieser Notlage ist ein allgemeines Moratorium das einzige Rettungsmittel.

Beim Moratorium müssen zeitlich zwei große Abschnitte unterschieden werden: Erstens der des beinahe allgemeinen Zahlungsaufschubes, und zweitens der eines weitgehenden Rechtsstillstandes.

Das Moratorium umfaßt alle Zahlungen aus Wechseln<sup>1)</sup>, Orderpapieren, Handelspapieren und Verträgen und verschob ihre Fälligkeit um einen Monat, mindestens aber auf den 4. September, sofern die Verträge, aus denen sie zu leisten waren, vor dem 4. August abgeschlossen worden waren<sup>2)</sup>. Eine Reihe von Ausnahmen wurde anerkannt, nämlich: 1. Lohnzahlungen, 2. alle Zahlungen bis zu fünf Pfund, 3. Steuern und Abgaben an den Staat, 4. Seefrachtzahlungen, 5. Zinsen und Dividenden auf mündelsichere Papiere, 6. Zahlungen von Leuten außerhalb der britischen Inseln (diese Bestimmung wurde in dem Erlaß vom 12. August modifiziert, ist aber für den zum Durchbruch gelangten Protektionismus charakteristisch), 7. die Einlösungspflicht der Banknoten, 8. Zahlungen an und von der Regierung, 9. Alters- und Versicherungsrenten, 10. Zahlungen auf Depositen aus der Trustee Savings Bank.

Lloyd George hat dies Moratorium damit begründet<sup>3)</sup>, daß dem Ansammeln von Gold Privatleuten gegenüber vorgebeugt und ferner den Kaufleuten Zeit gewährt werden müsse, sich den neuen Verhältnissen anzupassen. Er meinte, der normale Lauf der Geschäfte würde dadurch nicht allzusehr leiden.

<sup>1)</sup> Die also doppelt berücksichtigt sind.

<sup>2)</sup> Wer zahlen wollte, durfte es natürlich tun.

<sup>3)</sup> Unterhausrede vom 5. August, l. c. auch Economist S. 272.



Diese Ausführungen stehen im Widerspruch mit den meinigen. Es ist hier wohl nicht nötig auf das Bedenkliche eines Moratoriums hinzuweisen. Zudem scheint es mir doch außer allem Zweifel zu stehen, daß es auch in England einfachere Mittel gegeben hätte, der Zurückhaltung des Goldes vorzubeugen, als ein Moratorium, wo doch die Banknoten und die Currency Notes an sich gesetzliche Zahlungskraft haben. Es genügt, die Banken anzuweisen, in Papier zu zahlen, und auch die Bank von England dürfte Mittel und Wege gefunden haben, ihre Noten nicht in Gold einzulösen. Die Frage, ob es nicht weit weniger einschneidend gewesen wäre, die Bank von der Einlösungspflicht vorübergehend zu suspendieren, als die gesamten Zahlungen des Landes zu verschieben, steht jedenfalls offen. Der wahre Grund dürfte vielmehr in der Erstarrung des englischen Zahlungsverkehrs, der Zahlungen vielfach unmöglich gemacht hat, und die Gewöhnung der Kaufleute an die neuen Verhältnisse zu suchen sein. Das beweisen auch die Worte des Marquess of Crewe im House of Lords am 31. August. Er führt aus, daß die Aufhebung des Moratoriums ganz unmöglich sei, da die Verwirrung in der Kaufmannschaft so ernst werden würde, daß sie, die Lords, die Verantwortung für die Beseitigung der Aufhebung von Verbindlichkeiten aus der Zeit vor dem Krieg nicht tragen könnten. Daneben durfte der Schutz gegen die Abhebung von Gold nur in zweiter Linie in Betracht kommen.

Es scheint, daß die Banken es nicht nötig gehabt haben, von dem Moratorium viel Gebrauch zu machen, wenigstens behauptet es der „Economist“, und es wäre nicht hoch genug anzuschlagen, wenn das der Fall wäre, im wohlverstandenen Interesse der Banken selbst, des Geldmarktes und des ganzen Landes. Wir müssen uns aber hüten, diese Kraft der englischen Banken deswegen zu überschätzen, denn durch das Gesetz über das Notstandsgeld hat es ihnen Lloyd George sehr leicht gemacht.

Es ist die natürliche Wirkung eines jeden Moratoriums, daß es immer weitere Kreise zieht, und es immer schwerer wird, daraus hinauszukommen, je länger es dauert. Tatsächlich hat sich die englische Regierung genötigt gesehen, das abgelaufene Moratorium zu verlängern. Es ist nicht bekannt, ob das von vornherein beabsichtigt war. Es wäre jedenfalls richtig gewesen, wenn die Verlängerung auch in Aussicht genommen worden ist, sie nicht gleich kund zu tun, damit die Kaufleute in ihrer Absicht, Zahlungsmittel zu beschaffen, nicht erlahmen. Tatsächlich hat Lloyd George nach der ersten Verlängerung des Moratoriums erklärt, daß eine zweite nicht ausgeschlossen sei, aber daß er hoffe, diese werde endlich zum Abbau führen<sup>1)</sup>.

<sup>1)</sup> I. c. 3. B. Economist S. 449.



Wie dem auch sei, es wurde am 19. August von der Regierung eine Umfrage an die an dem Moratorium interessierten Kreise gerichtet, ob sie für die Aufrechterhaltung des Moratoriums seien oder nicht; ob sie eine sofortige, eine teilweise und allmähliche, oder gar keine Abschaffung für richtig hielten. Es wurden bis zum 26. August von ungefähr 8200 Häusern Antworten eingesandt (wobei die Stock Exchange mit ihren über 6000 Mitgliedern als eine zählt). Davon waren etwa 4500 für eine Aufhebung des Moratoriums, also die große Hälfte: Fabrikanten, Kaufleute und Detailhändler. Gegen die Aufhebung waren die Antworten der Banken und Bankiers in der Mehrzahl, von den 17 Billbrockers, die gefragt wurden, 16, und von den Börsenmitgliedern alle<sup>1)</sup>. Wenn also das Moratorium aufrecht erhalten wurde, so erhellt hieraus, daß es zugunsten der Banken und des Geldmarktes geschehen ist.

Am 30. September erschien die Proklamation, die die Beendigung des Moratoriums anbahnte und verfügte.

Zahlungen aus Mietverträgen (rent), aus Geschäften mit Detailkäufern und solche durch das Moratorium prolongierte Schulden, auf die die aufgelaufenen Zinsen nicht gezahlt worden seien<sup>2)</sup>, sollten am 4. Oktober fällig werden, für die anderen wurde das Moratorium noch einmal letztmalig bis zum 4. November verlängert.

Aber auch mit diesen beiden Daten fand das Moratorium nur offiziell sein Ende, tatsächlich besteht es noch weiter fort in der Form der Courts Emergency Power Act.

Dies Gesetz verbietet jede gerichtliche und zwangsweise Eintreibung von Schulden mit ganz wenigen, unbedeutenden Ausnahmen, wenn nicht die Erlaubnis bestimmter Gerichtshöfe (High Court, County Court oder eines Court of Summary Jurisdiction) dazu erlangt ist. Ob diese Erlaubnis gegeben werden wird oder nicht, steht im Ermessen des Gerichtshofes. Er kann sie verweigern, wenn die Zahlungsunfähigkeit des Schuldners auf den Krieg zurückzuführen ist (dies ist schließlich bei fast allen Zahlungseinstellungen im Krieg der Fall) und dem Schuldner eine ihm, dem Gerichtshof, angemessen erscheinende Frist zur Zahlung stellen. Das Gesetz gilt scheinbar auch für Forderungen, die nach Ausbruch des Krieges entstanden sind, es ist aber

<sup>1)</sup> Für die genauen Zahlen siehe Anlage Nr. 12a und den Wortlaut der Umfrage Anlage 12b.

<sup>2)</sup> Bei diesen Schulden handelte es sich also um schlechte Gläubiger, und die Maßregel hat offenbar den Zweck, Klarheit zu schaffen, ein Zug, den wir in der Notstandsgesetzgebung Englands immer wiederkehren sehen.



infolge seiner unklaren Fassung nicht recht ersichtlich, in welchem Umfang; sicher findet es auf Mietzverpflichtungen, die nach der Kriegserklärung eingegangen sind und 50 Pfund jährlich nicht übersteigen, Anwendung. Bei anderen Forderungen kommt es wohl allein im wesentlichen auf den Zeitpunkt des Kontraktabschlusses an, ob vor oder nach dem 4. August.

Das Gesetz gibt den Gerichtshöfen eine außerordentliche Machtvollkommenheit über den Zahlungsverkehr, und erschwert dadurch die Möglichkeit, die Qualität der Schuld vor dem Zahlungstermin zu beurteilen. Der „Economist“<sup>1)</sup> bemerkt dazu, daß sich die Regierung mit diesem Gesetz außerstande erklärt habe, das Moratorium überhaupt abzuschaffen, daß es nur der Form nach, nicht aber de facto beseitigt sei, und noch dazu in einer außerordentlich unklaren Fassung weiter bestehe. Dies, sowie die Bemerkung desselben Blattes, daß der Wortlaut des Gesetzes schlecht sei, daß aber durch den weiten Spielraum, den es den Gerichten gebe, dennoch ein Erfolg nicht ausgeschlossen erscheine, halte ich für durchaus berechtigt. Es ist immer zu bedenken, daß der englische Richter stets ein großes Maß von Selbständigkeit gehabt hat und stets mehr nach Billigkeit als nach dem Buchstaben zu urteilen gewohnt war, so daß man wohl annehmen darf, daß im allgemeinen die Folgen nicht gar zu schlimm sein werden.

Auch werden wirklich große Häuser, und auf die kommt es doch im internationalen Verkehr hauptsächlich an, sich nicht dazu bewogen fühlen, den Schutz des Gesetzes in Anspruch zu nehmen, der ihnen ja den gesamten Kredit für immer rauben würde. Dagegen ist zweifellos, daß im Lande selbst eine gewisse Rechtsunsicherheit Platz greifen wird.

## 2. Das Notstandsgeld.

Man hat vor dem Kriege gesagt, daß die englische Währung die Scheckwährung sei, und dem liegt, so undeutlich und terminologisch verkehrt es auch ausgedrückt ist, ein richtiger Gedanke zugrunde, ja vielleicht noch mehr, als der Satz im täglichen Leben zu enthalten scheint. Mit keinem Geldsurrogat wird in England mehr gezahlt, als mit Scheck, und so sagt man: er ist die Währung. Die wirkliche, unschätzbare Bedeutung des Schecks liegt nicht in seinem Wesen als Währung, sondern darin, daß er die Elastizität der englischen Währung ersetzt, die die Bankakte nicht gebracht hat. Statt die bei der

---

<sup>1)</sup> S. 564.



Bank in Anspruch genommenen Kredite in Notenform abzuheben, wie das z. B. bei uns noch heute vielfach geschieht, verfügt der englische Kaufmann mit einem Scheck über seinen Bankkredit und macht daher die Ausgabe von Noten unnötig. Dadurch ist ein elastisches Notentontingent überflüssig<sup>1)</sup>. Die Bank von England kann so viele Kredite bewilligen wie sie will, solange sie nicht in Notenform oder in Gold abgehoben werden. In diesem Falle sind zwei Möglichkeiten gegeben: Entweder sie bleiben überhaupt als Reserven des Kreditnehmers stehen — bei der weiter unten zu besprechenden Diskontgarantie und dem daraus sich ergebenden ungeheuren Diskontgeschäft der Bank von England dürfte dieser Fall häufig eingetreten sein —, oder sie werden einem anderen Konto bei der Bank gutgebracht; bis sie aber wirklich abgehoben werden, ist besonders in Zeiten starker Depression ein langer Weg. Die Gefahren, die dieses System hat, sind nicht gering und gerade bei der jetzigen Krise scharf zum Ausdruck gekommen. Es ist auf das Vertrauen begründet, und schwindet dieses, so kann keine Macht der Welt es gewaltsam zurückbringen. Dann steht die Maschine der englischen Währung mit ihrem ganzen Kreditssystem still, und eine Nebenerscheinung dieses Zusammenbruchs ist ein außerordentlich starker Bedarf an gesetzlichen Zahlungsmitteln, da der Scheck als solcher nicht mehr seine Funktionen ausübt.

Die Regierung war daher vor die doppelte Aufgabe gestellt: die stockende Maschine des englischen Kreditystems, wie sich Lloyd George ausdrückte, wieder in Gang zu bringen, d. h. den illiquiden Geldmarkt wieder liquide zu gestalten, zweitens das Volk mit Zahlungsmitteln zu versehen. Der einfachste Weg hierzu wäre vielleicht eine Suspension der Bankakte gewesen, aber obschon die Regierung wissen ließ, daß sie nicht davon zurückstehen würde, wenn es erforderlich sei, hat sie ihn nicht beschritten. Vermutlich haben Rücksichten auf das Prestige des englischen Geldmarktes und auf die Tatsache, daß es sich bei der Bank von England um ein Privatinstitut ohne Staatsaufsicht handelt, den Ausschlag gegeben. Die Regierung hat daher die vier Bankfeiertage benutzt, um ein ganzes System neuer Zahlungsmittel und eine ganz neue Währung zu schaffen.

Im ganzen können wir in der Krisenzeit vier verschiedene Arten von neuen Geldsorten und Geldsurrogaten ihrer wirtschaftlichen Funktion und ihrer gesetzlichen Gestalt nach unterscheiden:

1. Die Currency Notes, ausgegeben unter dem Gesetz vom 6. August 1914: Der Currency and Bank Notes Act 1914.

<sup>1)</sup> M. W. ist diese Tatsache zuerst von Bagehot („Lombard Street“) in ihrer ganzen Bedeutung herausgearbeitet worden.



2. Die Postal Orders, unter dem gleichen Gesetz.

3. Die Certificates, Anweisungen unter dem Currency and Bank Notes Amendment Act 1914 vom 28. August.

4. Die Clearinghouse Certificates, die freier Vereinbarung ihren Ursprung verdanken.

Die Currency Notes vertreten in erster Linie das Gold, das die Bank von England nicht mehr ausgeben will und soll. Sie existieren zu £ 1.— und zu 10/.— sh., und werden von dem Schatzamt, nicht von der Bank, ausgegeben. Das Schatzamt bedient sich der Bank lediglich als Vermittlerin hierzu. Als die Banken am Freitag, den 7. August ihre Schalter öffneten, waren die ersten drei Millionen Pfund dieser Noten fertiggestellt, und es konnten dann täglich fünf Millionen gedruckt werden.

Zwölf Tage später waren 16,6 Millionen gedruckt und teils im Verkehr, teils in der Bank von England<sup>1)</sup>. Über die Zahlenverhältnisse erfährt man erst genaueres von dem Zeitpunkt ab, an dem die regelmäßigen Ausweise „Issue Accounts“<sup>2)</sup> zu erscheinen begannen: Am 26. August<sup>3)</sup> waren 21,5 Millionen ausgegeben, wovon allerdings fast 11 Millionen bei der Bank von England lagen. Ihre Ausgabe ist regelmäßig weiter gestiegen und betrug Ende Juli etwa 45,4 Millionen Pfund Sterling, wovon 5,4 Millionen in der Bank von England lagen. In diesem Umfang erfüllten sie ihre Pflicht, das Volk mit Umlaufsmitteln zu versehen, und gleichzeitig den Gebrauch von Gold unnötig zu machen.

Die weiteren Aufgaben dieser Noten lassen sich am besten an Hand der Deckungsvorschriften erkennen. Ihre Deckung ist eine sehr eigentümliche. Sie kann bestehen: 1. in Gold, 2. in Staatspapieren oder 3. in Vorschüssen an beliebige vom Schatzamt vorgesehene Personen. Im letzteren Falle sind die Aktiva der betreffenden Person an erster Stelle für die Noten verpfändet<sup>4)</sup>.

Eine eigene Golddeckung hat für die Noten in erster Zeit gar nicht bestanden, obschon sie jederzeit bei der Bank von England in Gold einlösbar waren. Dies ist sehr beachtenswert. In dem Umfang, in

<sup>1)</sup> Mitteilung der Frankfurter Zeitung.

<sup>2)</sup> Anlage 13.

<sup>3)</sup> Für die Möglichkeit einer Beurteilung der Lage auf dem englischen Geldmarkt und bei den Banken während und kurz nach der Krise ist der späte Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Ausweise sehr zu beklagen, hat aber vermutlich gerade den Zweck, sie zu verschleiern.

<sup>4)</sup> Außerdem findet sich seit dem 19. Mai ein Investment Account (Anlage-Konto) von etwa 300 000.— Pfund Sterling, über dessen Zusammensetzung nichts mitgeteilt wird.



dem diese Noten nicht in Gold oder durch die „Reserve“ der Bank gedeckt sind, ist de facto die Bankakte suspendiert. Eine eigene Golddeckung erschien zum erstenmal im Ausweis vom 9. September. Damals teilte die Bank von England mit, daß sie drei Millionen Pfund zur Einlösung kleiner Noten abgezweigt habe. Seitdem wurden bis zum März regelmäßig wöchentlich Goldbeträge bis zu £ 2 000 000.— beiseite gesetzt, so daß schließlich eine Deckung von beinahe  $\frac{3}{4}$  in Gold erzielt wurde. Aber hierauf haben sich die Wechselkurse so sehr zu ungunsten Englands gestellt, daß die Bank Gold ausführen mußte, und so hat sie seitdem nur noch einmal am 19. Mai £ 1 000 000.— für die kleinen Noten zurückgestellt. Ihre Ausgabe ist nichtsdestoweniger ständig gestiegen, so daß die Deckung Ende Juli auf nicht ganz  $\frac{2}{3}$  zurückging, während die Goldreserve  $28\frac{1}{2}$  Millionen Pfund Sterling betrug.

Trotz dieser Noten erhellet aus den Bankausweisen, daß fortgesetzt Gold in den Verkehr abgeflossen ist, statt umgekehrt. Mit einer einzigen Ausnahme weist jeder Bankausweis einen höhern Importsaldo in der Bilanz auf, als tatsächlich der Goldbestand zugenommen hat. Daran sind nicht nur Abzweigungen von Gold auf Separatkonten schuld. Allerdings haben die Noten in ganz natürlicher Weise den Verkehr ohne Gold ermöglicht. Soweit sie ausgegeben sind, ist Gold nicht nötig: das ist im Betrag von £ 40 000 000.— oder Mk. 800 000 000.— der Fall. Die Ausprägung von Goldmünzen ist denn auch im Jahre 1914 um zirka die Hälfte gegen das Vorjahr zurückgeblieben, d. h. möglicherweise, daß nur im ersten Semester geprägt wurde.

Zweitens können die Noten durch „Staatspapiere“ gedeckt sein. Da es Staatsnoten sind, sie also die Staatsgarantie an sich haben, kann man hierbei von einer Extradeckung nicht sprechen, ja es mutet komisch an, wenn man sie überhaupt als Deckung bezeichnen will. Die Gesetzgebung hat hier, vielleicht mit Absicht, eine Möglichkeit geschaffen, beliebig viel Papiergeld zu drucken und den Krieg damit zu finanzieren. Sie braucht dazu nur Schatzscheine an die Bank von England gegen Notstandsnoten zu diskontieren<sup>1)</sup>. Zunächst war diese „Deckung“ noch nicht notwendig. Erst am 2. September wurden die am 26. August als bei der Bank von England ruhend aufgeführten Notstandsnoten im Betrage von zirka £ 11 000 000.— (= Mk. 220 000 000) zum Ankauf von Staatsicherheiten verwandt. Es ist nicht bekannt geworden, ob es sich dabei um Interventionen im größten Maßstabe handelte oder um die Finanzierung allgemeiner Staatsausgaben in

<sup>1)</sup> Die Bank von England ist mit der Verwendung der Noten betraut.



Form der Unterbringung von neuen Titres. Nachdem dies Konto im Dezember bis auf fast 17 Millionen Pfund angeschwollen war, wies es Ende Juli zirka 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub> Millionen auf.

Die dritte Deckung besteht in Darlehen an „von dem Schatzamte zu bezeichnenden Personen“. Als solche hat es Notenbanken, Banken und Sparkassen bezeichnet, nicht aber die Postsparkasse. Diese Darlehen sind eine theoretisch und praktisch sehr interessante Art der Deckung. Sie werden bis zu 20% der Depositen und Kontokorrent-Passiva (nicht der Aktiva!) gewährt und sind zum jeweiligen Banktag von Tag zu Tag zu verzinsen. Sie ermöglichen es daher den Darlehnsnehmern, auf die Depositen, trotz des Moratoriums, Rückzahlungen in ihrem Belieben zu machen, und dabei wird gleichzeitig der doppelte Zweck verfolgt: das Publikum mit Zahlungsmitteln zu versehen und die Banken liquide zu gestalten. Den Banken wird dadurch ein außerordentlicher Gefallen getan: sie brauchen ihre Aktiva nicht zu versilbern, was ja, wenn überhaupt, nur mit großen Verlusten möglich gewesen wäre. Dagegen mußten sich aber die Banken bereit erklären, die Regierungsmaßnahmen hinsichtlich der Unterstützung des Handels zu fördern<sup>1)</sup>. Als Sicherheit für dies Darlehen besteht eine erste Forderung gegen die Aktiva der Bank (floating charge), eine Form der Verpfändung, wie sie nach deutschem Recht nicht möglich ist, und zweifellos auf eine Gefährdung der Gläubiger hinausläuft. Eine Bemerkung über die Qualität der Banken, denen diese Darlehen gewährt werden, enthalten das Gesetz und die Verordnungen nicht. Die Zinsen des Darlehens werden von Tag zu Tag nach dem jeweiligen Banktag berechnet. Zurückgezahlte Darlehen können jederzeit wieder erneuert werden, solange sie 20% der Depositen und Kontokorrent-Passiva nicht übersteigen.

Durch die Ausgabe dieser Noten von seiten der Banken an das Publikum wurde ausgesprochenenmaßen der Zweck verfolgt, das Publikum mit Zahlungsmitteln zu versorgen und dadurch eine zu eingreifende Wirkung des Moratoriums hintanzuhalten; es war den Banken die Möglichkeit gegeben, trotz desselben Zahlungen zu leisten, das ist natürlich für den späteren Abbau des Moratoriums von Wichtigkeit.

Zweitens versorgten sie das Publikum mit Umlaufsmitteln, an denen es sehr fühlbar infolge des Zusammenbruchs des Schecksystems fehlte.

---

<sup>1)</sup> Lloyd George im Unterhaus am 27. November: „Sie wurden unter der ausdrücklichen Voraussetzung unterstützt, daß sie den Handelshäusern helfen würden...“ (They were supported under the distinct understanding that they would assist the traders...)



Endlich hat es den Banken, nachdem ihre alten „liquiden“ Anlagen alle erstarrt waren, neue, völlig flüssige Mittel zum Betrieb ihres eigenen Geschäfts in die Hand gegeben. Rein rechnerisch waren damit in der That 20% ihrer täglich fälligen Verbindlichkeiten durch flüssige Mittel, man möchte sagen durch Kasse, gedeckt<sup>1)</sup>!

Da die Noten gesetzliche Zahlkraft (legal tender) hatten, konnten sie nicht an den Bankschaltern zurückgewiesen werden; und wenn ein Run kam, brauchten die Banken überhaupt nichts auszusahlen, da sie das Moratorium schützten.

Ein in allen Banken zum Auszug gebrachter Auszug aus einer Parlamentsrede von Lloyd George, in der er die Leute, die Gold abheben wollten, in schärfster Weise als Feinde des Vaterlandes bezeichnete, hätte eine solche Zahlungsverweigerung der Banken mit einem patriotischen Glorienschein umgeben.

Über den Umfang, in dem diese Darlehn von den Banken in Anspruch genommen wurden, hat Lloyd George im Parlament Mitteilungen gemacht<sup>2)</sup>. Danach hat sich der im Anfang in Anspruch genommene Darlehnsbetrag auf nicht weniger als 13 Millionen Pfund Sterling oder mehr als eine Viertel Milliarde Mark belaufen<sup>3)</sup>. Der erste Ausweis (Issue Account) über die Notenausgabe wies über £ 6 000 000.— an solchen Darlehen auf. Auch diese wurden aber sehr rasch bis auf £ 139 000.— zurückgezahlt. Diese Summe figurirt aber seit geraumer Zeit in unveränderter Höhe, und der Verdacht liegt daher nahe, daß sie eine faule Schuld darstellt, da der Geldmarkt so flüssig war, daß jede nur halbwegs solide Bank sich um 2 bis 3% niedriger Geld hätte verschaffen können. Wenn aber wirklich ein Teil dieser Schuld verloren geht, ja, wenn es auch die ganze wäre, so wäre das mit etwa 1% von den obigen 13 Millionen gewiß nicht viel, und sicherlich würde der Verlust reichlich durch das aufgewogen, was die Nation durch die Darlehen gewonnen hat: daß das Moratorium nicht lähmender auf Handel und Industrie gewirkt hat, als es bei jedem

---

<sup>1)</sup> Ebenfogut wie die Banken die Guthaben bei der Notenbank unter cash at hand and at the Bank of England erscheinen lassen, könnte man diese fiktive Kasse als cash at the Bank of England gelten lassen.

<sup>2)</sup> Im Unterhaus am 27. November.

<sup>3)</sup> Niemand fragte an, ob die Ausgabe zufriedenstellend gewesen sei, er hätte persönlich keine bekommen können, sein Bankier habe ihm mitgeteilt, es habe eine Klemme (hitch) gegeben. Lloyd George antwortete, die Ausgabe sei befriedigend, er bedaure hören zu müssen, daß einige Banken nicht mit Noten versorgt seien, er hätte schon vordem etwas derartiges gehört und sich mit den Behörden in Verbindung gesetzt, um alles ordnen zu lassen. Er höre, es sei alles jetzt in bester Ordnung.



Moratorium natürlich ist. Infolge der zweiten großen Kriegsanleihe, die eine allgemeine Versteifung der Geldverhältnisse, ja scheinbar ähnliche Zustände wie bei Ausbruch des Krieges, gebracht hat, wurden auch diese Darlehn wieder von seiten der Banken in Anspruch genommen und zwar im Betrag von drei Millionen Pfund Sterling, also etwa 60 000 000.— Mark. Da diese Darlehn jederzeit bei Krisen wieder in Anspruch genommen werden können und voraussichtlich auch werden, ist jedes Urteil über mutmaßliche Verluste noch als verfrüht zu betrachten. Die Vorschüsse an die Sparcassen sind in den ersten Ausweisen noch im Steigen, dann aber bis Januar vollständig zurückgezahlt worden. Über die Behandlung der schottischen und irischen Notenbanken haben lange Meinungsverschiedenheiten bestanden; man war sich nicht ganz klar, ob die Currency Noten auch dort, in gleicher Weise wie in England, zur Ausgabe gelangen sollten<sup>1)</sup>. Endlich hat man festgesetzt, daß die schottischen und irischen Notenbanken eigene Noten in erhöhtem Umfang auszugeben berechtigt sein sollten, sofern sie Currency-Noten als deren Deckung hätten. Das kam auf genau dasselbe hinaus, als ob die Noten im Verkehr wären, nur daß eine Gewöhnung an das neue Geld nicht nötig wurde. Die Noten wurden den schottischen und irischen Notenbanken in gleicher Weise als Darlehn gegeben, wie den Depositenbanken, und sie wurden auch von Anfang an von ihnen gebraucht, aber sehr rasch zurückgezahlt; schon am 16. September weist der Issue Account keine Darlehn an Notenbanken mehr auf: Immerhin ein Beweis, daß das eigene Notenkontingent ausreichte.

Für alle diese Erörterungen gilt natürlich die Voraussetzung, daß die unten besprochenen „Certificates“ in den Veröffentlichungen der Issue Accounts mit als Currency-Noten betrachtet werden: Es wäre dies das einzig richtige und normale Verfahren. Bei den Verschleierungskünsten der englischen Regierung während dieses Krieges kann man sich aber nicht mit Sicherheit darauf verlassen, daß es geschehen ist. Weder in der Presse, noch in den Gesetzestexten, den offiziellen Veröffentlichungen oder den erreichbaren Parlamentsberichten findet sich über diese Frage irgendeine Notiz. — Ein Umstand spricht allerdings für die Behandlung der Zertifikate als Noten: Das Wiedererscheinen der Darlehn in den Ausweisen bei der 2. Kriegsanleihe, weil es sich damals um Zahlungskraft der Banken und nicht um Umlaufsmittel gehandelt haben dürfte.

Man hat den Anschein erwecken wollen, als dienten die kleinen Noten ausschließlich dem Zweck, das Gold in seiner Funktion als Umlaufsmittel im Verkehr zu ersetzen, nachdem das Umlaufsmittel Scheck

<sup>1)</sup> Lloyd George a. a. O.



verschwunden war und durch Gold nicht ersetzt werden sollte. Dies ist aber nicht der Fall. Wenigstens nicht soweit es die Darlehn an Depositionsbanken betrifft. Nach dem Amendment zum Currency and Bank Notes Act 1914 vom 28. August in Verbindung mit den Ausführungsbestimmungen ist es möglich, statt der Noten, unter den gleichen Bedingungen wie diese, Zertifikate als Darlehn zu erlangen. Das hat nach den offiziellen Auslassungen<sup>1)</sup> „den Zweck, daß die Banken Kredit zu denselben Bedingungen erhalten wie vermitteltst Currency Noten, und daß die Kosten des Druckes und der Herstellung der Noten und die damit verbundenen Gefahren vermieden werden, außer wenn die Noten tatsächlich für den Umlauf gebraucht werden“.

Da die Zertifikate die Noten vertreten, so unterliegt dieses Darlehn denselben Bedingungen wie die Noten, die als Darlehn gewährt werden, aber der wirtschaftliche Zweck ist, trotz der unschuldig klingenden offiziellen Auslassung des Schatzamtes, ein wesentlich anderer: Dort wurde das Darlehn gegeben, um es den Banken zu ermöglichen, Umlaufsmittel bei der Abhebung der Depositen in das Volk zu pressen, da es an Umlaufsmitteln fehlt, hier wird den Banken ein Darlehn an die Hand gegeben, die Zahlungen untereinander zu leisten, hier handelt es sich um die Beschaffung von Zahlungskraft. Dort galt es, dem kleinen Mann die Verfügung über sein Guthaben bei der Bank ohne Scheck zu ermöglichen. Daher war es ein sehr geschickter Zug, die Noten in Relation zu den Passiva statt zu den Aktiva zu bringen. Hier gilt es, den Banken eine Möglichkeit zu geben, ihren Verpflichtungen untereinander im Clearing House nachzukommen, ihnen neue liquide Mittel in die Hand zu geben, da ihre alten erstarrt waren.

Es unterliegt wohl keinem Zweifel, daß die Gesetzgebung diesen Zweck von Anfang an verfolgte, es war aber nicht möglich, das nachzuweisen. Durch die Currency and Bank Notes Amendment Act 1914 in Verbindung mit der offiziellen Publikation vom 27. August<sup>2)</sup> ist es aber m. E. geschehen. Bei der Currency and Bank Notes Act 1914 handelt es sich nicht nur um den Ersatz des Goldes als Zirkulationsmittel durch Noten und Schecks, sondern um die Beschaffung neuer Zahlungskraft, die die Gefahr des Inflationismus nahe bringen kann.

In welchem Umfang diese Zertifikate zur Anwendung gelangt sind, ist, wie schon oben ausgeführt, nicht mit Sicherheit festzustellen. Auffallend ist jedenfalls der rasche Rückgang der Darlehn in den Veröffentlichungen, der den Gedanken nahelegt, daß die Noten durch Zer-

<sup>1)</sup> Manual of Emergency Legislation S. 136.

<sup>2)</sup> a. a. O.



tifikate ersetzt wurden, und die Darlehn daher nicht mehr im Issue Account erschienen. Wenn dies nicht der Fall ist, muß man wohl sagen, daß das Amendment post festum kam, wie aus der Tabelle Anlage Nr. 13 ersichtlich. Ob und in welchem Umfang diese Zertifikate inflatorisch gewirkt haben, läßt sich natürlich gar nicht sagen.

Eine diesen durch die Currency and Bank Notes Amendment Act 1914 herausgegebenen Zertifikaten der Form und dem Wesen nach verwandten Charakter weisen jedenfalls die Clearing House Zertifikate auf. Nach dem „Economist“<sup>1)</sup> schafften die Banken solche für ihren privaten Verkehr an. Ich habe leider außer dieser Notiz im „Economist“ nichts darüber finden können, so daß zuerst die Vermutung nahe lag, es handle sich um eine mißverständliche Auffassung der oben geschilderten Regierungszertifikate. Dies dürfte aber doch nicht der Fall sein, und ich will, da sie alles enthält, was ich darüber ermittelt habe, die Notiz in Übersetzung hier folgen lassen:

„Die Banken haben Zuflucht zu Clearing House-Zertifikaten genommen, um ein Umlaufsmittel für ihren eigenen Gebrauch zu haben, eine Methode, wie sie die Amerikaner in der Krise von 1907 angewandt haben. Die Zertifikate werden durch die Niederlegung von Werten beim Clearing House gesichert<sup>2)</sup> und dienen lediglich als Umlaufsmittel (negotiable instruments), um die Salden der Banken auszugleichen. Sie werden die Öffentlichkeit nicht berühren.“

Es handelt sich also gewissermaßen um tägliches Geld gegen Hinterlegung von Sicherheiten bei dem Clearing House, denn das ist ja der eigentliche wirtschaftliche Zweck vom täglichen Geld, daß es zum Ausgleich der Salden dient.

Bei dem vollständigen Fehlen allen Materials über diese Zertifikate ist es müßig, etwas über sie zu sagen. Vor allem müßte man doch Mitteilungen über die Höhe der Verzinsung der aus den Zertifikaten entspringenden Darlehn besitzen, ferner über den Umfang, in dem man zu ihnen Zuflucht nahm.

Wenn es wahr ist, daß sie dem Zwecke dienen, die Salden auszugleichen, würde man vielleicht zwischen den Regierungszertifikaten und diesen Clearing House-Zertifikaten insofern einen Unterschied feststellen können, als diese kurzfristiger waren als jene, die eher den Zweck eines bankmäßigen Betriebskredites verfolgten. Indessen ist das keine scharfe Unterscheidung, da ja auch tägliches Geld oft als

<sup>1)</sup> Seite 272.

<sup>2)</sup> Schon daraus ergibt sich, daß es sich nicht um die oben besprochenen Zertifikate handeln kann, die keine spezielle Sicherheit hatten, sondern denen die Aktiva der Bank an erster Stelle verpfändet waren.



bankmäßiges Betriebsmittel verwandt wird. Jedenfalls war es ein vollkommenes Novum, von den Clearingbanken ein Faustpfand zu fordern, oder gar die Hinterlegung desselben bei einer neutralen Stelle. Nur der Geldcharakter der Zertifikate dürfte dies in den Augen der Banken entschuldigt haben.

Das letzte Glied in der Kette der neuen Zahlungsmittel sind die Postanweisungen nach Maßgabe des Abschnitts I 6 des Currency and Bank Notes Act 1914. Er lautet: „Um einem dringlichen Bedarf zu begegnen (immediate exigency), sollen alle Postanweisungen, die vor oder nach dem Erlaß dieses Gesetzes emittiert worden sind, zeitweise Umlaufs- und Währungsgeld (current and legal tender) in dem Vereinigten Königreich sein, und zwar in derselben Weise, in demselben Umfang und im gleichen Wert wie Umlaufsmünzen, und sie sollen bis zu jedem Betrag im Vereinigten Königreich gesetzliche Zahlungsmittel sein.“

Die Postanweisungen waren bei der Bank von England in Gold einlösbar, sie wurden aber von der Post ausgegeben<sup>1)</sup>.

Auf den ersten Blick meint man beim Durchlesen der Gesetzesbestimmung, wie auch des „Economist“, es handle sich darum, die fehlenden Currency Noten, die in der Geschwindigkeit von drei Tagen nicht hergestellt werden konnten, durch ein anderes bereits vorhandenes Zahlungsmittel zu ersetzen. Zu dieser Ansicht wird man um so mehr neigen, als ja die Bankfeiertage offiziös damit begründet wurden, daß man Zeit für den Druck der Noten gewinnen wolle. Tatsächlich liegen die Verhältnisse aber anders.

Um die Bedeutung dieser Bestimmung zu verstehen, müssen wir uns kurz das Problem der englischen Post Office Savings Bank vor Augen führen<sup>2)</sup>. Diese Sparkasse wurde von Gladstone gegründet, um für die Staatszwecke Gelder auch ohne Vermittlung der Banken zu erhalten. Das bei der Post eingezahlte Geld wurde also in Staatspapieren angelegt, und zwar zum Teil in Schatzwechseln und Kommunalpapieren, aber zum weit überwiegenden Teil in Kon-

<sup>1)</sup> Die englischen Postanweisungen werden bekanntlich nicht wie bei uns ausgefüllt und der Nennbetrag bei der Post eingezahlt, sondern man kauft sich die Postanweisung in beliebiger Höhe — es gibt sie zu allen häufig vorkommenden Beträgen, auch zu ungeraden Zahlen. Sollte eine Summe nicht vorhanden sein, so werden Briefmarken im fehlenden Betrag auf die nächstniedrigste aufgeklebt. Dann schickt man sie an denjenigen, an den man eine Zahlung leisten will. Dieser löst sie bei der Post ein. Dadurch haben die Postanweisungen mehr Geldcharakter als bei uns.

<sup>2)</sup> cf. Hufstegger a. a. O., Seite 283 ff., Lawson, Modern War and War Finance Part IV. London 1912.



folgt. Nach Sulzberger waren die Anlagen am 31. März 1911 die folgenden:

Konsols: . . . . .	£ 96 249 484.—
Amnities: . . . . .	£ 12 822 014.—
Irish Land Stock: . . . . .	£ 31 575 714.—
Terminable Amnities	
Kapitalwert: . . . . .	£ 19 727 997.—
Exchequer Bonds and Treasury Bills: £	5 558 610.—
Total £	201 400 473.—

Dem standen nahezu £ 200 000 000.— Spareinlagen gegenüber. Die einigermaßen liquiden Anlagen waren die Schatzwechsel mit ungefähr  $2\frac{1}{2}\%$ ; denn die Konsols und noch mehr die Kommunalanleihen und Irish Land Stock, die zum weitaus größten Teil überhaupt bei der Post lagen, also nur einen ganz geringen Markt hatten, müssen als völlig illiquide gelten, haben es auch stets getan. Kasse war als Deckung nur unter  $1\%$  vorhanden. Die Regierung hat fortgesetzt in die Postsparkasse Zuschüsse leisten müssen, da die Konsols zu den höchsten Kursen gekauft und nun infolge des Kursrückganges zirka  $30\%$  gefallen waren.

Das Problem, was aus der Postsparkasse im Falle einer Krise werden solle, hat daher fortgesetzt alle Kreise beschäftigt, zuletzt Sulzberger, der in seinem Buch noch 1914 auf die schwere Gefahr, die diesem Institut bei einem Weltkrieg drohe, hinweist. Als einziges Ergebnis aller Bemühungen und Reden ist die Aufhebung der Ausweise durch die Savings Bank Act 1904 zu verzeichnen gewesen, wenigstens soweit es bekannt geworden ist.

Mit etwa  $2\frac{1}{2}\%$  liquiden Mitteln und weniger als  $1\%$  Kasse mußte die Postsparkasse der Krise von 1914 begegnen.

Da scheint durch die Currency and Bank Notes Act 1914 das Ei des Kolumbus gefunden: Was kann es Einfacheres geben, als die Post, die ihre Spargelder illiquid angelegt hat, dazu zu ermächtigen, statt mit Geld, mit ihren Anweisungen Auszahlungen auf die Einlagen zu machen! Die Post, von der man Zahlung verlangte, zahlte in der Provinz wie in London statt in Gold in Anweisungen auf Zahlungen von sich selbst, die allerdings durch Gesetz Einlösbarkeit in Gold bei der Bank von England erhalten hatten. Aber was soll diese Einlösbarkeit nach dem oben Gesagten bedeuten? In London bitter wenig, und in der Provinz gar nichts.

Leider hat man nie erfahren, wie groß die Summe ist, die an Postanweisungen in den Verkehr gebracht wurde. Für die Beurteilung des Geldmarktes an Hand der Bankausweise und der Currency



Notes Accounts sind sie eine weitere Erschwerung. Denn sie bilden ein völlig ungedecktes Papiergeld des Staates und machen dadurch alle Bestimmungen über die Deckung von Bank- und Currency-Noten vom wirtschaftlichen Standpunkt aus zu bloßen Schattenrissen, zu Sand in die Augen derer, die die wirtschaftliche Gesetzgebung Englands nicht kennen.

Durch die Verordnung vom 3. Februar 1914 erst verloren die Postanweisungen die gesetzliche Zahlkraft. Dieses Hilfgeld hat also nicht weniger als ein gutes halbes Jahr gesetzliche Zahlkraft gehabt, und zwar als Währungsgeld!

Zu der doppelten Versorgung des Verkehrs mit Umlaufsmitteln: Currency Notes und Postanweisungen, kommt noch die gesteigerte Notenausgabe der Bank von England und die Erhöhung des Scheidemünzenumlaufs. Wie aus Anlage Nr. 5 ersichtlich, war der Umlauf an Banknoten von rund £ 29 000 000.— in Friedenszeit auf über £ 35 000 000.— gestiegen, während Scheidemünzen im Betrage von £ 6 250 524.— (gegen £ 1 934 354.— im Vorjahr)<sup>1)</sup> ausgeprägt wurden. Die Einschmelzungen blieben die gleichen. Natürlich macht die Regierung dabei ein gutes Geschäft. Aber das Frohlocken der „Times“, daß diese Ausprägungen auch ihren Teil bei der Bestreitung der Kriegskosten getragen hatten, ist vom Standpunkt eines geordneten Geldwesens, bei dem eine zu große Fülle wertloser oder minderwertiger Zahlungsmittel vermieden werden sollte, nicht recht begreiflich.

### 3. Die Regierungsgarantie für Diskonten.

Wir haben oben gezeigt, daß am Sonnabend, den 1. August, die Bank von England an der Grenze ihrer Leistungsfähigkeit angelangt war. Nach Schluß der Feiertage aber mußte der Regierung alles daran gelegen sein, normalen Handel und Wandel, wie überall, so auch auf dem Wechselmarkt möglichst rasch wieder herzustellen.

Nach Beendigung der Bankfeiertage, also am Freitag, den 7. August, setzte daher die Bank ihre Rate von 10 auf 6, und am nächsten Tag auf 5% herab, und nahm zu diesen Sätzen ihr Geschäft wieder auf, scheinbar aber in nur beschränktem Umfang. Klagen sind in der Presse

---

<sup>1)</sup> Die Zahlen habe ich dem „Economist“ 1915, Seite 65, wo er die offizielle Mitteilung bespricht, entnommen und sie mit denen der „Times“ von 7. Januar, wo ebenfalls die offiziellen Zahlen mitgeteilt werden, verglichen, so daß Druckfehler wohl ausgeschlossen sind.



zwar in jener Zeit nicht laut geworden, aber die Regierung sah sich doch veranlaßt, einzugreifen<sup>1)</sup>).

Es fanden Besprechungen zwischen dem Schatzkanzler und der Bank von England statt, die zu der Diskontgarantie des Schatzamtes führten. Die Vereinbarung wurde am 12. August zum Abschluß gebracht und enthält in großen Zügen folgendes<sup>2)</sup>:

Die Bank von England ist bereit, Wechsel, die vor dem 4. August akzeptiert worden waren, also auch reaktzeptierte Prämoratoriumswechsel, zum Banksatz zu diskontieren. Die Bank wird dabei nicht auf die Indossanten und Aussteller zurückgreifen, sondern sich lediglich an die Akzeptanten halten, denen sie aber bei Fälligkeit der Wechsel die Gelder vorschießen wird. Sie wird nicht nur die gewöhnlich von ihr diskontierten Wechsel annehmen, sondern Wechsel jeder Fälligkeit, sowohl englische Bankakzepte als auch Warenwechsel und Kolonialwechsel und sogar Wechsel von Fremdbanken (Foreigners), sofern der Akzeptant in England domiziliert und der Wechsel gut („approved“) ist. Das Schazamt hingegen garantierte der Bank den Ersatz von Verlusten aus diesen Geschäften<sup>3)</sup>. Am 27. August, 5. September und 2. Oktober kamen erst die näheren Bestimmungen über diese Diskontierungen, aber das Geschäft hatte schon längst mächtig begonnen.

Wie weitherzig die Bank diskontieren mußte, geht daraus hervor, daß in diesen Bestimmungen ihr zwar das Recht eingeräumt wurde, Wechsel zurückzuweisen, aber unter der Voraussetzung, daß sie bei guten Wechseln keinen Gebrauch davon machen werde. Ferner sehen die Bestimmungen vor, daß die Bank auch die Akzeptanten nicht um Zahlung drängen, sondern die geschuldeten Beträge zu 2% über Banksatz stunden werde. Die Kündigung der so prolongierten Darlehn wird mit dem Schazamt vereinbart werden, und wurde auf nicht vor ein Jahr nach Friedensschluß bzw. Aufhebung der Courts Emergency Powers Act 1914 festgesetzt. Der Schatzkanzler übernahm es, das Parlament nachträglich um In-

---

<sup>1)</sup> Nach Lawson macht es den Eindruck — Daten gibt er allerdings nicht an — als habe die Bank sofort nach Schluß der Bankfeiertage wieder mit dem Diskontgeschäft, und zwar sofort gegen Staatsgarantie und im weitesten Umfange begonnen. Wenn das der Fall sein sollte, hätte sie also noch vor den offiziellen Vereinbarungen Zusagen vom Schazamt erhalten.

<sup>2)</sup> z. B. Manual of Emergency Legislation S. 101—106.

<sup>3)</sup> Nach einer Meldung der Neuen Freien Presse, die durch alle Zeitungen ging, so auch durch die Frankfurter vom 23. August 1914, soll der drohende Zusammenbruch eines Hauses mit über 12 000 000.— Pfund Sterling Akzeptverbindlichkeiten die unmittelbare Veranlassung zu dieser Garantie gewesen sein. Eine Nachprüfung war nicht möglich.



demnität wegen der Garantie zu ersuchen. Wenn man bedenkt, daß die garantierte Wechselsomme zwei Milliarden Mark weit überschritten hat, wie weiter unten gezeigt werden wird, kann man sich nicht genügend über das Vorgehen Lloyd Georges hierbei wundern. Er spricht die Garantie aus, veranlaßt die Bank, auf ihrer Grundlage zu arbeiten und zwingt dadurch das Parlament, sein Vorgehen, zu dem er keinerlei rechtliche Grundlage hatte, zu bestätigen. Ich habe über diese Art, Garantien zu gewähren, keine Bemerkung in der englischen Presse gefunden, obgleich er es wiederholt auch in andern Fällen getan hat. Nur der „Economist“ (Seite 419) meint: Der am meisten Staunen erregende Zug (most amazing feature) dieser Vorkehrungen ist, daß unser kühner Schatzkanzler (audacious Chancellor of the Exchequer) ohne Befragen des Parlaments gehandelt hat.

Der Zweck dieser Vereinbarung war, die Gelder flüssig zu machen, die die Banken und Billbroker gewöhnlich im Diskontmarkt anwenden, und die ja infolge der geschilderten Zustände völlig illiquid geworden, erstarrt waren. Die Regierung griff ein, um einen Diskontmarkt zu schaffen und dem Trader Gelder zuzuführen. Durch den Verkauf der Wechsel sollten die Banken und Brokers ihre Gelder für neue Geschäfte befreien, „es galt als eine zu große Aufgabe, selbst für die Bank von England, diese Wechsel ohne Regierungsgarantie zu übernehmen“<sup>1)</sup>. Außerdem sollte durch diese Maßregel der Devisenmarkt wieder hergestellt werden, wie in der diese Vereinbarung ankündigenden offiziellen Pressenotiz ausdrücklich erklärt wird<sup>2)</sup>.

Es ist eine immer wiederkehrende Erscheinung in den englischen Regierungsmaßregeln, daß sie mit der Wiederherstellung der Wechselkurse begründet werden. Dieser Vorwand ist psychologisch leicht erklärlich. Er klingt harmlos und ist für den Laien nicht leicht und ohne weiteres als Vorwand zu erkennen. Die Tatsache des Stockens der Wechselkurse ist zudem für jedermann klar zu sehen und zu fühlen und wirkt lähmend auf Handel und Wandel.

Praktisch hatte diese Maßregel natürlich auf die Wechselkurse gar keinen direkten Einfluß, denn diese waren durch das Moratorium, das Stocken des Handels, das Ruhen der Goldverschiffungen wegen der Kreuzergefahr und das Stocken des Kredits zusammengebrochen, wie wir weiter unten sehen werden. Auch der Wechselmarkt konnte durch diese Maßregel nicht ohne weiteres wieder hergestellt werden, denn erstens hängt er ebenfalls nicht so sehr vom Vorhandensein von

<sup>1)</sup> Economist S. 302.

<sup>2)</sup> a. a. O. Auch Lloyd George brachte diesen Grund in der großen Unterhausrede am 27. November vor.



Geld als vom Handel ab, und der Handel fehlte eben, oder wurde, soweit vorhanden, weniger gegen Wechsel betrieben als früher. Zweitens aber ist es wirklich ein bißchen viel verlangt, daß die Banken und Broker zum Banksatz diskontieren und die gleichen Wechsel dafür zu einem Privatsatz, der doch niedriger sein müßte als der Banksatz, kaufen sollten<sup>1)</sup>. Tatsächlich ist denn auch vorläufig kein Wechselmarkt zustande gekommen, und der „Economist“ klagt in seiner nächsten Nummer vom 19. August, es scheine, die Banken benutzten die Vorschüsse, um sich selbst zu stärken, statt um den Markt in Gang zu bringen.

Nur davon kann die Rede sein, daß diese Maßregel in der folgenden mittelbaren Weise dem Handel aufgeholfen habe: Wenn die Indossanten von ihren Verbindlichkeiten befreit waren, so war es ihnen eher möglich, neue einzugehen, und ihr Kredit war gestärkt. Das hat auch Lloyd George ausdrücklich mit als Ziel und Zweck des Vorgehens erwähnt<sup>2)</sup>. Insofern hat das Schazamt also dazu beigetragen, den Verkehr zu beleben. Aber in der ersten Zeit konnte man noch keine Wirkung verspüren. Es wurden nur Akzepte von Clearing-Banken, also nicht von den Akzept-Häusern, gehandelt.

Dagegen wurde etwas anderes sehr wirksam durch dieses Gesetz erreicht, nämlich die Befreiung der Billbroker von ihren Wechselverbindlichkeiten: die Bank verpflichtete sich ja, nicht auf die Indossanten zurückzugreifen. Wir können daher diese Maßregel als ein reines Geschenk an die Billbroker bezeichnen.

Hier handelt es sich tatsächlich um die Befreiung von einem Risiko, das die Häuser auf sich genommen hatten, und zwar ganz generell, ohne irgendwelche Einschränkungen. Wer seine Prämortatoriumwechsel bei der Bank diskontierte, war von seinen Wechselverbindlichkeiten und von dem Kredit, den er seinen Vorleuten gegeben hatte, indem er ihnen die Wechsel abnahm, befreit und ledig.

Es ist kein Wunder, daß die Banken und Broker sich dieses Geschenke in weitgehendstem Maße bedient haben. Es ging ein solcher Strom von Wechseln zu Diskontzwecken zu der Bank, daß sie gezwungen wurde, Tag für Tag ihre Schalter früher zu schließen, um das Wechselmaterial zu verarbeiten, und jeder Ausweis brachte ein neues, gewaltiges Anschwellen der Rubrik „Securities in Banking Department“. Vom 12. bis zum 19. August allein sind zirka 24 Millionen Pfund Sterling solcher Wechsel diskontiert worden.

Es ist hierbei zu beachten, daß im allgemeinen der Posten „Other

---

<sup>1)</sup> Lawson behauptet allerdings, das sei geschehen.

<sup>2)</sup> Rede im Unterhaus vom 27. November 1914.



Securities“, der diese Vermehrung aufweist, nicht nur Wechsel, sondern auch Darlehn an Billbroker und Banken gegen Faustpfand, ja sogar Effekten enthält<sup>1)</sup>.

Aber wenn wir bedenken, daß der englische Geldmarkt eine noch nie dagewesene Erschütterung hinter sich hatte, daß keine Sicherheit mehr als sicher galt außer der Regierungsgarantie, und daß andererseits die Bank täglich ihre Schalter wegen der großen Menge solcher Wechsel früher schließen mußte, nur um das Material zu bewältigen, wird die Wahrscheinlichkeit sehr groß, daß diese halbe Milliarde Mark zum weitaus größten Teil aus solchen Wechseln bestand. Es war ja die einzige Art von Geschäften, die für die Bank völlig risikolos war, und darum in beliebigem Umfang betrieben werden konnte.

Eine Gefahr hätte höchstens dadurch entstehen können, daß die erhaltenen Darlehn in Noten oder gar in Gold abgehoben worden wären. Das hätte eine Verletzung der Bankakte zur Folge gehabt. Ob für diesen Fall bereits Vorkehrungen getroffen waren, ist nicht bekannt geworden<sup>2)</sup>. Er ist aber nicht eingetreten. Das beweist, daß das Schecksystem, die „Scheckwährung“, wieder im Schwunge war und die Depression eine Verwendung der Gelder nicht zuließ, die also teils in Form von Kreditdepositen, teils bei Konten anderer Häuser als Depositen stehen blieben.

Nach den Ausführungen von Lloyd George im Unterhaus vom 27. November sind im ganzen 120 Millionen<sup>3)</sup> Pfund Sterling mit Staatsgarantie diskontiert worden. Davon waren am 26. November £ 12 500 000.—, also etwa 10<sup>0</sup>/<sub>100</sub>, noch nicht fällig. Es waren also schon Darlehn gegen diskontierte Wechsel gewährt oder auch schon Wechsel zurückgezahlt worden. Da der Geldmarkt in jener Zeit sehr flüssig war, und es sich nur um „gute“ Wechsel handelte, ist das durchaus wahrscheinlich.

Lloyd George schätzte an Hand von Erkundigungen die Summe der umlaufenden, in Frage kommenden Akzepte im Anfang der Krise auf zwischen 350 und 500 Millionen Pfund Sterling<sup>4)</sup>. Demnach hätten sich also  $\frac{1}{3}$ — $\frac{1}{5}$  aller Akzepte dieser Erleichterung bedient. Die £ 120 000 000.— haben sich auf zirka dreihundert Leute verteilt. Etwa vierhundert Antragsteller sind vorhanden gewesen. Danach

<sup>1)</sup> Nach Sulzberger wird die genaue Zusammensetzung streng geheim gehalten.

<sup>2)</sup> Vielleicht erklärt sich die Frage, weshalb dies Problem nirgends gestreift worden ist, daraus, daß man, wie Lawson meint, den Umfang, in dem diese Diskontierung vor sich ging, auch nicht im entferntesten erwartet habe.

<sup>3)</sup> Es erscheint außerdem fraglich, ob die Staatsgarantie für Vorschüsse in Lloyd Georges Zahlen mit einbegriffen ist.

<sup>4)</sup> a. a. O.



wäre ungefähr ein Viertel der Antragsteller zurückgewiesen worden. Das spricht dafür, daß die Bank eine gewisse Vorsicht hat walten lassen. Nach Lawson soll diese zu Beginn des Diskontgeschäfts allerdings nicht vorhanden gewesen sein, sondern erst später, als der Strom von Wechseln ungeahnte Dimensionen angenommen hatte. Lloyd George hingegen führte im Unterhaus aus, daß gerade die Anwendung der Vorsicht der Grund gewesen sei, weshalb er die Bank und nicht das Schatzamt, das die Kunden nicht kenne, mit dem Diskontgeschäft betraut habe. Ob jedoch hinsichtlich der Wechsel der Crisp-Bank, die von der Bank zurückgewiesen wurden, Vorsicht oder Rache für die Emission der Chinaanleihe maßgebend war, erscheint trotz Lloyd Georges Behauptungen, soweit das Material eine Beurteilung zuläßt, nicht geklärt, denn es war Lloyd George nicht möglich, Rancune aus politischen Gründen bei der Bank zuzugestehen<sup>1)</sup>.

Am 3. Dezember, also genau drei Monate und drei Respekttage seit Beginn der Krise, wurde nach der Times vom 4. Dezember erstmalig kein Prämioratoriumwechsel von der Bank von England diskontiert. Es ist daher anzunehmen, daß später keine erheblichen Beträge mehr dazu gekommen sind. Die von Lloyd George im Unterhaus am 27. November angegebene Garantiesumme von 120 000 000.— Pfund Sterling dürfte daher ziemlich nahe an das Maximum heranreichen.

Ende Juni<sup>2)</sup> waren von diesen noch zirka 50 000 000.— Pfund Sterling nicht abgezahlt, und die Regierung beschloß, diese der Bank abzunehmen und dadurch ihre Garantie zu erfüllen. Der Grund für diese vorzeitige Erfüllung ist nicht ganz klar zu erkennen, wahrscheinlich galt es, den Status der Bank zu kräftigen oder zu verschleiern, um ihr die Finanzierung der großen Kriegsanleihe zu erleichtern.

Es berührt auf den ersten Blick merkwürdig, die englische Demokratie sich so für wenige 300 Firmen ins Zeug legen zu sehen, man muß aber Lloyd George zustimmen, daß die Unterstützung dieser Firmen als Mittel zur Aufrechterhaltung des Wirtschaftsbetriebes des ganzen Landes zu betrachten ist und vielleicht das einzige war.

Die Diskontgarantiemaßnahme enthielt aber eine Ungerechtigkeit denjenigen Häusern gegenüber, deren Wechsel nicht bei der Bank von England diskontiert waren, denn bei jenen wurden den Akzeptanten die fälligen Summen auf Verlangen bis ein Jahr nach Friedensschluß bzw. nach Aufhebung der Courts Emergency Power Act 1914

<sup>1)</sup> Crisp hat bekanntlich seinerzeit die Politik der englischen Regierung bei der Finanzierung der chinesischen Geldbedürfnisse durchkreuzt, indem er eine Anleihe für China placierte hat.

<sup>2)</sup> McKenna im Unterhaus am 21. Juni.



gestundet, bei diesen war das natürlich nicht ohne weiteres der Fall. Deshalb wurden durch eine Presbnotiz vom 5. September<sup>1)</sup> Darlehn für Wechselakzeptanten in Aussicht gestellt. Wie üblich dienten auch hier die Wechselkurse als Vorwand. Dem Schatzkanzler seien schwere Vorstellungen in dieser Hinsicht gemacht worden, und nach eingehenden Beratungen mit den Banken, Mitgliedern von Akzepthäusern und hervorragenden Exporteuren (Traders), sei die Regierung zu folgendem Beschluß gekommen:

Die Bank von England erteilt Vorschüsse an Akzeptanten, die selbst zum Einlösen ihrer Akzepte nicht imstande sind. Die Bedingungen, zu welchen diese Darlehn gewährt werden, sind die gleichen wie bei diskontierten Wechseln. Die Forderungen der Bank von England stehen während der Zeit, in der sie nicht zurückgefordert werden dürfen, hinter allen im Kriege eingegangenen Verpflichtungen. Das sollte dazu dienen, die Qualität der nach Kriegsausbruch geleisteten Akzepte zu erhöhen. Das Schazamt gab der Bank von England Garantie gegen Verluste. Da es sich aber bei ihren Portefeuillewechseln doch immerhin um gute, hierbei aber um schlechtere Wechsel und Unterschriften handeln könnte, so bringen die am 2. Oktober erscheinenden endgültigen Bestimmungen doch gewisse Abweichungen von der oben besprochenen Hilfsaktion.

Die Bank verlangte bei diesen Darlehn, daß die Wechsel, die ihnen zugrunde liegen, ihr übergeben werden und daß die Darlehnehmer sich ein Konto bei ihr eröffnen lassen, auf dem sie die Eingänge aus den den Wechseln zugrunde liegenden Forderungen einzahlen. Der Rückgriff auf die Indossanten wird auch hier ausgeschlossen.

Hierdurch wurden den Akzeptanten auch solcher Wechsel, die nicht schon in Händen der Bank von England waren, dieselben Erleichterungen zuteil wie jenen. Genauere Angaben über den Umfang, in dem man von diesem Anerbieten Gebrauch gemacht hat, sind in Deutschland nicht bekannt geworden.

Endlich wurde in der gleichen Presbnotiz mitgeteilt, daß auch solche Akzeptanten, die nach dem 4. August akzeptiert hätten, und deren Schuldner nicht zahlen würden, Vorschüsse zu den gleichen Bedingungen wie auf Prämoratoriumwechsel gewährt werden würden. Dies handelt sich also um einen Anreiz zum Eingehen neuer, während es sich oben um die Unterstützung zum Abbau alter Verbindlichkeiten, und nur indirekt wieder um einen Anreiz für neue handelt, es ist nicht die

---

<sup>1)</sup> Manual of Emergency Legislation S. 104.



Liquidation illiquid gewordener Guthaben von früher, es ist die Vorseorge für die Zukunft, die beinahe die Gestalt der Garantie gegen Verluste aus Leichtsinngigkeit annimmt.

Eine m. E. sehr treffende Kritik knüpft der „Economist“ an diese Maßregel. Er schreibt<sup>1)</sup>: Vom Standpunkt der Nützlichkeit könne man zweifellos allerlei für diese Aktion sagen, durch die die schlechten Schulden eines Kaufmanns, statt seinen eigenen, denen des Reiches hinzugefügt<sup>2)</sup> und somit vom Steuerzahler getragen würden, aber wenn man die Billigkeit hinzuziehe, so müsse man sich doch fragen, ob nicht auch noch viele andere Kaufleute und viele Städte durch den Krieg unverschuldet in schwierige Lage gekommen seien, die nunmehr auch ihren Teil vom Schatzamt verlangen würden<sup>3)</sup>. Jedenfalls sei die City dem Schatzkanzler der Regierung für ihr Vorgehen sehr verbunden! In bezug auf die Ansprüche der anderen Kaufleute hatte der „Economist“ recht.

Am 3. November trat die Regierung mit einem Projekt an die Öffentlichkeit, nunmehr allen Exporteuren ein Darlehn auf gute, infolge des Krieges uneinbringliche ausländische Forderungen zu gewähren. Als Grund hierfür wurde von Lloyd George<sup>4)</sup> geltend gemacht, daß es eine Menge Händler gäbe, die exportierten, ohne Wechsel auszustellen, und daß diesen doch die gleiche Hilfe zuteil werden müsse wie den andern. Die Sache scheint schwer zu handhaben gewesen zu sein, da die Regierung sich nicht gut über Umfang und Qualität der Schulden, Schuldner und Gläubiger unterrichten konnte. Möglicherweise war sie auch durch die Erfahrungen mit der Diskontengarantie zur Vorsicht geneigt. So wurde beschlossen, die Darlehn sollten in Höhe von 50 % der Forderungen gewährt werden. Von diesen 50 % garantierte die Regierung jedoch nur  $\frac{3}{4}$  (also  $\frac{3}{8}$  von der ganzen Schuld), während die Banken  $\frac{1}{4}$  (also  $\frac{1}{8}$  der ganzen Schuld) Risiko selbst übernehmen mußten. Die Form des Darlehns wurde die des Wechsels, der sechs Monate laufen und dann erneuert werden soll, bis 12 Monate nach Friedensschluß oder Aufhebung der Courts Emergency Power Act 1914.

---

<sup>1)</sup> S. 444.

<sup>2)</sup> n. b. aber nur dann, wenn er selbst zahlungsunfähig werden sollte.

<sup>3)</sup> On grounds of utility, there is more to be said, no doubt, for adding their bad debts to the National Debt than for adding the bad debts of merchants in Manchester, Bradford, &c. But in equity one person who has been ruined through no fault of his own has just as much right to be relieved at the taxpayer's expense as another person; . . . . However that may be, the City is much indebted to the Chancellor of the Exchequer.

<sup>4)</sup> a. a. D.



Der Kredit wurde denjenigen eingeräumt, die ihre Bücher dem Komitee darlegen, er kostet Banksatz und eine einmalige Kommission von 5 shillings sowie eine jeweilige Kommission für das Akzept von £ 1 per cent. Die von den Banken akzeptierten Tratten werden von dem Komitee mit dem Vermerk versehen: „Guaranteed under the Scheme for the Relief of British Traders of November 3th 1914“. Sie sind dann im offenen Markt oder bei der Akzeptbank oder bei der Bank von England diskontierbar. Bei der Besprechung dieser Maßregel hat die deutsche Presse den Fehler gemacht, 5 sh. per cent gleich 5% aufzufassen, während es zu verstehen ist: 5 shillings per 100 £ gleich  $\frac{1}{4}\%$ .

Danach kommt das Darlehn auf 2% über Banksatz und im ersten Jahr auf  $7\frac{1}{4}\%$ , was immerhin noch hoch ist, dazu kommt noch ein Grund, der die Sache für die Kaufleute unannehmbar machte:

Es ist die Bezeichnung des Wechsels als unter dem Relief Scheme akzeptiert, die ihn zu einem Instrument machte, das ihren Kredit nicht nur nicht förderte, sondern unbedingt ruinieren mußte. Sagte es doch nicht mehr und nicht minder aus, als daß seine Bank ihm nicht traue, ihm das für sein Geschäft nötige Geld ohne Regierungsgarantie vorzuschießen, und daß er in der unangenehmen Lage sei, dadurch mehr als 7% für das Geld zahlen zu müssen.

Die akzeptierende Bank aber dürfte gute Schulden auch gern ohne die Mitgarantie der Regierung, schlechte aber auch mit ihr nicht zu machen gewillt gewesen sein, da ein dem in diesem Fall vorhandenen Risiko entsprechender Gewinn nicht mit dem Geschäft verbunden war. Die Forderungen, gegen die er gezogen ist, sind als erste Sicherheit für diese Schulden zu betrachten. Das Parlament wurde auch bei diesem Entwurf erst nachträglich um seine Genehmigung gebeten.

Wenn die englische Presse nach Abschluß der Ermittlungen über den Umfang, in dem diese Aktion zur Anwendung gelangt ist, fand, daß nur rund £ 900 000.— auf diese Weise dargeliehen worden sind, so lag kein Grund vor, darüber zu frohlocken<sup>1)</sup>. Die Aktion war unzureichend für das Ziel, das sie sich steckte. Ich halte es für durchaus wahrscheinlich, daß die Regierung absichtlich die An-

---

<sup>1)</sup> In der wiederholt zitierten Parlamentsrede hat Lloyd George die Summe der Darlehns Gesuche auf 16 000 000.— Pfund Sterling beziffert, wenigstens nach dem von mir benutzten Timesbericht. Er erklärte damals, er hoffe, bald näheres mitteilen zu können. Das ist geschehen, es wurden nur £ 892 447.— (l. c. auch Lawson) gewährt und das von einer Summe von Bewerbungen im Betrage von £ 1 914 277.— (nach Lawson). Ich nehme daher an, daß sich die „Times“ bei der Wiedergabe der Parlamentsrede um eine Null versehen hat.



wendung des Schemes unmöglich gemacht hat, um nicht „nein“ sagen zu müssen. Denn das hätte einen Entrüstungsturm hervorgerufen, während sie auch so weiteren Anliegen aus dem Weg ging.

In der Erwiderung auf die lange Rede des Schatzkanzlers hat die Opposition erklärt, er hätte eher gefehlt, indem er zu viel als indem er zu wenig getan habe. Ob das Urteil, das natürlich dem Stolz des Engländers über die Kraft seines Geldmarktes schmeichelt, berechtigt war, wird man später entscheiden müssen.

Jedenfalls sind wir auch hiermit noch nicht am Schluß der langen Reihe von Garantien und Hilfsmaßregeln. Es fehlt noch das letzte Glied im Geldmarkt: Die Börse.

#### 4. Die Börse.

Raum waren die Bankfeiertage vorbei, als sich eine Menge Börsenmitglieder vor dem geschlossenen Börsengebäude versammelte und die Tagesereignisse besprach. Der im „Economist“<sup>1)</sup> angeführte „Wiz“ eines Jobbers, daß er Konsols zu 50 gebe und 60 nehme, aber auch die Kurse 70 bis 75 nennen würde, wenn ihm eine entscheidende deutsche Niederlage gemeldet würde, illustriert besser den Umfang der Geschäfte nach Börsenschluß, als alles andere.

Bald darauf begannen aber doch schon allerdings sehr geringe Umsätze. Die Jobber setzten sich zunächst selbst Minimalpreise fest, unter denen sie nicht verkaufen wollten<sup>2)</sup>. Für Konsols nannten sie 70. Gehandelt wurde, wenn überhaupt, nur per Kasse. Die Zeitungen brachten Kauf- und Verkaufsanzeigen für Effekten, aber dies dürfte nicht zu vielen Abschlüssen geführt haben und bildete zudem eine gewisse Konkurrenz für die Börse. Freilich hat der „Economist“ sie nicht sehr gefürchtet: Er bezeichnet sie deshalb als „erfreulich“, weil sie den Ausfall an Reklameeinnahmen wettmachten. Am 20. August meldet die „Times“, daß Canadas in kleinen Beträgen zu  $157\frac{3}{4}$  umgegangen seien. Noch am 5. September wußte der „Economist“ von der Börse nur zu berichten: Der einzige Aufschwung auf der Börse (boom), den man habe konstatieren können, sei bei der Aushebung zu verzeichnen, und die einzigen Fortschritte (advances), die der Deutschen auf Paris. Am 2. September waren Konsols, allerdings ohne Kupon, zu  $67\frac{5}{8}$  umgegangen<sup>3)</sup>. Der Minimalkurs war also durchbrochen.

<sup>1)</sup> „Economist“ vom 8. August 1914.

<sup>2)</sup> „Economist“ vom 15. August 1915.

<sup>3)</sup> „Times“ vom 3. September.



Über am 12. September berichtete der „Economist“, daß die Preise zum Teil nicht mehr rein nominell gewesen seien, und brachte eine kleine Liste derjenigen Papiere, in denen man handeln könne. Die Kurse sind alle tief unter denen des 30. Juli: Konsols 68, die andern Papiere zeigen Kursverluste bis 10% und mehr. Auch die Berichte der „Times“ vom 10. bis 14. September lassen erkennen, daß wieder vereinzelt Geschäfte abgeschlossen worden sind. Es entwickelten sich allmählich kleine Umsätze, und am 14. September hielt es der Börsenvorstand — nicht nur die Jobber — für geboten, offizielle Minimalkurse für mündelsichere (Trustee Securities) und andere gute Papiere festzusetzen. Konsols erhielten den Kurs von 68½.

Hiermit tat der Börsenvorstand den für die Liquidität der englischen Staatspapiere so verhängnisvollen Schritt. Denn ein Papier, das nicht unter einem bestimmten Kurs verkäuflich ist, ist es überhaupt nicht unter allen Umständen, und damit verliert es seine Brauchbarkeit als Anlagewert für Betriebsreserven, auf die man jederzeit und besonders bei Krisen zurückgreifen können muß. Mag in der Maßnahme auch ein gewisser Schutz für Mündelgelder und ähnliche Anlagen gelegen haben: Es ist wohl nicht zweifelhaft, daß die notorisch schlechte Klassierung der ersten Kriegsanleihe mit auf diese Maßregel zurückzuführen ist<sup>1)</sup>. Ganz abgesehen davon, gibt sie ein falsches Bild von Börse, Zinsfuß und Kapitalbedarf und erschwert daher nicht nur den Feinden, sondern leicht auch den eigenen Finanzleuten und dem Schatzamt die Beurteilung der Lage. Die Minimalpreise wurden wiederholt erweitert und ergänzt, so am 3. Oktober, wo Kurse für amerikanische Papiere festgesetzt wurden, am 19. März, wo eine allgemeine zum Teil erhebliche, und am 25. Juni, wo für Staatspapiere eine 1½ prozentige Herabsetzung der Preise stattfand. Ferner wurde festgesetzt, daß die Jobber immer erst Aufträge von Brokern befriedigen sollten, bevor sie andere Engagements schlossen<sup>2)</sup>. Über die Möglichkeit der Durchführung einer solchen Maßregel ist in der Presse nichts zu finden. Auch ein Verbot von Termin- und Prämiegeschäften wurde in der Börsenverordnung vom 14. September erlassen: in Zeiten wie den damaligen eine selbstverständliche Maßregel. Seit dem 19. September enthält die „Times“ wieder kleine, ich möchte

1) Für die II. große Kriegsanleihe suchte Asquith diesen Fehler gut zu machen, indem er im Unterhaus erklärte, diese Kriegsanleihe solle stets einen Markt haben, worunter wohl zu verstehen ist, daß niemals Minimalkurse festgesetzt werden sollten. S. S. 70.

2) Manual of Emergency Legislation 3, S. 523 ff.



sagen, Miniaturkursstabellen. Sie leitet diese mit den steriotypen Worten ein: „In der folgenden Tabelle wird man einige Kursangaben finden, wie sie ungefähr am . . . (Datum) gesprochen wurden, aber man darf ihnen nicht zu viel Vertrauen schenken; sie dürfen lediglich als eine Grundlage angesehen werden, auf der gehandelt hätte werden können“. Konsols standen beinahe immer auf dem Minimalkurs, oder nur wenig darüber ( $\frac{1}{8}$  oder  $\frac{1}{16}$ ). Solche kleine Kurschwankungen um den Minimalkurs dürften „anstandshalber“ festgesetzt worden sein, um das Bild der Börse nicht zu traurig erscheinen zu lassen.

Am 20. Oktober wurden zahlungsunfähigen Mitgliedern Erleichterungen für die Fortführung des Geschäftes festgesetzt<sup>1)</sup>.

Ende Oktober hielt die Regierung die Lage für soweit geklärt, daß an die Aufhebung des Börsenmoratoriums zu denken sei, da ja auch das allgemeine Moratorium zu Ende ging. Am 31. Oktober wurde festgesetzt, daß die wiederholt verschobene Liquidation am 18. November und 1. Dezember stattfinden sollte. Der 18. November war der Abrechnungstag (Settlementday) für alle Engagements, die vor Mitte November fällig wurden, der 1. Dezember für die nach diesem Termin fällig werdenden, in der Hauptsache nur die Prämiengeschäfte. Drei große Gruppen von Bestimmungen führten zu diesem Ziel:

1. Verordnungen allgemeiner Natur.
2. Das Stock Exchange Loan Scheme.
3. Die Bestimmungen über die Durchführung der Liquidation selbst.

1. Die Verordnungen allgemeiner Art haben wir zum Teil schon kennen gelernt: Der Erlaß von Milderungsvorschriften gegen Zahlungsunfähige ist hier wohl die wichtigste. Statt daß die Mitglieder gehämmert wurden, brauchten sie nunmehr nur ihre Bücher dem Börsenkomitee zu übergeben. Ihre Namen wurden nicht der Presse bekannt gemacht, und wenn die Sache in Ordnung ging, konnten sie ihr Geschäft weiterführen<sup>2)</sup>.

2. Das Stock Exchange Loan Scheme vom 31. Oktober 1914. Das „Scheme“ hat eine doppelte Veranlassung: Erstens die Wiedergewinnung liquider Mittel für diejenigen, die sie in Börsendarlehn festgelegt hatten. Zweitens eine Erleichterung bei der Regulierung der Engagements.

Der Gedanke des Schemes scheint von den Depositenbanken ausgegangen zu sein<sup>3)</sup>, denen bereits durch Regierungsmaßregeln Darlehn auf Grund der Currency-Gesetzgebung und Diskontgarantien gegeben

<sup>1)</sup> Manual of Emergency Legislation, S. 525.

<sup>2)</sup> Manual of Emergency Legislation, S. 181.

<sup>3)</sup> Rede von Lloyd George im Unterhaus vom 27. November.



waren. Lloyd George hat es rundweg abgelehnt, ihnen diese ihre Forderungen abzunehmen, die er auf Grund einer Umfrage auf etwa £ 50 000 000.— schätzte. Aber er hat es doch durchgesetzt, daß sie sich verpflichteten, Reportgelder (Account to Account loans) nicht vor Ablauf eines Jahres nach Friedensschluß oder nach Aufhebung der Courts Emergency Powers Act 1914, welches immer erst erfolgen werde, zu kündigen. Die Nachgiebigkeit der Banken hierbei erklärt sich einerseits daraus, daß sie bei den Verhandlungen über die Currency- und Diskont-Fazilitäten zur Unterstützung der Traders verpflichtet wurden, aber auch sonst war der Gewinn aus dem Geschäft nicht schlecht. Der Zinsfuß für diese Darlehn war auf „nicht über 1% über Bankrate, mindestens 5%“ festgesetzt. Das ist eine viel bessere Verzinsung als die Banken sonst für ihre Mittel haben. Dazu kam, daß eine Festlegung der Mittel in diesen Darlehn deshalb nicht verhängnisvoll werden konnte, weil ja die Currency-Fazilitäten ihnen zu Gebote standen, so daß sie jederzeit 20% ihrer Passiva in Bargeld erhalten konnten. Da dies Geld ihnen zum Banksatz zur Verfügung stand, so wäre selbst im Fall eines Runs auf die Banken mit diesem Entgegenkommen gegen die Börse kein Verlust verbunden gewesen. Endlich lag es aber auch im eigensten Interesse der Banken, daß der Markt geschont werde, und auch darum dürften sie gemeinsam die Verpflichtung gern übernommen haben, gegen die sich die einzelnen vielleicht gesträubt hätten.

Diese Verpflichtung fällt jedoch fort, sobald der Kurs der reporierten Papiere den Stand vom 24. Juli erreicht. Der Darlehnsnehmer kann jederzeit zurückzahlen.

Es ist zu beachten, daß die Rückzahlung auch ohne diese Maßregel infolge der Courts Emergency Powers Act 1914 große Schwierigkeiten gemacht hätte, ja von diesem Standpunkte aus kann man sogar die Vereinbarung der Banken mit der Regierung als bloße Interpretation dieses Gesetzes bezeichnen, und es wird in dem Scheme darauf hingewiesen, daß dies Gesetz zur Anwendung gebracht werden soll, wenn sich ein Mitglied ungerechtfertigte Vorteile aus demselben zu verschaffen sucht. Dies bezieht sich vor allem auf Firmen, die den übernommenen Verpflichtungen nicht nachkommen.

Bei den anderen Darlehnsgebern an der Börse, denen die Currency-Fazilitäten nicht offen standen, mußten andere Maßnahmen getroffen werden<sup>1)</sup>, um sie für die Erstarrung der Börsendarlehn zu entschädigen. Lloyd Georges Umfrage stellte ihre Forderungen auf etwa £ 20 000 000.— fest. An diese Darlehnsgeber verpflichtete sich die Bank von England, Darlehn bis zur Höhe von 60% der in ihren Händen als Sicherheit

1) Zu diesen gehören aber die Mitglieder der Börse nicht.



für Reportsgelder befindlichen Papiere zu gewähren. Für die Rückzahlung dieser Darlehen waren sowohl die Empfänger wie auch deren Börsenschuldner haftbar. Einen eventuellen Verlust aus ihnen übernahm das Schazamt. Die Bedingungen waren die gleichen, wie die, zu denen die Banken ihre Darlehen prolongierten. Die Bank verpflichtete sich, nicht alle unter den Rahmen dieser Abmachung zu gewährenden Darlehen zu geben, aber in der Regel würde sie es tun, und in Streitfällen „wird das Schazamt entscheiden“.

Zu diesen Bestimmungen ist das folgende zu bemerken: Daß die Exekution zu den Juli-Settlement-Kursen (also vom 29. Juli) von seiten des Geldgebers gestattet sein sollte, ist ganz natürlich. Sobald diese erreicht sind, ist der Geldnehmer ohne Verlust<sup>1)</sup> und kann daher auf den besonderen Regierungsschutz, wie ihn eine Garantie darstellt, billigerweise keinen Anspruch mehr machen.

Die Beleihung zu 60% der Juli-Settlement-Kurse ist in Anbetracht der ziemlich erheblichen Kursrückgänge bei einigen Effekten nicht zu niedrig, im Gegenteil, das Schematische an dieser Festsetzung scheint bei solchen Werten, die stark gelitten haben, einen Nachteil für die Bank von England bzw. das Schazamt einzuschließen. Man muß ferner bedenken, daß zwischen festverzinslichen und anderen Effekten hier kein Unterschied gemacht wurde. Immerhin hat die Bank einen gewissen Schutz darin, daß sie unter Umständen ein Darlehn verweigern kann. Es fragt sich allerdings, ob sie es dort zur Anwendung bringen konnte, wo es sich darum handelte, stark im Kurs gefallene Effekten zu beleihen. Meines Erachtens würde dies dem Sinn des Gesetzes zuwiderlaufen, denn gerade für solche Fälle war es gemacht.

Die Aufhebung des Darlehns nicht nur zwölf Monate nach Friedensschluß, sondern auch nach dem Aufheben der Courts Emergency Powers Act 1914 ist nur logisch: Es wäre möglich, daß der Krieg sich ganz oder teilweise jahrzehntelang hinzieht und daß das Wirtschaftsleben trotz des Krieges sich wieder vollkommen erholt, so daß von einer Verlängerung solcher Notstandsvorschriften nicht mehr Bedarf wäre, dann wäre es fraglich, ob man nicht die Darlehn kündigen dürfe. Ein solcher Zustand äußert sich sofort durch Aufhebung der Courts Emergency Powers Act 1914<sup>2)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Wenigstens bei neu eingegangenen Engagements, bei älteren, geschobenen, wenigstens ohne unmittelbaren Verlust durch den Krieg.

<sup>2)</sup> Später finden wir immer die Zeitbestimmung für Notstandsgesetze: „Zwölf Monate nach Friedensschluß oder nach Aufhebung der Courts Emergency Powers Act 1914, welches immer zuerst stattfindet.“



Auffallend ist ferner bei dieser Regelung, daß die Darlehn an die Darlehnsgeber und nicht an die Darlehnsnehmer, ja überhaupt nicht an die Börsenmitglieder gewährt werden sollten. Hierin spricht sich auch aus, daß die Regierung die illiquid gewordenen Forderungen der Banken liquide gestalten, nicht umgekehrt der Börse die Schulden abnehmen wollte. Was die Börsenmitglieder aber betrifft, so ist zu bedenken, daß jedes tatsächliche Bedürfnis nach dem Verkauf oder Kauf eines bestimmten Postens eines Effekts von seiten des Publikums sich auf der Börse in einer langen Reihe von Käufen und Verkäufen widerspiegelt. Alle diese, deren Erfüllung durch das Versagen des ersten Gliedes unmöglich wurde, werden aber mit dessen Zahlungsfähigkeit lieferbar. Bekommt daher der erste Geldgeber sein Darlehn sicher zugesagt, so kann er es auch seinem Nachmann geben und so fort, so daß eine Extradarlehnsgewährung an die Börse unnötig ist. Aber im Grunde läuft es doch auf genau dasselbe hinaus. Da die Börse nicht um Rückzahlung gedrängt werden konnte, kam sie genau so gut zu ihrem Geld wie umgekehrt. Außerdem kam es der Regierung, die die Steuer des Volkes doch immerhin auch bedenken muß, gewiß darauf an, daß das Darlehn an die Darlehnsgeber regelmäßig in viel sicherern Händen ist als an der Börse. Gerade die Jobber sind ja das unsolideste Glied im Geldmarkt, und von einer Sicherheit wie bei einer wirklich guten Bank kann man wohl auch bei dem besten Broker nicht sprechen. Auf der anderen Seite steht allerdings die Vorschrift, daß beide Teile für die Rückzahlung haftbar sind. Außerdem sind noch die Effekten verpfändet. Ein großes Risiko scheint also das Schazamt bei diesen Darlehn nicht einzugehen. Nur durch die nahen Beziehungen von Schuldner, Gläubiger und Effekt ist die Möglichkeit gegeben, daß alle drei haftenden Teile gleichzeitig zugrunde gehen, aber es müßte wahrlich schlimm hergehen, wenn selbst dann nicht 30% in jeder der drei Massen lägen.

Eine Rückzahlung der Darlehn von seiten der Darlehnsnehmer ist natürlich jederzeit ausführbar. Allerdings mußte der Darlehnsnehmer bedenken, daß ihm die Möglichkeit, das Darlehn zu beantragen oder gar zu erneuern, nach dem 31. Januar 1915 nicht mehr gegeben war. Die Liquidität seiner Passiva wurde also nicht so vollständig verbürgt, wie sie den Depositenbanken durch die Currency and Bank Notes Act 1914 gewährt wurde.

Endlich hat das Gesetz für diejenigen Firmen, die diese Bestimmungen in Anspruch nehmen, vorgesehen, daß sie sich hinsichtlich ihrer Forderungen an die Börse denselben Bedingungen unterwerfen, wie sie von den Banken mit Currency-Fazilitäten übernommen wurden: Sie dürfen die Darlehen erst nach einer Frist von einem Jahr nach



Friedensschluß usw. kündigen. Es sind also alle Vorkehrungen getroffen, um die Durchführung des Planes zu garantieren.

Es ist beachtenswert, daß die Börse mit der Annahme dieses Planes ihre Selbständigkeit einbüßte. Bisher hat das Schazamt oder sogar die Regierung ihr gegenüber von Rechts wegen nicht den geringsten Einfluß. Das wurde jetzt anders. Artikel 9 der Vereinbarung über das Scheme lautet: Das Börsenkomitee wird die Börse nicht eröffnen, ohne das Datum der vorgesehenen Eröffnung und die Bedingungen dem Schazamt zu unterbreiten und dessen Einwilligung einzuholen.

Damit hat das Schazamt einen gesetzlichen Weg, jederzeit Einfluß auf die Vorgänge auf der Börse auszuüben. Außer mit den Zinsen bezahlt die Börse ihre Liquidation nach der Krise mit ihrer Selbständigkeit.

Als ein erstaunlicher Übergriff des Schatzkanzlers gegen das Parlament muß es auch hier wieder bezeichnet werden, daß Lloyd George die Verpflichtung übernahm, die Bank von England gegen Verluste zu garantieren, ohne das Parlament zu befragen.

Aber die scheinbar größte Überraschung enthält doch die Mitteilung von Lloyd George, daß bis zum 26. November die Regierung auch nicht einen blauen Schein auf dieses Scheme vorgeschossen habe<sup>1)</sup>.

Unter diesen Umständen schien er wirklich allen Grund zu haben, sich zu freuen: Es hatte ihm, oder richtiger der Regierung noch keinen Pfennig gekostet, dafür hatte es ihm den lang ersehnten Einfluß auf die Börse gebracht und das Preisniveau des Marktes gehalten und dadurch die erste Kriegsanleihe, unter Berücksichtigung der Krise und der geschlossenen Börse zu erträglichen, wenn auch nicht normalen Bedingungen ermöglicht. Freilich nur eine vorübergehende Freude, wie die spätere Konversion beweist; die Kosten aus dem Scheme kommen vielleicht noch nach, denn daß die Bank von England in weitem Umfang in Anspruch genommen wurde, beweisen die Ausführungen im „Economist“ vom 21. November und 5. Dezember. Der Um-

---

<sup>1)</sup> Unterhausrede vom 27. November. „Es ist nicht ein einziges Gesuch um Regierungsdarlehn eingegangen (hört, hört!). Die Regierung hat für diesen Zweck nicht einen blauen Schein vorgeschossen.“ (There has not been a single Application for Government credit (hear, hear). Up to the present it has not been necessary for the Government to advance a single five pound note for that purpose). — Auf den ersten Blick glaubt man herauszulesen, daß niemand von dem Scheme Gebrauch gemacht habe; in Wirklichkeit steht aber nur darin, daß die Regierung noch nichts daraus habe zahlen müssen, während von der Bank von England kein Wort gesagt wird.



stand, daß die Securities und die Depositen in der Bank von England in der Woche vom 19. bis zum 25. November um zirka 12 Millionen Pfund in die Höhe schnellten, läßt es wahrscheinlich erscheinen, daß sie zum Teil oder ganz die Summe enthalten, die als solche Darlehn gewährt worden sind. Die Ansicht des „Economist“, daß es sich dabei um die Vorbereitung der neuen (ersten) Kriegsanleihe handelt, teile ich nicht. Bei dem Anwachsen der Depositen wäre das möglich, nicht aber bei dem der Securities, denn man verschafft sich nicht im voraus Mittel zu 5%, wenn man sie auf dem Markt billiger und später gegen Verpfändung der Anleihe sogar bei der Bank zu 4% haben kann. Übrigens wären 12 Millionen genau 60% der von Lloyd George auf 20 Millionen Pfund geschätzten Engagements.

Die dritte Gruppe ist endlich die Reihe der Maßregeln, die zur Durchführung der Liquidation selbst dienen.

Den Käufern standen drei Wege offen<sup>1)</sup>. Sie mußten abnehmen oder einen 10% Zuschuß in Effekten oder bar zur Sicherung geben, oder aber endlich keins von beiden tun, sondern weiter schieben, dann mußten sie einen höheren Report zahlen. Auf der andern Seite konnte der Verkäufer, der also die Effekten behalten aber nicht das Geld bekommen hatte, und dem also der Käufer nicht notwendig die Effekten abzunehmen brauchte, sich Geld durch die Banken oder die Bank von England mittelst der oben besprochenen Arrangements beschaffen.

Es ist ohne weiteres klar, daß sich dennoch viele Schwierigkeiten und Härten bei der Abwicklung herausstellten, daß man Vorkehrungen für alle Eventualitäten treffen mußte, daß neue Ergänzungen und Änderungen von Details nötig waren, und daß ein großer Aufwand an Kämpfen, Reden, Schriften usw. die Lösung einleitete<sup>2)</sup>. Der Er- laß selbst umfaßt mit vielen Anmerkungen im Manual of Emergency Legislation nicht weniger als 7 Seiten. Alle diese Details und Schwierigkeiten sind aber, soweit sie überhaupt bis zu uns gelangt sind, rein technischer Natur und daher für die Beurteilung des Geldmarktes ohne Bedeutung.

Als aber der 18. November heranrückte, ging im allgemeinen

<sup>1)</sup> Manual of Emergency Legislation, S. 524 und 527.

<sup>2)</sup> I. c. „Times“ vom 7. November, die eine Menge der Streitfragen aufzählt und die „Times“ vom 12. November, die von einer Protestversammlung berichtet, an der über 400 Börsenmitglieder teilnahmen (also über 10% von allen), und die vom 14. November, die von Verhandlungen zwischen den Mitgliedern des Proteßkomitees, dem Schatzamt, dem Börsenkomitee und den Banken mit Rücksicht auf diese Schwierigkeiten berichtet. Ferner den „Economist“ vom 8. November.



die Lösung der Engagements glatt vor sich. Nur im „Economist“<sup>1)</sup> habe ich eine Angabe über einige Zahlungsunfähigkeiten gefunden: „Man hatte prophezeit, daß eine Schar von Leuten von der Börse zum Komitee strömen würde, um sich von ihren Verpflichtungen zu befreien, indem sie ihm ihre Bücher zwecks Liquidation übergäben, aber nur eine Hand voll Leute hat dies getan und von diesen waren einige nicht gerade in der stärksten Finanzlage, bevor die Börse geschlossen wurde.“ Es handelt sich um noch nicht 20 Firmen<sup>2)</sup>, die tatsächlich in Liquidation treten mußten. Dagegen war die Zahl derer erheblich größer, die in Schwierigkeiten gerieten und zum Teil sogar schon ihre Bücher dem Komitee eingereicht hatten, doch ließen sich in den meisten Fällen Mittel und Wege finden, die Angelegenheit ohne Liquidation zu regeln<sup>3)</sup>.

Einige Zusammenbrüche stehen natürlich noch zu erwarten, wenn die Liquidation wirklich zu Ende geführt wird, d. h. zwölf Monate nach Friedensschluß usw. Dann auch erst wird es Lloyd George möglich sein, zu beurteilen, wie viel das Scheme gekostet hat<sup>4)</sup> und erst dann wird man sich ein Bild davon machen können, ob diese Verschleppungspolitik berechtigt war, oder ob es nicht wichtiger gewesen wäre, sofort Klarheit zu schaffen.

Am 1. Dezember fand die restliche Liquidation statt, zu der in der Hauptsache die Prämien gehören. Bei ihr fanden die Erleichterungen des Stock Exchange Loan Scheme keine Anwendung, weil diese sich nur auf Account to Account loans bezogen. Die relativ kleine Liquidation wurde ohne Schwierigkeiten überstanden.

Damit galt das Börsenmoratorium als beendet, im ganzen  $\frac{1}{2}$  bis 1 Monat später als das allgemeine Moratorium, aber es hat doch mit ihm gemein, daß es nur formell geendet hat, tatsächlich aber ruhig weiter besteht und weiter bestehen wird, bis zu einem Jahr nach Friedensschluß.

Wenn also diese Bestimmungen und Ordnungen auch keineswegs als Ende des Moratoriums zu betrachten sind, so sind sie doch ganz zweifellos als ein Schritt anzusehen, der geordnete Verhältnisse auf sichereren Grundlagen für die Wiederaufnahme des Handels gewährte. Denn wenn auch eine wirkliche Liquidation ausgeschlossen war, und die Abwicklung der Geschäfte erst ein Jahr nach Wiederherstellung geordneter Verhältnisse stattfinden sollte, so war doch jetzt eine große Reihe von

<sup>1)</sup> „Economist“ vom 7. November und vom 21. November 1914.

<sup>2)</sup> „Economist“ vom 26. November, Seite 1107.

<sup>3)</sup> „Economist“ vom 21. November und 9. Dezember.

<sup>4)</sup> c. S. 58 dieser Arbeit.



offenen Positionen gelöst, und andere soweit gedeckt, daß keine Gefahr mehr bestand, während in den gefährdeten, wo kein Nachschuß geliefert worden war, sich die betreffenden schwachen Firmen durch die Zahlung der erhöhten Zinsen der Kontangoraten offen dazu bekannten, daß sie in schlechter Lage seien. Ein solches Zugeständnis, das die Sicherheit an die Stelle der Unsicherheit setzt, ist schon an sich zu begrüßen. So wurde auch das Arrangement aufgefäßt.

Am 1. April wurden die noch offenen Börsenengagements auf 20 nach anfänglich 70—80 Millionen Pfund Sterling geschätzt<sup>1)</sup>, der Abbau war also schon bedeutend fortgeschritten.

### 5. Andere Mittel zur Bekämpfung der Krisis.

Es ist gewiß noch manches zur Bekämpfung der Krisis in Wort, Schrift und Tat geschehen, was z. T. nicht bis zu uns gelangt sein dürfte. Aber eines möchte ich doch nicht unerwähnt lassen, das ist die Naturalisierung von Baron Bruno von Schröder, Mitinhaber des Bankhauses J. Henry Schröder & Co., nach Ausbruch des Krieges; sie hat im Parlament zu einer Anfrage Veranlassung gegeben, und wurde in der großen Rede vom 27. November von Lloyd George zu beschönigen versucht. Er begründete es damit, daß es sich bei Baron v. Schröder nur um einen zufällig deutschen Mitinhaber eines englischen Bankhauses handelte und daß es wichtig sei, den englischen Namen — denn das Akzept Schröder sei ein englisches — unangetastet zu erhalten. Da das Haus nur zwei Inhaber hat, ist die Frage, ob es englisch oder deutsch sei, eigentlich schwer zu beantworten. Immerhin wirkt auch diese Tatsache ein Schlaglicht auf die Erschütterung des englischen Geldmarktes durch den Krieg.

---

<sup>1)</sup> Frankfurter Zeitung vom 1. April. Telegramm.



### III. Teil.

## Die Entwicklung der Märkte von der ersten bis zur zweiten Kriegsanleihe.

Solange die Börse noch nicht wieder funktionierte, hat sich das englische Schatzamt zur Aufbringung der Kriegskosten der Emission von Schatzscheinen bedient, die es nach und nach auflegte und im allgemeinen zu steigendem Zins (nicht zu fallendem, wie man etwa aus der Tatsache der Rückkehr ruhigerer Verhältnisse schließen möchte) unterbrachte<sup>1)</sup>. Der bewilligte Kredit lautete auf £ 100 000 000.— und er war Anfang November bis auf £ 10 000 000.— aufgebraucht. Danach wurde die Regierung dazu veranlaßt, trotz geschlossener Börse eine feste Anleihe herauszubringen.

Es wurden £ 350 000 000.— emittiert, von denen £ 100 000 000.— schon fest begeben waren, und am 18. November (also dem Börsenliquidationstag), zum Kurse von 95 %, rückzahlbar zu pari 1928 (oder aber nicht vor 1925) zu 3½ % aufgelegt.

Diese Bedingungen sind an sich für englische Verhältnisse abnorm, mit Rücksicht auf die Umstände wird man aber sagen müssen, daß sie nicht gar zu verlockend waren, denn auch die alten Konsols ergaben zu 68½ %<sup>2)</sup> eine Rendite von sogar 3,65. Freilich stellte sich auch der Zinsertrag der Kriegsanleihe in Wirklichkeit wesentlich höher als 3½ %.

zu 95 % herauskam, so war der Realzins . . . . .	3,67 %
plus 5 % Disagio, rückzahlbar in 10 bis 13 Jahren,	
gleich . . . . .	0,50—0,38 %
was zusammen . . . . .	4,25—4,05 %

ergibt. Dies muß für ein mündelsicheres Papier auf dem englischen Markt doch immerhin als verlockend gelten.

<sup>1)</sup> I. c. Anlage Nr. 14.

<sup>2)</sup> Dem Minimalkurs.



Dazu waren die Einzahlungen außerordentlich bequem: 2% bei der Subskription, dann 5% am 7. Dezember und von dann ab monatlich 20% in je zwei Raten.

Endlich kam noch die Möglichkeit hinzu, die Titres drei Jahre lang 1% unter Banksatz bei der Bank von England lombardieren zu können, so daß an sich sogar bei einem Banksatz von 5%, die Anleihe drei Jahre lang ohne Verlust hätte gehalten werden können, wenn man auf ein regelmäßiges Steigen hätte rechnen dürfen.

Diese Maßregel wurde damit begründet, den Geldmarkt zu schonen und es zu ermöglichen, beliebige Beträge einzuzahlen, ohne Störungen hervorzurufen. Dazu kommt wohl auch die Absicht, für die Spekulation einen Anreiz zu schaffen und einen immer guten Markt für das Papier zu gewinnen. Gegen sie ist natürlich zu sagen, daß es eine außerordentliche Belastung der Bank von England darstellte und bei einer Emission von 7 Milliarden auch ihre Diskontpolitik zu erschweren geeignet erschien. Irgendwelchen Einfluß auf die Zinssätze hat diese Anleihe, wie aus Anlage 3 hervorgeht, nicht ausgeübt.

Die Regierung scheint auch diese Form der Beleihbarkeit nicht für glücklich gehalten zu haben, und vermutlich ist die Möglichkeit der Konversion in die zweite Anleihe mit darauf zurückzuführen, daß dieser beleihbare Typ aus der Welt geschafft werden sollte. Für einen guten Gedanken hat die Regierung diese Beleihbarkeit sicher nicht angesehen, sonst hätte sie bei der neuen Anleihe nicht darauf verzichtet.

Die Zeichnungen gingen gut ein. In der Presse wurde starke Reklame gemacht und der Glaube erweckt, die Anleihe sei stark überzeichnet worden.

Der 25. November war der letzte Zeichnungstag. Am 26. November meldet die „Times“, der Schatzkanzler werde „heute“ das Resultat mitteilen. Offiziell ist aber nie etwas darüber verlautbart worden. In der Unterhausrede vom 27. November erklärte Lloyd George nur, daß sie überzeichnet sei. Die Zuteilung erfolgte bei kleinen Zeichnungen ganz, bei großen mit 96—98%<sup>1)</sup> und da die Zeichnungen in der Presse auf £ 400 000 000.— geschätzt worden waren, behauptet man, die englische Regierung habe mehr zugeteilt, als das Parlament bewilligt hätte<sup>2)</sup>. Ob das richtig ist, vermag

<sup>1)</sup> cf. „Times“ vom 28. November, „Frankfurter Zeitung“ vom 30. November und „Kölnische Zeitung“ vom 2. Dezember.

<sup>2)</sup> „Frankfurter Zeitung“ vom 8. Dezember: „London, 7. Dezember, Privat-Tele. Ctr. Frftf.: „Ich erfahre zuverlässig über das geheim gehaltene Ergebnis der englischen Kriegsanleihe, daß insgesamt 400 Millionen Pfund gezeichnet worden sind, und daß die Regierung auch die überzeichneten 50 Millionen einbehält . . .“



ich nicht zu beurteilen<sup>1)</sup>. Nach dem „Economist“ vom 5. Dezember war die Börse der Ansicht, daß 353 Millionen gezeichnet worden seien; was der Zuteilung ja, unter Berücksichtigung, daß 100 Millionen schon im voraus fest placiert waren, entsprechen würde, möglicherweise aber gerade aus ihr berechnet ist, so daß man die Wahrheit der Angaben nicht an der Zuteilung prüfen kann. Fraglos ist, daß die Zeichner mehr zugeteilt erhielten, als sie eigentlich haben wollten, denn trotz der Beleihbarkeit der Anleihe zu 95%, notierte sie an der Börse sofort mit Disagio, das für die verschieden eingezahlten Stücke verschieden war, und zunächst zwischen  $\frac{1}{16}$  und  $\frac{1}{4}$  % schwankte.

Dabei ist es geblieben. Die Anleihe hat nie wieder ihren Emissionskurs erreicht, sondern stand stets unter demselben, wenn auch bis zur 2. großen Anleihe kaum je unter 94. Das läßt uns erkennen, wie schlecht die Anleihe klassiert war und wie gering die Aufnahmefähigkeit des englischen Geldmarktes für langfristige Anlagen, trotz des überaus flüssigen Marktes für kurzes Geld, gewesen ist: Die deutsche Kriegsanleihe stieg bekanntlich gleich auf ein Agio. M. E. dürfte man diesen Unterschied darauf zurückführen, daß der Engländer sich scheute, Betriebskapital in der Form von Sparkapital anzulegen und es vorzog, es, wenn auch zu schlechten Zinsen, doch für seinen eigentlichen Zweck zu reservieren. An Sparkapital für Effekteninvestition produziert die englische Volkswirtschaft, wie gezeigt, aber nur zirka £ 200 000 000.— jährlich, so daß diese Emission weit über die Bedürfnisse hinausging. Erst wenn in England Handel, Gewerbe und Industrie so darniederliegt, daß der Wille besteht, Betriebskapital zu Anlagen in Kriegsanleihen zu verwenden, erst dann kann die Börse erwarten, daß die Kriegsanleihen auf ein Agio steigen.

In Deutschland, wo wir keine Einfuhr haben und die Rückzahlung der Anleihe durch die Kriegsschädigung erwarten, liegt die Sache ganz anders.

Von der Liquidation der Engagements und der Unterbringung der Kriegsanleihe an werden die Stimmen für eine Wiedereröffnung der Börsenräume nicht wieder ruhig: Kein Wunder, so lange die Börsenräume geschlossen waren, mußten die Börsenmitglieder bei Wind

<sup>1)</sup> Die gesamte deutsche und schweizer Presse sprach seit jenem Frankfurter Telegramm nur noch von der 400 Millionen-Anleihe, auch z. B. Weber in seinem „Krieg und Banken“ S. 29. In Helfferichs Reichstagsrede vom 20. August finde ich zum ersten Mal wieder die Anleihe in Deutschland als die 350 Millionen Anleihe bezeichnet. Dies scheint auf New Yorker Gerüchte zurückzuführen zu sein, wonach die Anleihe überhaupt nicht voll gezeichnet worden sei. Ja, die Frankfurter Zeitung vom 15. Juli läßt das die englischen Blätter schon zugeben!



und Regen und Nebel auf der Straße ihre Transaktionen abschließen, denn im Einverständnis mit der Regierung gestattete das Börsenkomitee nicht das Mieten eines anderen Raumes: Der Börsenverkehr sollte erschwert sein, aus politischen wie aus wirtschaftlichen Gründen. Die wirtschaftlichen lagen z. B. in der Unsicherheit der Entwicklung und Furcht vor Katastrophen, und die politischen vor allem in der Furcht vor Abwanderung des Kapitals, das zur Kriegführung gebraucht wurde, in andere Unternehmungen oder gar in die Hände der Feinde. Außer den Minimalpreisen hinderte ein Arbitrageverbot den Verkehr. So bot die Börse die ganze Zeit, vor wie nach der Regulierung der Engagements, kein Bild eines belebten Handels, es fanden keine starken Kurssteigerungen statt, außer in Kriegspapieren, zu denen die Petroleumwerte und Rio Tintos gehören; die Umsätze waren klein. Desto stärker war die Stimmung für die Wiedereröffnung der Räume, die sogar zu einer Protestversammlung der Mitglieder am 17. Dezember führte, in der die Resolution gefaßt wurde, daß ein neues Börsenkomitee gewählt werden solle<sup>1)</sup>.

Als aber auch u. a. die New Yorker Börse wiedereröffnet war, kamen allmählich neue Gesichtspunkte zur Geltung: Die nach und nach wiederkehrende Sicherheit oder vielleicht richtiger die Gewöhnung an die Unsicherheit des Verkehrs und die Möglichkeit, dieselbe zu schätzen, die Unterbringung der großen englischen Kriegsanleihe, wohl auch die politische und kriegerische Lage ließen es geraten erscheinen, normale Zustände herbeizuführen und dazu gehörte die Börseneröffnung, wenn auch dem Verkehr noch schwere Fesseln auferlegt wurden. Am 24. Dezember wurden die Eröffnungsbestimmungen bekannt gemacht<sup>2)</sup> und die Eröffnung auf Montag, den 4. Januar verfügt. Die Bestimmungen waren außerordentlich einschneidend und wurden von der City mehr als kühl aufgenommen.

Sie verfolgten einen dreifachen Zweck und lassen sich demgemäß nach drei Gesichtspunkten zusammenfassen:

Es sollte der Abwanderung des Kapitals zu anderen Zwecken als die der Kriegführung vorgebeugt und das Kapital im Lande gehalten werden. Daher das Verbot von Neuemissionen und die Forderung, daß alle zu verkaufenden Effekten seit dem 30. September in England sein müßten.

Ferner sollte vermieden werden, daß der Feind sich auf dem englischen Markt Geld verschaffe. Daher wurde bestimmt, daß die gehandelten Effekten nachweislich seit dem 1. August keinem Feinde

<sup>1)</sup> „Times“ vom 16. und 18. Dezember.

<sup>2)</sup> Z. B. „Daily Chronicle“ vom 2. Januar.



gehört haben dürften. Arbitrage, selbst innerhalb Englands, wurde verboten.

Endlich sollte einem Sinken der Kurse möglichst vorgebeugt werden. Daher die Bestimmung, daß alle Geschäfte per Kasse abgeschlossen werden mußten. Um Kassaleerverkäufe zu verhindern, wurde verlangt, daß jeder Verkäufer ein Formular mit der Nummer des Effekts oder sonst einem daselbe individuell bestimmenden Merkmal ausfülle. Die alten Minimalkurse blieben bestehen. Alle Abschlüsse mußten registriert werden. Das laute Ausrufen von Kursen war verboten. Für die Zahlungseinstellungen waren besondere Erleichterungen für die Betroffenen vorgesehen, um Exekutionen zu vermeiden.

Eine geradezu unglaubliche Menge aller möglichen Formulare, die ausgefüllt werden mußten, diente der Durchführung dieser Bestimmungen<sup>1)</sup>.

Inwiefern die Absichten des Schatzamtes erreicht wurden, ist von hier aus schwer zu beurteilen. Die Tatsache, daß schon am 19. Januar ein Erlaß desselben herauskam, der die Bestimmungen über die Verhinderung des Handelns mit Effekten des Feindes erneut einschärfte und ausdrücklich auch für „Nichtbörsenmitglieder“ als bindend erklärte, spricht nicht eben für einen Erfolg. Eine Baiffespekulation mag vermieden worden sein; es ist wenigstens bei den strengen Vorschriften keine Möglichkeit zu einer solchen zu sehen, und der Lord Chief Justice, Sir Rufus Isaacs, der Lloyd Georges Berater in allen finanziellen Fragen war, war ja auch zweifellos infolge seiner Erfahrungen als gehämmerter Member of the Stock Exchange der Mann, die Börse zu kennen.

Aber zweifellos ist dabei ein Druck auf die Kurse nicht vermieden worden. Die gewaltige Einschränkung des Verkehrs eben durch diese Bestimmungen mag viel mehr zum Druck auf die Preise beigetragen haben, als die Baiffespekulation überhaupt getan haben würde, die doch nur Kommendes antizipiert.

Man wird sich bei diesen Bestimmungen nicht wundern, daß die Börsen sehr ruhig verliefen, und ein wirklicher Kursaufschwung außer in Kriegswerten auch nach Eröffnung der alten Räume niemals stattgefunden hat, sondern im großen und ganzen die Kursbewegungen eine Schranke an den Minimalkursen fanden. Die Zahl der Abschlüsse schwankte täglich zwischen 1000 (9. Januar) und 3000. Die Konsols notierten fortgesetzt zirka 68 $\frac{1}{2}$ , standen also auf dem Minimalkurs, und die Kriegsanleihe sank auf zirka 94 %, und das trotz des flüssigen Geldmarktes.

---

<sup>1)</sup> Manual of Emergency Legislation, S. 533 bis 542.



Unter diesen Umständen ist ein Kapitalausfuhrverbot von seiten des Schatzamtes sehr begreiflich. Dies war schon in den Börseneröffnungsbestimmungen angedeutet worden: Sie enthielten die Bemerkung, daß nicht in Neuemissionen gehandelt werden solle, die nicht das Schazamt billige. Diese Bestimmungen wurden am 19. Januar dahin erläutert, daß

1. Emissionen von Unternehmungen in den Vereinigten Königreichen nur gestattet werden sollten, wo dem Schazamt der Beweis erbracht ist, daß sie im nationalen Interesse liegen,

2. Emissionen oder Beteiligungen an Emissionen in Unternehmungen im überseeischen Britischen Reiche nur gestattet werden werden, wenn zur Zufriedenheit des Schatzamtes der Nachweis erbracht ist, daß eine dringende Notwendigkeit oder besondere Umstände vorliegen.

3. Emissionen oder Beteiligungen an Emissionen in andern Ländern nicht gestattet werden werden.

Auf Erneuerungen von kurzfristigen Schatzscheinen usw. fanden diese Bestimmungen keine Anwendung. Gesuche zur Genehmigung schon eingeführter Neuemissionen sollten abgelehnt werden.

Am 27. Januar wurden die Namen der Komiteemitglieder veröffentlicht, an die man sich zu wenden hatte, und am 28. Januar nahmen sie ihre Tätigkeit auf.

Diese Regelung wurde in der City und in der Stock Exchange auf schärfste kritisiert<sup>1)</sup>. Man fürchtete für die kleinen industriellen Unternehmungen, die in England nicht auf privatem Wege Geld beschaffen könnten, daß sie nunmehr der Konkurrenz der Großen noch mehr unterliegen würden. Der Paragraph 2 müsse in den Kolonien Unruhe erzeugen und die Wirtschaft derselben schwer gefährden, denn die Kolonien seien finanziell vom Mutterlande abhängig, und so dürfe Paragraph 2 manches neu geschaffene Unternehmen verdorren lassen. Dadurch würde es Großbritannien ungemein viel Schaden tun, sowohl was das Ansehen des Mutterlandes anbelange, als auch den Kapitalbesitz der Engländer. Und die dritte Bestimmung werde zweifellos die englischen Kunden in die Hände der Konkurrenz treiben, soweit sie nicht ebenfalls zugrunde gerichtet würden. Diese Erwägungen dürften berechtigt sein: der englische Geldmarkt hat durch diesen Erlass einen außerordentlich schweren Schlag bekommen. Die englische Kundschaft wird, soweit es sich um gute Unternehmungen handelt, mit Freuden auf dem amerikanischen Markt begrüßt werden, der schon über das

<sup>1)</sup> cf. z. B. „Economist“ vom 23. Januar. Er bezeichnet dies Vorgehen des Schatzamtes als „German plan, which substitutes bureaucratic favour and discretion for the free play of business“.



Kapitalausfuhrverbot triumphiert hat. Wir wollen aber nicht aus den Augen verlieren, daß es damals nur das gesetzliche Siegel auf eine bereits bestehende Tatsache war, wie aus den Kapitalanlagen im Jahre 1914 hervorgeht. Im ersten Kriegshalbjahr sind nur 18 Millionen Pfund fremder Effekten auf dem englischen Markt emittiert worden.

Daß die Regierung aber diese Bestimmungen auch scharf durchführte, zeigte sich alsbald, als verboten wurde, die „jungen“ 6% convertible Bonds der New Yorker Central and Hudson River Co. den Besitzern der alten Shares anzubieten. Dies Bezugsrecht war nur zirka 1% wert, aber noch manche gute Anleihe ist dem englischen Markt vorenthalten worden<sup>1)</sup>.

Die schon vor dem 1. Januar herrschende Plethora auf dem kurzfristigen Geldmarkt nahm infolge dieser Bestimmungen immer mehr zu und wurde bald zur Kalamität, so daß Abhilfemaßregeln geschaffen werden mußten.

Aber trotz dieser Plethora sanken die Kurse der Effekten und es wurde im März nötig, neue, aber niedrigere Minimalkurse festzusetzen. Während in andern Ländern die Börsen ein mehr oder weniger festes Aussehen zu bewahren wußten, während in Deutschland die Staatsanleihen fortgesetzt stiegen, mußte das englische Schatzamt offiziell die Minimalkurse herabsetzen. Das Überhandnehmen von Outside-brokers sowohl im Effekten- als auch im Emissionsgeschäft, mag dazu mit Veranlassung gewesen sein. Konsols wurden auf 66½ gesetzt und erreichten diesen Kurs sofort. Die Börse hat aber trotz dieser Herabsetzung niemals ein Bild regen Geschäftes gezeigt: 3500 Abschlüsse an einem Tage war ungefähr das höchste, was vorkam. Ungünstige Ereignisse wirkten fortgesetzt auf die Stimmung: die „Lusitania“-Affäre, der Rücktritt von Bryan, die Schiffsverluste, die Steuern, schließlich die zweite große Kriegsanleihe, die einen allgemeinen Kurssturz hervorrief.

Trotz der großen Kriegsanleihe vom 18. November war schon im März wieder neues Geld nötig, zu einer Zeit, wo die Einzahlungen auf die erste Anleihe noch nicht einmal beendet waren! Es wurden am 6. März £ 50 000 000.— 3% Exchequer Bonds, rückzahlbar 1920, ausgegeben, und zwar wurde, wie das in England bei Schatzscheinen üblich ist, auf sie „getendert“, d. h. Gebote eingefordert. Solche von 95.10 — für £ 100 — erhielten 19% zugeteilt, höhere Gebote wurden voll bedacht. Die Verzinsung stellt sich also auf etwa 4%.

---

<sup>1)</sup> Journal of the Royal Statistical Society Juli 1915. S. 551.



Anfang April<sup>1)</sup> wurden sechs- und zwölfmonatliche Schatzscheine zu steigenden Diskontsätzen ausgegeben, deren Einfluß sich auf dem Short Loan Market stark fühlbar machte, wie aus der Anlage Nr. 3 ersichtlich. Vom 13. April ab wurden Schatzscheine in beliebigen Beträgen ausgegeben, doch unter Festsetzung des Zinsfußes. Dieser wurde für dreimonatliche auf  $2\frac{3}{4}\%$ , für sechsmonatliche auf  $3\frac{5}{8}\%$ , für neun- und zwölfmonatliche Schatzscheine auf  $3\frac{3}{4}\%$  festgesetzt<sup>2)</sup>, Sätze die weit höher waren, als sie der Geldmarkt an sich aufgewiesen hatte, und bis zur neuen großen Anleihenmission die Untergrenze für die Marktsätze bildeten (Anlage 3). Da am 22. Juni, am Tage der zweiten großen Anleihe, £ 247 706 000.— Schatzscheine ausstanden, davon aber £ 72 500 000.— durch Tendere verkauft waren<sup>3)</sup>, so ergibt sich für den Verkauf am Schalter (over the counter), wie man diese Art des Verkaufs nannte, eine Summe von £ 175 206 000.— oder auf die Woche zirka £ 17 000 000.—, was nicht einmal die Kriegskosten deckte. Begründet wurde dieses ganze Vorgehen mit der Notwendigkeit, Mittel gegen die Plethora auf dem Geldmarkt zu ergreifen, aber — so bemerkt die „Times“ vom 15. April — es wird es der Regierung ermöglichen, mit der Ausgabe der zweiten Kriegsanleihe noch zu warten! — Da aber auch dieser Verkauf von Woche zu Woche zurückging, und zudem eine ungeheure Last schwebender Schuld schuf, sah sich die Regierung gezwungen, die zweite Kriegsanleihe aufzunehmen.

Man erwartete in der City einen 4% Typus zu etwa 98; aber es kam ganz anders. Am 21. Juni hielt der Schatzkanzler seine Rede über die Anleihe, die Prospekte waren schon zur Presse geschickt, und am 22. erschienen sie, noch ohne daß das Parlament endgültig Stellung genommen hatte. Die Eile wurde wohl richtig mit der Furcht vor Spekulationen begründet, die bei längerem Zögern zu erwarten gewesen wären.

Die Bedingungen waren so neuartig und so kompliziert, daß eine eingehende Besprechung von Interesse sein dürfte, wenn auch zu betonen ist, daß ein genaues Bild der Bedeutung noch kaum zu geben ist: Ja, über die Wirkungen waren sich, wie Helfferich<sup>4)</sup> ausführte, wohl auch in London nur die wenigsten Leute ganz klar, was ja am besten durch die Unsicherheit sogar der Börse über den Wert der Konversionsrechte illustriert wird.

<sup>1)</sup> am 27. März 20, am 6., 10. und 17. April je 15 Millionen Pfund wie aus Anlage Nr. 14 ersichtlich.

<sup>2)</sup> Economist vom 3. Juli.

<sup>3)</sup> Anlage 14.

<sup>4)</sup> Interview von Schweppendick, Vertreter der Searsi-Blätter. s. unten S. 70.



Wenden wir uns nunmehr der Anleihe selbst zu.

Der Ausgabebetrag wurde nicht festgesetzt. Im Parlament erklärte McKenna, er könne, wenn ein Ausgabebetrag festgesetzt werden solle, nur 1 Milliarde Pfund Sterling als solchen annehmen.

Der Ausgabekurs war laut Prospekt 100. Da aber der am 1. Dezember fällige Rupon voll bezahlt wurde, und die Einzahlungen bis Ende Oktober zu leisten waren, stellte er sich etwa auf  $98\frac{7}{8}$ .

Die Termine für die Zeichnung waren, um diese zu erleichtern, wie bei der ersten Anleihe, sehr ausgedehnte. Die erste Einzahlung war bei der Zeichnung mit 5% zu leisten. Der Rest verteilte sich in Raten von 10 bis 15% bis zum 26. Oktober. Frühere Vollzeichnungen genießen  $4\frac{1}{2}\%$  Diskont. Die Zeichnung wurde am 10. Juli geschlossen.

Die Zinsen betragen laut Prospekt  $4\frac{1}{2}\%$ , stellten sich aber für die Regierung infolge des Konversionsrechts wesentlich höher. Dieses besteht darin, daß bei Zeichnung eines Betrages Kriegsanleihe der Zeichner das Recht erhält, einen Betrag alter Anleihen in neue zu konvertieren, und zwar gilt das Prinzip, daß bei Zahlung des Disagios der älteren Gattung und Neuzeichnung des Nominalbetrages der neuen Kriegsanleihe, der Wert der alten Anleihe in neuer Anleihe ersetzt wird. Jedes neu gezeichnete Anleihestück enthält daher ein Konversionsrecht für ältere Gattungen.

Im einzelnen lauten die Bedingungen:

1. Für die  $3\frac{1}{2}\%$  Kriegsanleihe sind  $3\frac{7}{8}\%$ <sup>1)</sup> Disagio zu zahlen und 100% neuer Anleihen zu zeichnen, und der Zeichner erhält im ganzen 200% neuer Anleihe. Die Zinsen betragen in diesem Fall für den Staat, nicht  $\pounds 4\frac{1}{2} + \pounds 3\frac{1}{2} = \pounds 8$  auf 200, sondern  $\pounds 9$ , d. h. das neue Geld kostete ihm  $\pounds 9 - \pounds 3\frac{1}{2}$ , also, ohne Berücksichtigung der kleineren Kursdifferenz, beinahe  $5\frac{3}{8}\%$  (bei genauer Ausrechnung kommt man auf etwa 5,35).

2. Für die  $2\frac{1}{2}\%$  Konsols lautet die Umtauschformel:

Bei Zeichnung von 100% neuer Anleihe hat man das Recht, 75% Konsols in 50% neuer Anleihe zu tauschen. Dadurch ergibt sich folgende Zinslast für den Staat:

$$\begin{aligned} \pounds 150 \text{ Kriegsanleihe} &= \pounds 6\frac{3}{4} \text{ Zinsen im Jahre, während} \\ \pounds 100 \text{ Kriegsanleihe} &= \pounds 4\frac{1}{2} = \pounds 4\frac{1}{8} \\ + \pounds 75 \text{ Consols à } 2\frac{1}{2}\% &= \pounds 1\frac{7}{8} \end{aligned} \quad \left. \vphantom{\begin{aligned} \pounds 150 \text{ Kriegsanleihe} \\ \pounds 100 \text{ Kriegsanleihe} \\ + \pounds 75 \text{ Consols} \end{aligned}} \right\} \pounds 6\frac{3}{8} \text{ sind,}$$

oder es entfallen auf die neue Anleihe Zinsen zugunsten der Konsolsbesitzer von nicht  $4\frac{1}{2}\%$ , sondern von etwa  $4\frac{7}{8}\%$ , wobei kleinere Agios

<sup>1)</sup> Laut Prospekt  $5\%$ , aber da der September-Rupon mit  $3\frac{1}{2}\%$  und außerdem der Dezember-Rupon mit  $4\frac{1}{2}\%$  voll bezahlt wurden, wird der Betrag um etwa  $1\frac{1}{8}\%$  vermindert.



und Disagios nicht berücksichtigt sind. Hinzu kommt, daß hier, ähnlich wie im ersten Fall, der Oktoberkupon der Konsols und der Dezemberkupon der neuen Anleihe voll bezahlt wurden.

Ähnlich, aber komplizierter gestalten sich die Umrechnungsverhältnisse bei den  $2\frac{3}{4}$  und  $2\frac{1}{2}\%$  Annuitäten. Da der ausgegebene Betrag dieser beiden Gattungen von Staatswerten im Verhältnis zu der ersten Kriegsanleihe und der Konsols gering ist, übergehe ich die Ausführung der Berechnung. Dies Konversionsrecht gab Veranlassung zu den kompliziertesten Folgen und Berechnungen auf der Börse. Es ist in der Geschichte moderner Staaten ein Novum. Helfferich verglich es mit den Geldbeschaffungsmethoden sanierungsbedürftiger Aktiengesellschaften<sup>1)</sup>, und tatsächlich dürften dort die einzigen Parallelen zu finden sein.

Der Anleihezeichner hatte ein Optionsrecht auf Tausch gegen jede später zu höherem Zinssatz zu emittierende Anleihe (nicht aber gegen Emissionen kurzfristiger Schatzscheine usw.). Die Stückelung ging herab bis zu £ 100, es wurden aber bei der Post auch Zeichnungen auf kleinere Stücke entgegengenommen, und zwar bis herab zu 5 Pfund. Ferner konnte man bei der Post Gutscheine (Vouchers) zu 5, 10 und 20 Schilling erhalten, die im Gegensatz zu den Stücken größeren Nennbetrages auch nominell 5% Zinsen trugen. Diese Scheine sollen es auch dem Arbeiter ermöglichen, zu zeichnen; sie sollen einen Anreiz zur Sparsamkeit bilden; denn wenn der Arbeiter mehrere kleine Gutscheine beisammen hat, kann er sie jederzeit bei der Post gegen größere Stücke tauschen: Dann erhält er die Zinsen. Gelingt es ihm nicht, mehrere Scheine zu erwerben, so kann er trotzdem die Scheine jederzeit in Geld einlösen, sie tragen dann aber keine Zinsen, was McKenna für unvereinbar mit dem Geldcharakter hielt<sup>2)</sup>. Gleichwohl dürften die kleinen Scheine ein geeignetes Umlaufsmittel abgeben: und es kommt wohl hauptsächlich auf die Laune des englischen Volkes an, bis zu welchem Grade sie es tun.

Der Eindruck, den diese Anleihe machte, war geradezu sensationell. Der „Economist“ machte dem Schatzkanzler die schwersten Vorwürfe für seine „Freigebigkeit“ und sogar ein Parlamentsmitglied scheute sich nicht, in einer Zuschrift an den „Economist“ das gleiche zu tun<sup>3)</sup>.

Auf der Börse entstand geradezu eine Deroute, da der hohe Zinsfuß der neuen Anleihe den landesüblichen Zinsfuß für Kapital

---

<sup>1)</sup> Helfferich a. a. O. Schweppendick stellte dies Interview der Allgem. Nordd. Stg. zur Verfügung. 1. Juli 1915.

<sup>2)</sup> McKenna im Unterhaus am 21. Juni.

<sup>3)</sup> Vom 26. Juni.



revolutionierte und der Kurs der fest verzinslichen Werte sich auf den neuen einstellen mußte. Da aber die Papiere durch Minimal Kurse am Fallen gehindert waren, ruhte der Handel ganz, abgesehen von englischen Staats-Anleihen. Aber auch für diese wäre kein Handel zustande gekommen, wenn nicht die Minimal Kurse herabgesetzt worden wären, und zwar um  $1\frac{1}{2}\%$ . Diese Herabsetzung war erforderlich, weil man den Besitzern alter Staatspapiere, die ihre Werte konvertieren wollten, Gelegenheit verschaffen mußte, sich aus dem Verkauf eines Teiles ihres Besitzes Geld für die Konversion des Restes zu machen: das war sowohl im Interesse des Staates, als auch in ihrem eigenen, denn nach Aufhebung der Minimalpreise müssen die  $2\frac{1}{2}$  Konsols ihren Kursstand dem neuen Niveau anpassen, d. h. auf zirka 57.— sinken. Die Besitzer älterer Staatsanleihen müssen also entweder konvertieren: dann erhalten sie einen höheren Zins — oder sie konvertieren nicht: dann verlieren sie an ihrem Kapital. So hat also McKenna das Prinzip vom Zuckerbrot und der Peitsche angewandt, und daß er das bewußt getan hat, beweisen seine Ausführungen im Unterhause, in denen er die Wirkung schilderte, die die neue Anleihe auf das Kursniveau haben würde.

Aber der hohe Zinsfuß hat noch eine andere Wirkung: Durch ihn tritt die neue Kriegsanleihe in wirksame Konkurrenz mit anderen guten ausländischen Bonds und vertreibt diese, besonders die amerikanischen, in ihr Heimatland; das um so mehr, als die Besitzer alter Anleihen zu verkaufen gezwungen sind, um zu konvertieren, die einheimischen festverzinslichen Werte aber durch die Minimalpreise nicht verkaufen können. Es setzte daher ein Arbitrageverkehr zwischen den Börsen ein. England verkauft an New York Effekten. Dadurch hoffte McKenna den Wechselkurs heben zu können, wie wir weiter unten sehen werden.

Durch die Herabsetzung der Minimalpreise der alten Staatsanleihen wurde ihnen am 25. Juni ein Markt gemacht, denn dadurch wurde es vorteilhaft, statt die ganze Anleihe, die man zeichnete, in bar zu bezahlen, Konsols auf der Börse zu kaufen, und sie zu konvertieren. Betrachten wir Beispiele:

Bei einer Zeichnung von £ 2000 kann der Zeichner:

1. Bar zeichnen, dann kostet ihn die Anleihe £ 2000.
2. 1050 bar zeichnen, für  $92\frac{1}{2}\%$ <sup>1)</sup> £ 1000  $3\frac{1}{2}$  Kriegsanleihe kaufen, dann kostet ihn die Transaktion £ 1975. Er gewinnt also das Disagio der ersten Kriegsanleihe, oder in Prozent auf den ganzen Betrag ausgedrückt,  $1\frac{1}{4}\%$ .

---

<sup>1)</sup> Dies war ungefähr ihr Kurs nach Auflegung der neuen Anleihe.



3. £ 1500 bar zeichnen, zum Kurse von 65 nominal £ 750.— $2\frac{1}{2}\%$  Konsols kaufen, dann kostet ihn die Anleihe £ 1987 $\frac{1}{2}$ . Der Gewinn beträgt in diesem Falle nicht mehr als  $\frac{5}{8}\%$  auf die ganze Summe berechnet<sup>1)</sup>.

Unter diesen Umständen und in Anbetracht der Tatsache, daß der Emissionskurs nicht 100, sondern zirka 98 $\frac{7}{8}$  war, war es ohne weiteres klar, daß die neue Anleihe mit einem Disagio auf den Markt kommen würde: deshalb wurde das Handeln in ihr verboten, bis auch die Zeichnung bei der Post, die bis zum 31. Juli dauerte, geschlossen wäre. Erst im August kamen die ersten Notierungen zustande<sup>2)</sup>.

Nach all diesen Vorbereitungen durfte man auf den Zeichnungsbetrag der Anleihe gespannt sein. Die Tatsache an sich, daß es sich bei dieser Anleihe offenbar nicht mehr darum handeln konnte, Ersparnisse anzulegen, da solche nicht mehr da sein konnten, — war doch die erste Kriegsanleihe nicht klassiert —, berechtigte nicht zu Optimismus. Daher ja auch die erzeptionell günstigen, für England unerhörten Bedingungen.

Es wurden £ 600 000 000.— aufgebracht, und zwar 570 Millionen Pfund Barzeichnungen bei der Bank von England und etwa der Rest bei der Post. Diesen Rest können wir aber nicht vollständig als neues Geld betrachten. Indem sich nämlich die Regierung an den kleinen Mann wandte und ihn aufforderte, seine Ersparnisse in Reichsanleihe anzulegen, die sie ihm mit 5% vergüten wollte, forderte sie ihn auf, sein Guthaben bei der Postsparkasse zu kündigen: Sie nahm sich dadurch Geld aus der einen Tasche, um es sich selbst wieder in die andere zu stecken. Die hohe Verzinsung mußte zur Kündigung der Gelder besonders reizen.

Aber auch abgesehen von diesen bei der Postsparkasse gezeichneten Geldern ist nur ein geringer Teil „neues Geld“.

Von der Bank von England hat sich die Regierung bedeutende Beträge vorschießen lassen. Ihre Höhe wurde von McKenna im Parlament<sup>3)</sup> nicht genannt, aber er ließ durchblicken, daß man sie auf £ 10—20 000 000 schätzen dürfte<sup>4)</sup>.

<sup>1)</sup> Der Handelswert dieser Rechte erwies sich als viel geringer, nämlich als etwa  $\frac{1}{4}\%$ .

<sup>2)</sup> Die neue Anleihe wurde sofort mit einem Disagio von 1%, das bald bis  $2\frac{1}{2}\%$  sank, notiert, was zu Gerüchten von Minimalkursen für dieselbe trotz der gegenteiligen Versicherung McKennas Veranlassung gab.

<sup>3)</sup> 19. Juni.

<sup>4)</sup> McKenna führte aus, er könne den Tag, bis zu dem die bewilligte Summe reichen werde, nicht nennen, weil man sich daraus den Betrag der zur Rückzahlung gelangenden Vorschüsse ausrechnen könne. Nach einer kurzen Abschweifung



Ferner beabsichtigte die Regierung, der Bank von England die uneingelösten, von ihr garantierten Wechsel abzunehmen. Das macht weitere zirka £ 50 000 000.— aus. Ferner meldet die Frankfurter Zeitung am 18. August <sup>1)</sup>, daß zur größten Überraschung der City die Rückzahlungen der Regierung an die Bank von England £ 160 000 000.— betragen hatten.

Nimmt man diese Zahl als richtig an, und bedenkt man, daß die Regierung schon vor der Anleihe Schatzanweisungen im Betrage von 240 Millionen Pfund emittiert hatte, die sogar mit Abzug eines Diskonts von  $4\frac{1}{2}\%$  als bar zur Zeichnung auf die neue Anleihe angenommen wurden, so bleiben als neues Geld <sup>2)</sup> nur noch 170 Millionen übrig, was bei einem Verbrauch von über 3 Millionen Pfund täglich die Kriegskosten kaum zwei Monate deckt.

Bedenkt man aber ferner, daß es den Anschein hat, als sei auch diese Anleihe trotz der günstigen Bedingungen  $\frac{1}{3}$  von den Banken mit eigenen Betriebsmitteln gezeichnet worden <sup>3)</sup>, so wird einerseits das Disagio der neuen Anleihe verständlich, andererseits muß man aber doch die Transaktion für einen vollkommenen Fehlschlag ansehen.

Wie auch bei der ersten Kriegsanleihe weigerten sich die Engländer bei der zweiten, Erwerbskapital in Sparkapital zu verwandeln.

Und dennoch war infolge des Darniederliegens von Handel, Gewerbe und Industrie — abgesehen natürlich von den Kriegslieferungen — sowie der Regierungsdarlehen und den Garantien seit Anfang des Jahres 1915 die City mit kurzfristigem Geld überfüttert.

Dementsprechend waren die Sätze für Wechsel immer außerordentlich niedrig und gingen, wie aus Tabelle Nr. 3 ersichtlich, zeitweilig bis auf  $1\frac{3}{8}\%$  herab, und die Sätze für tägliches Geld und

fuhr er dann fort: „Das Haus darf annehmen, daß sie bis Ende August reichen werden.“ Also 21 Tage kürzer als sonst. Da darin auch die Rückzahlung für die nicht ganz 50 Millionen Pfund Prämioratoriumswechsel einbegriffen war, wäre für diese Vorschüsse bei den täglichen Ausgaben von über 3 Millionen Pfund obiger Betrag in Anschlag zu bringen. Der Widerspruch in der Rede aber, und das „The House may assume“ scheint mir darauf hinzudeuten, daß diese Rechnung nicht stimmt. Das, was das Haus „annehmen darf“, braucht ja darum noch nicht wahr zu sein. Ob aber die große von der Frankfurter Zeitung gemeldete Summe richtig ist, vermag ich nicht nachzuprüfen.

<sup>1)</sup> 2. Morgenblatt.

<sup>2)</sup> Natürlich sind nicht alle Schatzscheine zur Einlösung gelangt, aber doch ein großer Teil, und für Rückzahlung des Restes muß auch Sorge getroffen werden. Man kann es daher verstehen, wenn schon am 22. August die Frankfurter Zeitung melden konnte, daß die Regierung wieder Schatzscheine auszugeben beabsichtige.

<sup>3)</sup> Erstf. 15. Juli meint sogar auf Verlangen der Regierung; z. B. Barclay & Co. zeichneten £ 21 000 000.—.



Wochengeld sanken ununterbrochen. Tägliches Geld hat niemals über  $1\frac{1}{2}$  bis 2% notiert, und ebenso hat Wochengeld lange den Stand von  $1\frac{3}{4}$  bis 2 oder  $2\frac{1}{4}$ % nicht überschritten. Diese Gelder, denen außer der Anlage in Wechseln das Börsenspiel — im Frieden! — Verwendung bietet, waren natürlich gar nicht unterzubringen. Die Verzinsung war so schlecht, daß sich die Diskontkompagnien, rein Londoner Häuser ohne Filialen, im Anfang Februar veranlaßt sahen, ihre Depositensätze noch unter die der anderen Banken herabzusetzen, während sie sonst höher stehen<sup>1)</sup>. Die Gelder, die von der Regierung zur Kriegsführung gebraucht wurden, wurden wenigstens anfangs leicht durch Schatzanweisungen aufgenommen und haben infolge des Versprechens baldiger Rückzahlung<sup>2)</sup> zuerst der Regierung keine großen Kosten gemacht. Zum Teil hat ja auch die Regierung nur die eigenen in den Verkehr gepreßten Gelder wieder an sich gezogen.

Die Januarbilanzen der Großbanken zeigten eine noch niemals dagewesene Flüssigkeit. Die englische Fachpresse nannte dies Kraft, aber mit Rücksicht auf die Versuche der Diskonthäuser, Geld von sich abzustößen, tun wir wohl besser, es als den Ausdruck einer Geldplethora zu bezeichnen. Die 13 bedeutendsten Clearing-Banken<sup>3)</sup> wiesen allein eine Zunahme der Depotisten und Kontokorrentguthaben von 55 Millionen Pfund auf und eine noch nicht erreichte Liquidität ihrer Status, die um Prozente besser war als im letzten Jahr. Dagegen zeigten die Dividenden und Abschreibungen, mit ganz geringen Ausnahmen, Rückgänge<sup>4)</sup>: Ein weiterer Beweis, daß die vermeintliche Kraft der Banken nichts anderes als eine Folge der tiefgreifenden Depression in Handel und Gewerbe war. Ja, Sir Felix Schuster bezeichnete in der Generalversammlung der Union of London and Smiths Bank<sup>5)</sup>, den Geldmarkt als „beinahe gefährlich flüssig, und das zu einer Zeit, wo das Kapital der Welt auf den Kriegsschauplätzen in den Wind gestreut werde (squandered)“. Die Flüssigkeit dauerte bis zu ihrem Höhepunkt im Februar fort. Dies ist der Zeitpunkt, an

---

<sup>1)</sup> Erst im April, als das Eingreifen der Bank von England und der Regierung die Marktsätze versteift hatte, konnten sie ihre Sätze auf normale Höhe bringen.

<sup>2)</sup> Über das Bedenkliche, Gelder zu langfristigen Anlagen in kurzfristiger Form aufzunehmen, ist sich die Regierung dabei natürlich im klaren. Zudem geriet die Ausgabe von Schatzscheinen allmählich ins Stocken, s. oben S. 69.

<sup>3)</sup> Siehe oben Seite 4.

<sup>4)</sup> Dies kam zum Teil nur darin zum Ausdruck, daß sie inklusive statt exklusive Steuer ausgeschüttet wurden. Das macht eine Differenz von 14 pence aus dem Pfund Dividende aus.

<sup>5)</sup> Zitiert nach „Times“ vom 18. Januar.



dem die Bank von England eingriff. Sie entzog dem Markt Geld durch Ausgabe von Treasury Bills und Exchequer Bonds und dann wieder von „Treasuries“ und bewirkte dadurch ein Anziehen des Diskonts auf zirka 3% für Dreimonatswechsel<sup>1)</sup>.

Diese Sätze blieben bestehen, bis der neue Typ der großen Zuli-anleihe alle Geldsätze revolutionierte und dabei nicht nur die dauernde Anlage suchenden Kapitalien, sondern auch die flüssigen an sich zog. Der Satz für Privatdiskonten stieg auf 5%, die Höhe des Banksatzes. Tägliches Geld blieb zunächst noch flüssig, mußte aber seit dem 20. Juli auf 4½% steigen, da von diesem Tage ab Geld auf die Anleihe eingezahlt werden konnte, das dann von der Regierung mit 4½% verzinst wurde. War bisher die Schwierigkeit in den zu niederen Sätzen gelegen, so trat jetzt die Gefahr einer Geldklemme ein, und die Bank von England wurde gezwungen, einzugreifen. Sie ließ die vom Markt als Einzahlung auf die Anleihe aufgebrachten Gelder wieder an diesen aus, und wurde statt die „Bank der Banken“ im Sinne der Depositen-Bank zu sein — denn so ist der Ausdruck zu verstehen — zum Geldgeber des Marktes, dessen Verschuldung an sie man auf zirka £ 150 Millionen schätzte<sup>2)</sup>.

Diese Zahl läßt sich aus dem Bankausweis nicht ersehen, da die Bank scheinbar begann, statt der ganzen Summen nur noch Saldo-posten aufzuweisen, also die Guthaben des Marktes gegen die Schulden desselben aufzurechnen<sup>3)</sup>. Auch die Banken begannen ihren Status zu verschleiern und veröffentlichten keine Monatsbilanzen: zum erstenmal seit Ausbruch des Krieges. Daß sie aber bei der Bank von England wieder Currency-Fazilitäten im Betrage von fast 3¼ Millionen Pfund in Anspruch nahmen, die ja 5% Zinsen kosteten, während tägliches Geld und Wochengeld auf 4½% stand, zeigt, wie angespannt die Lage war, und daß diese Sätze von 4½% wohl zum Teil als rein nominell zu betrachten waren.

Diese Anspannung läßt auch darauf schließen, daß die Banken in höherem Maße zur Finanzierung der Anleihe mit Eigenzeichnung veranlaßt worden sind, als mit ihrem Wesen als Bank vereinbar ist.

---

<sup>1)</sup> Anlage 3. Siehe auch oben 69.

<sup>2)</sup> Economist vom 31. Juli.

<sup>3)</sup> Economist vom 24. Juli.



## Anhang II.

### Über die Gestaltung der Devisenkurse.

Im vorigen Kapitel haben wir schon wiederholt Gelegenheit gehabt, auf die Bedeutung hinzuweisen, die den Devisen in den Maßregeln des englischen Schatzamtes zukommt. Ja, es ist beinahe keine Verordnung erlassen worden, die nicht mit der Wiederherstellung der Wechselkurse begründet wurde; und wenn auch Lloyd George vermutlich absichtlich die Bedeutung der Devisen übertrieben hat<sup>1)</sup>, so ist doch klar, daß ihnen für die Dauer des Krieges eine erhöhte Wichtigkeit zukommt. Eine erhöhte Bedeutung und neue Regeln, die uns in die Zeit des Merkantilismus zurückversetzen und uns die Anschauungen derer verstehen lassen, in deren Augen die Handelsbilanz und das Gold eine große Rolle spielten. Auch heute finden wir wieder bei den Exportländern eine günstige, bei den Importländern eine ungünstige Zahlungsbilanz, und nicht nur die Staaten, deren Kredit vor dem Krieg mangelhaft war, sondern alle, selbst das stolze Albion, müssen mit Gold oder mit unmittelbar auf Gold basierendem Kredit zahlen.

Daher finden wir in allen Staaten ein Streben nach Gold, wie wir es in Friedenszeiten niemals gekannt haben. Bei Rußland und Frankreich äußerte es sich vor Ausbruch des Krieges schon in scheinbar tollen Goldankäufen, die besonders in Rußland fortgesetzt wurden, obschon der Wechselkurs soweit gegen das Land stand, daß er eine Goldausfuhr gerechtfertigt hätte.

In England führte der Goldhunger nach Ausbruch des Krieges zur Beschlagnahme der afrikanischen Goldproduktion und, um die Gefahren des Seetransportes zu vermeiden, zu deren Hinterlegung bei Banken in Pretoria. Ein gleiches Arrangement traf England mit dem Finanzminister von Kanada und ließ bei ihm das in Amerika für England bestimmte Gold in Ottawa hinterlegen. Dies geschah schon gleich im Anfang des Krieges. Bei ähnlichen Stellen wurde Gold in Australien, Neuseeland und Indien verwahrt<sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> So führte er am 27. November im Unterhause aus, in den ersten Tagen des Krieges sei England von aller Welt abgeschnitten gewesen, wie auf einer von einer mächtigen feindlichen Flotte blockierten Insel, nur weil die Devisen versagt hätten. Das ist falsch: der Handel ist nicht eine Folge, sondern die Ursache der Devisen. Dabei darf aber natürlich nicht übersehen werden, daß Unsicherheit der Devisenkurse die Kalkulation und damit auch wieder den Handel sehr erschwert; aber ohne das Hinzutreten anderer Gründe, wie Moratorien und der Zusammenbruch des Kredits — der natürlich von Lloyd George geleugnet wird und werden muß — ist ihr Verschwinden ja gar nicht denkbar.

<sup>2)</sup> Dies hinterlegte Gold wird in den Ausweisen der Bank von England mitgezählt und nicht besonders aufgeführt. Vergleiche z. B. den Jahresbericht von Samuel Montagu & Co.



Auch die Goldausfuhrverbote treten wieder auf, auch in England, das im Juli die Goldausfuhr nach Frankreich untersagte; die Paritäten und die Goldpunkte verschwanden schon lange vor den offiziellen Verböten: mit dem Augenblick, wo die Zentralbank Schwierigkeiten mit der Goldabgabe machte. An Stelle der freien Goldausfuhr trat die staatlich monopolisierte, und der Staat versteht es, die Zahlkraft des gelben Metalls bedeutend zu erhöhen. So ließen sich die Russen für die Überführung von £ 8 000 000.— Gold einen Kredit von 20 Millionen Pfund, die Franzosen gar für £ 20 000 000.— Gold einen solchen von £ 60 000 000.— in London eröffnen. Freilich verpflichteten sich beide außerdem, nötigenfalls, d. h. wenn der Goldbestand der Bank von England auf ein gewisses Minimum sinken sollte, mehr zu senden<sup>1)</sup>, was allerdings auch mit anderen Kreditoperationen im Zusammenhang gestanden hat: Zinszahlungen und Lieferungen, die England für diese Staaten ausführte. Dadurch wurden die Valuten jener Länder gestützt, die Englands gefährdet. Doch haben wir es zunächst nur mit der letzteren zu tun; mit der Ermittlung, welche Wertschwankung das Pfund Sterling als solches durchgemacht hat.

Das stößt aber auf gewisse Schwierigkeiten. Wenn wir gegenwärtig den Stand des Pfundes feststellen wollen, fehlt eine größere Zahl sich normal bewegender Valuten, vielmehr stellt sich der Dollar als das einzige Vergleichsobjekt dar. Dadurch ist es nicht möglich, einwandfrei festzustellen, welche Bewegungen auf seiten des Dollars und welche auf seiten des Pfundes stattfinden. Wenn wir aber gleichwohl den Dollarkurs mit dieser Einschränkung als maßgebend betrachten, so sehen wir eine allmähliche, aber ununterbrochen sich fortentwickelnde Entwertung des Pfundes. An sich könnte man geneigt sein, anzunehmen, daß ein Rückgang des Ansehens, den die englische Valuta früher in Amerika genoß, infolge der Kriegskosten, des Notstandsgeldes, der schlechten Klassierung der Kriegsanleihen oder dergleichen, die Schuld hieran trage, aber diese Ansichten sind wohl irrig, da uns ein Blick auf die Zahlungsbilanz die Erscheinung voll und ganz aufzuklären in der Lage ist.

Wenn wir nach Goschen die Zahlungsbilanz in einzelne Komponenten zerlegen, so finden wir, daß ihrer Bedeutung nach allen voran die Handelsbilanz steht, der gegenüber die andern Komponenten weniger ins Gewicht fallen. Nach den Accounts Relating to Trade and Navigation mußten sie im Jahre 1913 ein Passivsaldo der Handelsbilanz von £ 139 000 000.— bei einer Gesamteinfuhr von £ 769 000 000.— und 1912 von Pfund 145 000 000.— bei einer Einfuhr von £ 744 000 000.— decken: also

---

<sup>1)</sup> Lloyd Georges Unterhausrede vom 15. Februar.



etwa den fünften Teil<sup>1)</sup>. Von diesen Komponenten ist ein Teil stabil geblieben, oder hat sich nur unwesentlich verändert. Dazu gehören die Zinsen und Amortisationen, die an England gezahlt werden. Auch die Dienste, die England andern Ländern leistet, dürften sich kaum erheblich geändert haben: hat auch ihre Zahl abgenommen, so ist doch die Vergütung erheblich gestiegen. Dagegen hat einen wesentlichen Unterschied die Kapitalausfuhr erfahren: sie ist für 1914 stabil geblieben, doch entfällt fast die ganze Summe auf die Friedensmonate. Sie betrug in Pfund<sup>2)</sup>:

	1912 ganzes Jahr	1913 ganzes Jahr	1914 ganzes Jahr	1915 1. Halbjahr
Überhaupt . . . . .	165 514 700	160 585 800	148 102 200	38 219 200
Davon für britische Besitzungen . . . . .	72 642 400	76 137 200	80 940 200	20 306 900

Der mit auf das oben besprochene Zahlungsverbot zurückzuführende Rückgang wirkt natürlich zugunsten der englischen Zahlungsbilanz und damit der englischen Valuta, aber er vermag keinesfalls die Lücke auszugleichen, die durch die große Einfuhr und den Rückgang der Ausfuhr in sie hineingerissen wird, wie aus Anlage Nr. 15 ersichtlich ist; denn die Zunahme des Passivsaldo der Handelsbilanz während des Krieges betrug £ 196 000 000.—, während der Kapitalexport im Jahre 1914 nur unwesentlich (mit Rücksicht auf die hier in Frage kommenden Zahlen), der des ersten Halbjahres 1915 aber nur um nicht ganz 100 Millionen zurückgegangen ist<sup>2)</sup>. Dazu kommen noch zu ungunsten des Pfundes die Vorschüsse an die Verbündeten und die Finanzierung ihrer Einfuhr. Summen, die geheim gehalten werden, aber deshalb nicht weniger von Monat zu Monat in erhöhtem Maße auf den Wert des Pfundes drücken.

<sup>1)</sup> Sie machen etwas mehr aus, da ja England auch Dienste empfängt und Zinsen zu zahlen hat usw., aber viel dürfte das nicht sein. Nach den Accounts Relating to Trade and Navigation betrugen in Pfund Sterling

	Einfuhr	Ausfuhr	Passivsaldo
1913	768 735 000	634 820 000	139 915 000 = zirka 20%
1912	744 641 000	598 961 000	145 680 000 = „ 20%

<sup>2)</sup> Nach dem „Economist“ vom 26. Dezember 1914, ergänzt durch den vom 26. Juni 1915.

Es kann sich bei diesen und ähnlichen Zusammenstellungen natürlich nicht um die Angabe genauer Zahlen handeln, sondern wir suchen nur die Kategorie und die Tendenz festzustellen, in der sie sich bewegen. Übrigens sind die Kapitalexportziffern für die ersten Halbjahre 1914 und 1913:

	1914	1913
Überhaupt. . . . .	127 439 600	100 035 200
Davon die Kolonien . .	70 252 600	43 002 600



Auf die verschiedenste Weise hat das Schazamt versucht, dieser Entwertung des englischen Geldes entgegenzuarbeiten.

Die erste in diesem Zusammenhang getroffene Maßregel war das Kapitalausfuhrverbot vom 19. Januar<sup>1)</sup>. Daß dies einen ganz bedeutenden Einfluß auf die englische Zahlungsbilanz haben muß, ist außer Frage.

Aber diese Summen werden vermutlich mehr als ausgeglichen durch die Vorschüsse an die Verbündeten. Hatte doch McKenna sich die Vollmacht geben lassen, innerhalb 12 Monaten 200 Millionen Pfund an sie vorzustrecken<sup>2)</sup>.

Auch die Propaganda für die Herstellung von Kriegsmaterial, die der ehemalige Schazkanzler zu seinem Ressort gemacht hat, gehört hierher. Zweifellos ist weniger der Grund für sie darin zu suchen, daß die amerikanischen Fabriken nicht genügend Munition liefern, als vielmehr darin, daß sie England nicht bezahlen kann; denn gegen die Aufnahme einer Anleihe in Amerika sträubte es sich lange wohl mit aus Gründen des Prestiges<sup>3)</sup>. — In Kanada hat es das schon getan, aber der Geringfügigkeit der Beträge wegen sind diese Anleihen von untergeordneter Bedeutung. — Zudem muß man bedenken, daß, wenn die Amerikaner keine Schuldscheine und nicht die zweite Kriegsanleihe annehmen mögen, es fraglich erscheint, ob sie Dollar-Schuldverschreibungen der englischen Regierung anders behandeln würden.

Deshalb scheint die Regierung schon einen anderen Weg beschritten zu haben, indem sie auf dem Londoner Markt Dollar-Bonds aufgekauft und sie in New York beliehen hat. Indessen gehören diese beiden Maßregeln schon mehr auf das Gebiet der speziellen Relationen. Dagegen muß hier entschieden als Mittel zur Hebung des Pfundkurses als solchen der Mechanismus der zweiten Kriegsanleihe betont werden. McKenna hat im Unterhause erklärt, sie solle den Pfundkurs heben, und diese Erklärung ist dahin aufgefaßt worden, daß sie mit so verlockenden Bedingungen ausgestattet werden solle, daß sie von den Amerikanern gekauft würde. Dies mag beabsichtigt gewesen sein oder nicht, zweifellos ist aber, daß sie nicht in sehr großem Umfange in Amerika gekauft wurde. Dagegen hat sie die Effekten-Ausfuhr bedeutend gefördert. Erstens war sie als  $4\frac{1}{2}\%$ -Typus schon an sich geeignet, in Konkurrenz mit am englischen Markt befindlichen Bonds zu treten und diese dadurch nach Amerika zurückzutreiben. Zweitens aber wurde diese Eigenschaft von ihr noch sehr energisch durch die Be-

---

<sup>1)</sup> cf. oben S. 67.

<sup>2)</sup> Journal of the Royal Statistical Society. Juli. S. 553.

<sup>3)</sup> Erst Ende September gelang es nach langen Verhandlungen eine fünfprozentige, nach 5 Jahren rückzahlbare Anleihe von 500 Mill. Dollar an ein Konsortium zum Kurse von 96 zu begeben.



dingungen der Konversion erhöht, denn die Besitzer alter Anleihen, die diese konvertieren wollen, müssen sich Geld beschaffen. Bei dem Bestreben aller englischen Papiere, sich auf das neue Kursniveau einzustellen, waren diese infolge der Minimalkurse unverkäuflich. Die Folge davon war, daß den Besitzern älterer Anleihen nichts anderes übrig blieb, als einen Teil der Staatspapiere selbst oder amerikanische Bonds zu verkaufen. Ersteres konnte nur schwer an der Börse geschehen, da der Verkaufsandrang sehr stark war; und noch dazu nur mit einem schweren Kursverlust. Andererseits war der Verkauf der Bonds usw. in New York sehr wohl möglich, wobei den Verkäufern noch der Valutagewinn zugute kam. Dieser Weg ist denn auch in weitgehendstem Maße eingeschlagen worden.

Aber alle diese Maßregeln haben die Tendenz nicht abändern können, ja zu Schluß der von uns betrachteten Periode stieg das Disagio immer weiter, wie die Kurszusammenstellung in Anlage Nr. 9 zeigt. Vereinbarungen mit einzelnen Ländern haben bisher ersetzen müssen, was großzügige Maßregeln nicht haben erzielen können.

Die beiden Exportländer Spanien und Argentinien<sup>1)</sup> waren diejenigen, die bis jetzt die wenigsten Schwierigkeiten gemacht haben, denn beide sind in hohem Grade an England verschuldet und haben große Summen Zinsen und Dividenden zu zahlen. Es genügte daher, statt Gold zu verschicken, um die Verschiebungen der Handelsbilanzen auszugleichen, es in der Bank von England „beiseite zu stellen“ (earmarking). Dies „beiseite gestellte“ Gold wird dann, wenn der Wechselkurs sich wieder zugunsten Englands bewegt (infolge der Zahlungen aus Schuldzinsen) „wieder freigelassen“ (released). Für beide Staaten sind bereits große, ständig wachsende Summen beiseite gesetzt worden.

Außer den rein praktischen Erwägungen beim „Beiseitestellen“ des Goldes scheinen noch andere hinzuzukommen: Ein Golderport hat stets auf die Stimmung eine schlechte Wirkung, während eine einfache Kennzeichnung weiter nichts auf sich hat. Sie gleicht der Einräumung eines Kredits an England gegen Hinterlegung von Gold, noch dazu in England selbst, mit der Aussicht, die Verfügung darüber bald wieder zu erlangen. Ob das Schatzamt dabei die Absicht hat, im Falle des Bedarfs, auf dieses Gold zurückzugreifen, ist heute nicht festzustellen. Im Falle politischer Komplikationen mit dem betreffenden Land würde es dies ohne Frage tun.

---

<sup>1)</sup> Ich folge hierbei und auch später wiederholt den Ausführungen des Committee of English and Foreign Bankers interested in Foreign Exchanges, Subkomitee des Commercial Committee of the House of Commons (der Bericht wurde Mitte März abgestattet) sowie den Monatsberichten des Schweizerischen Bankvereins, Zürich.



Bemerkenswert ist, daß der Wechselkurs von Spanien, der sonst der schlechteste in ganz Europa war, von seinen üblichen 4 bis 5% Disagio gegen die gesetzliche Parität weit über dieselbe stieg, ja den Goldpunkt gegen London zeitweilig überschritt: wie aus dem Beiseitesetzen von Gold hervorgeht.

Nächst diesen beiden Staaten sind es die Verbündeten Frankreich und Belgien, deren Valuten am wenigsten Anlaß zu Schwierigkeiten gegeben haben. Belgien deshalb, weil es infolge der schnellen Besetzung durch die deutschen Armeen zu Geldmarktp Problemen keinen Anlaß gab. Die einzige, allerdings politische Schwierigkeit blieb die Frage, ob die Bank von England, der der Goldschatz und das Portefeuille der belgischen Notenbank übergeben war, nun auch die Noten derselben einlösen sollte. Sie hat das anfänglich getan, dann aber, wie es scheint, erschwert, weil dadurch Gold nach den von Deutschland besetzten Gebieten gelange.

Der Kurs Paris machte zwar zu Beginn des Krieges unerhörte Sprünge (wie aus Anlage Nr. 10 ersichtlich) und die Spannungen zwischen Kauf- und Verkaufskurs waren sehr groß, aber er war doch einer der ersten, der wieder in Gang kam. Die enge politische und wirtschaftliche Verbindung hat ohne Zweifel auf diesen Kurs einen guten Einfluß gehabt. Englische Bankfilialen in Frankreich und französische in England dürften durch Eröffnung von Krediten dazu beigetragen haben. Das gleiche gilt von der Neueinrichtung von Bankfilialen in Frankreich, und zwar gerade von solchen Banken, die mit der Marine enge Verbindungen hatten, z. B. Cor & Co. Auch die Städte, in denen solche Filialengründungen ausgeführt oder beabsichtigt waren, Le Havre und Bordeaux neben Paris, zeigen, daß dies der Zweck war. Freilich hat es nicht ausgereicht, und im Mai nahm die französische Regierung eine Goldverschiffung von £ 20 000 000.— vor, wogegen ihr ein Kredit von allerdings £ 60 000 000.— in London eröffnet wurde, also von zirka  $1\frac{1}{2}$  Milliarden Franken: Auf diese Erhöhung der Zahlkraft des Goldes durch die Monopolisierung der Ausfuhr von seiten des Staates habe ich schon oben hingewiesen. Aber die Entrüstung über diese Goldverschiffung machte die Börse flau und kam in der Presse stark zum Ausdruck. Da die Zensur diese Äußerungen nicht unterdrückte, kann man wohl annehmen, daß die französische Regierung der englischen zu verstehen geben wollte, daß sie nicht gewillt sei, dies Mittel nochmals zur Anwendung zu bringen. Ein merklicher Einfluß auf die Devisenkurse infolge dieser Maßregel ist nicht festzustellen. Die schlechte Papierwährung in Frankreich hat vielleicht auch dazu beigetragen, daß die Kurse des Franken sich ungünstig für Frankreich stellen, denn der Notenumlauf betrug Ende Juli über 12,5 Milliarden Francs, dem eine Staatsschuld von nicht weniger als 6,3 Milliarden als Aktivum gegenüber stand, d. h. die Regierung



finanziert den Krieg weitgehend unter Zuhilfenahme der Notenpresse. Dazu kommt das Stocken der Ausfuhr auch infolge der Okkupation der industriellen Gegenden durch die deutschen Armeen.

Der Kurs der italienischen und schweizerischen Währung war für England nicht von großer Bedeutung: England bezieht von beiden Ländern nicht viel. Das gleiche gilt von Holland, dessen Valuta große Sprünge gemacht hat (siehe Anlage Nr. 8), aber doch im ganzen stabil blieb. Anders lagen dagegen die Verhältnisse in den skandinavischen Ländern und auf dem Balkan.

Die skandinavischen Kurse waren für England günstig und brachten daher den nordischen Kaufleuten Verluste. Diese weigerten sich deshalb, besonders in Schweden, ihre Schulden in englischer Valuta zu remittieren, und deponierten statt dessen das Geld in Kronen bei ihren Banken, für Rechnung der englischen Kundschaft, d. h. sie zahlten in Scheck Stockholm statt in Scheck London, und die Londoner Kaufleute mußten dadurch das Disagio der Kronenwährung tragen. Das Komitee klagte sehr über dieses Vorgehen, aber weder in Schweden noch in Rußland, wo der gleiche Weg eingeschlagen wurde, scheint die Regierung etwas ausgerichtet zu haben, wenigstens war bis zur Zeit der Drucklegung dieser Arbeit darüber noch nichts bekannt.

Noch schlimmer war es um das Einziehen von Forderungen auf dem Balkan bestellt. Dort waren Rimessen auf London überhaupt nicht erhältlich, also nach dem Zusammenbruch der Wechselkurse keine wiederhergestellt worden. Die Regierungen setzten daher willkürliche Kurse fest, zu denen die Kaufleute berechtigt sein sollten, ihre Pfund-Sterling-Schulden in Landeswährung zu begleichen. Was aber die englischen Kaufleute mit ihren Schecks auf Nisch oder Cetinje usw. anfangen sollten, ist nicht ersichtlich. Nach dem Bericht des oben genannten Komitees für Wechselkurse sind den englischen Firmen durch diese Maßregel der Balkanstaaten große Verluste erwachsen. Später hat, vielleicht auch mit Rücksicht auf die schlechte Lage der Wechselkurse, die englische Regierung den Balkanverbündeten und auch Griechenland Darlehn gewährt.

Die Maßregel der Balkanstaaten, beliebige Kurse festzusetzen, unterscheidet sich dadurch graduell von der der nordischen Länder, daß dort der englische Kaufmann 3 bis 4 % verlor, den Scheck aber verwerten konnte, während hier die remittierten Wechsel vorderhand mehr oder weniger unbrauchbar gewesen sein dürften.

Die Devisen, die in London die größten Schwierigkeiten machten, waren der Dollar und der Rubel. Der Rubel, weil es Englands Aufgabe war, Rußland mit Kriegsmaterial zu versorgen, und der Dollar, weil es



daselbe aus Amerika bezog. Von diesen Kursen gelten in der Hauptsache folgende Ausführungen des Komitees:

„In den ersten Tagen des Krieges gab die Regierung zu verstehen, daß das, was man unter dem Begriffe des Londoner Rembourses versteht, wiedergeschaffen werden würde; aber bisher ist das ein leeres Versprechen gewesen. Banken nehmen keine Wechseltransaktionen vor, und die Exporteure suchen vergebens die für ihren Handel so nötige Unterstützung“<sup>1)</sup>.

Temporär traten die Schwierigkeiten, die der Dollarkurs verursachte, zuerst in die Erscheinung und zwar wegen eines zu schlechten Kurses des Dollar: Die Folge der Effektenverkäufe, deren Erlös aus New York remittiert werden sollte, wie oben ausgeführt<sup>2)</sup>.

Außerdem ist Amerika aber in gewissen Jahreszeiten immer an den Kontinent, also vor allem an London verschuldet, während es in anderen wieder große Forderungen hat. Diese werden durch die Arbitrage der Banken ausgeglichen, die die Rohstoffe, namentlich Baumwollversendungen, die die Grundlagen der Forderungen bilden, antizipieren und dadurch den Dollarkurs stabilisieren. Sobald aber, wie in der Zeit der Krise, alle Kreditverhältnisse aufhören, muß auch diese Methode des Ausgleiches der Kurse versagen.

Diese beiden Faktoren wirkten zusammen. Die Folge davon war eine maßlose Steigerung des Kurses für Kabel und Sicht London. Wie oben dargelegt, stieg ersterer bis \$ 7.— = £ 1.—, was eine Entwertung von etwa 40 % bedeutet.

Die englische Regierung tat ihr Möglichstes zur Wiederherstellung der Kurse.

Auch in den Vereinigten Staaten befaßte man sich sofort mit der Frage. Ein Komitee zur Beratung dieser Angelegenheit aus hervorragenden Bankiers wurde gebildet. Es wurden dort zuerst Stimmen laut, die eine Goldausfuhr empfahlen und da die Vereinigten Staaten keine Goldreserve, die für diesen Zweck in Frage kommt, besitzen, so verdichtete sich der Gedanke zu der Bildung eines Goldausfuhrpools<sup>3)</sup>, der \$ 100 000 000.— Gold nach Kanada auszuführen in der Lage war. Tatsächlich wurde nur der vierte Teil benötigt. Das Gold wurde in der Hauptsache durch New Yorker und Washingtoner Banken aufgebracht. In Kanada lag es zur Verfügung der Bank von England bei dem Finanzminister in Ottawa,

---

<sup>1)</sup> „In the earlier stages of the war the Government indicated, that what was known as the three months bill on London would be reestablished, but so far this has been a dead letter. Financial houses are not dealing in bills and shippers do not obtain those facilities so necessary for their trade.“ Zitiert nach der Financial News vom 24. Februar 1915.

<sup>2)</sup> Siehe auch Anlage Nr. 9, und oben Seite 24.

<sup>3)</sup> Bericht von Hallgarten & Co. vom 19. November.



wie oben ausgeführt. An den Verhandlungen, die hierzu führten, waren als Abgesandte des englischen Schatzamtes Sir George Paish<sup>1)</sup> und Basil B. Blacket beteiligt. Sie hatten ein umfangreiches Programm mit nach New York gebracht:

1. Die Vereinigten Staaten hatten zwei Goldreserven, deren Inhalt auf 150 Millionen Dollar geschätzt wurden. Diese sollten „teilweise“ zur Deckung der Schuld, die Amerika an England hatte, verwandt und zu diesem Zwecke nach Ottawa überführt werden (die Schuld von Amerika an England wurde auf 250 Millionen Dollar geschätzt).

2. Für den Rest sollten in England der amerikanischen Regierung Kredite eröffnet werden und zwar durch den Diskont von Schatzwechseln, die 3 bis 12 Monate laufen sollten.

3. Ferner sollten Mittel und Wege gefunden werden, die Handelsbeziehungen der beiden Staaten enger zu knüpfen und vor allem die Versendung der Baumwolle zu beschleunigen.

Die Verhandlungen waren äußerst langwierig. Es nahmen an ihnen Wilson und der Schatzsekretär McAdoo und Mitglieder des National Reserve Board teil. Der vom englischen Schatzamt gewünschte Erfolg scheint nicht erzielt worden zu sein, denn der oben besprochene Goldpool ist etwas ganz anderes, auf privater, nicht staatlicher Grundlage Beruhendes.

Das Ende der Verhandlungen bildete eine offizielle Bekanntmachung, daß dieselben unnötig geworden seien, da der Kurs des Dollars wieder normal wäre. Doch sei bei den Verhandlungen eine engere Verknüpfung der Freundschaft und der Handelsbeziehungen erreicht worden.

Wenn allerdings unter diesem Ausdruck die Lieferungen von Kriegsmaterial verstanden sein sollten, so war die Mission von Paish nicht nur für die Wechselkurse von weittragendster Bedeutung.

Jedenfalls nahm infolge dieser Lieferungen das Valuta-Problem bald die entgegengesetzte Gestalt an. Mitte November war die Devisen New York auf dem oberen Goldpunkte angelangt, Ende Dezember überschritt sie die Parität, Anfang Februar den Goldpunkt gegen London. Jetzt hieß es, wie wird es vermieden, Gold nach New York zu senden.

Das aus den Vereinigten Staaten nach Kanada geflossene Gold kehrte allmählich zurück. Hierauf war Morgan zunächst bereit, der englischen Regierung und den englischen Banken Kredit zu bewilligen. Mitte Januar geschah dies in Form eines Vorschusses von 100 000 000.— Dollar an die Bank von England<sup>2)</sup>. Andere amerikanische Banken beteiligten sich an den Krediten. Daß diese aber nur kurze Zeit vorhielten, beweist das rasche

---

<sup>1)</sup> Herausgeber des Blattes „The Statist“.

<sup>2)</sup> Frankfurter Zeitung vom 20. Januar.



Steigen und dann wieder das Fallen des Dollarkurses im Januar (Anlage 9).

Hierauf begann man in London dem Geldzins die Schuld an dem ungünstigen Dollarkurs zu geben. Die Bank erklärte sich genötigt, ihn künstlich zu versteifen<sup>1)</sup>, um dem Abfluß von Gold vorzubeugen. Aber am 9. April klagte die „Times“ noch, daß dies auf den Dollarkurs keinen Einfluß ausgeübt habe.

Es ist ja auch ohne weiteres klar, daß die Momente, die im Frieden bei einem leichten Geldmarkt die Wechselkurse ungünstig beeinflussen, im Kriege unwirksam bleiben: Effektenverkäufe stoßen auf die größten Hindernisse oder sind verboten, Kredite sind schwer erhältlich, Geldoperationen und Arbitragen wegen der Unsicherheit der die Wechselkurse beherrschenden Faktoren unmöglich.

Am 30. März kam Morgan wieder nach London, um den Kurs zu regulieren. Indessen scheint auch er nicht sehr wirksam eingreifen gekonnt zu haben. Wenigstens weist der Kurs fortgesetzt eine rückgängige Tendenz auf und als die große Anleihe herauskam, deren Zweck es ja mit war, den Kurs zu stabilisieren, war er bereits auf zirka 4.76 angelangt und hat auch, trotz des Verkaufs von Effekten in größten Beträgen auf der New Yorker Börse keine Änderung in der Tendenz erfahren.

Endlich ist noch der Rubelkurs ein besonderes Schmerzenskind des englischen Marktes. Die Abgeschlossenheit des russischen Reiches erhöhte die Schwierigkeiten, zumal seit der Schließung der Dardanellen die Getreideausfuhr unterbunden war. Wie bei allen Kursen zeigen sich auch hier in der ersten Zeit noch ungewöhnliche Spannungen zwischen Kauf und Verkauf: Sie betrugen anfangs noch reichlich 4<sup>0</sup>/<sub>0</sub>, später knapp 4%. Die ersten rein nominellen Kurse zeigten ein Disagio von zirka 25<sup>0</sup>/<sub>0</sub>. Der Kurs besserte sich dann ganz allmählich etwas, und hatte seinen Tiefstand im Februar. Dies lag an der schon mehrfach erwähnten 20 Millionen Pfund-Anleihe der russischen Regierung in London, gegen die Überlassung von £ 8 000 000,— in Gold. In Ermangelung von Londoner Guthaben hat sich die russische Regierung genötigt gesehen, Rubelschecks der russischen Kaufleute aufzunehmen und an ihrer statt in England Regierungswechsel zu diskontieren, um Pfundguthaben zur Bezahlung der russischen Schulden zu schaffen: Dem Wesen nach ist dies also eine Garantie der russischen Regierung für die Schulden ihrer Kaufleute<sup>2)</sup>.

Es sind noch viele Mittel versucht worden, in England Guthaben zu erlangen, aber sie waren alle nicht durchschlagend erfolgreich. Die große Spannung von regelmäßig 2<sup>0</sup>/<sub>0</sub> zwischen Kauf- und Verkaufskurs zeigt dabei, wie wenig

<sup>1)</sup> Ich habe schon oben ausgeführt, daß ich das für einen Vorwand halte.

<sup>2)</sup> Lloyd George im Unterhaus am 15. Februar. Bis dahin hatte Rußland Kredite von 40 Millionen Pfund in Anspruch genommen.



Geschäft überhaupt in Rubel war und wie stark seine Kurschwankungen von Tag zu Tag waren, da diese eine große Gewinnmarge verlangen. Diese starken Schwankungen haben für die Kalkulation des Handels die unangenehmsten Wirkungen. Auch scheinen die Russen oft, gerade wie die Schweden, ihre Pfundschulden in Rubel beglichen zu haben.

Die englische Regierung hat wiederholt die Dardanellen-Forcierung mit der Verbesserung der russischen Währung durch diesen Schritt begründet. Es ist meines Erachtens eine verkehrte Begründung. Die Schiffs- und Menschenverluste, sowie die Kosten dieser Expedition waren vorauszusehen, und die Vorteile der tatsächlichen Forcierung so zweischneidig, daß man nicht annehmen kann, daß tatsächlich diese kleine Währungsfrage den Ausschlag gegeben haben kann. Es ist allerdings eine ganz andere und vernünftigeren Auffassung, wenn man die Verbesserung des Wechselkurses als ein Accedens für die erfolgreiche Aufhebung der Dardanellensperre bezeichnen will.

Diese ist indessen bisher nicht geglückt, und wie aus der Tabelle ersichtlich, geht der Wert des Rubels ständig zurück: Zur Zeit der großen englischen Kriegsanleihe hat er die phantastische Höhe von 152 Rubel für 10 Pfund Sterling, oder ein Disagio von zirka 60% erreicht. Die Zurückziehung aller verfügbaren Guthaben für die eigene Anleihezeichnung durch die englischen Banken, die außerordentlich gestiegene russische Einfuhr bei darniederliegender Ausfuhr<sup>1)</sup> sowie endlich der Umstand, daß Rußlands Kredit doch wohl bei den englischen Kaufleuten durch die Niederlagen in Polen ins Wanken gekommen ist, müssen für diese plötzliche uferlose Entwertung der russischen Valuta verantwortlich gemacht werden.

---

<sup>1)</sup> Die „Neue Züricher Zeitung“ vom 31. Juli macht diesen Punkt ausschließlich für den Rückgang verantwortlich. Aber meines Erachtens hat die „Bosser'sche Zeitung“ in ihrer Nummer vom 28. Juli ganz recht, wenn sie die Niederlagen mit anführt. Ob die Zurückziehung von Guthaben für die Anleihezeichnung viel Einfluß ausgeübt hat, ist schwer zu beurteilen: Einerseits ist in Friedenszeiten immer eine Anleihe die Ursache zur Versteifung der heimischen Währung, aber die englischen Banken dürften in gegenwärtiger Zeit kaum hohe Guthaben in Rußland gehabt haben. Jedenfalls ist der plötzliche Zusammenbruch des Rubelkurses im Juli eine ganz eigentümliche und noch sehr der Erklärung bedürftige Tatsache. Die Kurse machen direkt den Eindruck einer Panik, von der man in dessen nichts gelesen hat. Für eine solche sprechen auch die großen Spannungen.

---







# Anlagen.

## 1. Emissionsstatistik des „Economist“<sup>1)</sup>.

Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr	Ganzes Jahr
	£	£	£
1905. . . . .	104 216 700	62 970 700	167 187 400
1906. . . . .	85 324 600	34 848 600	120 173 200
1907. . . . .	89 733 200	33 896 800	123 630 000
1908. . . . .	109 673 500	82 530 200	192 203 700
1909. . . . .	121 073 600	61 283 200	182 356 800
1910. . . . .	188 077 000	79 362 100	267 439 100
1911. . . . .	117 483 800	74 275 600	191 759 400
1912. . . . .	110 343 600	100 506 400	210 850 000
1913. . . . .	120 359 600	76 177 800	196 537 000
1914. . . . .	152 349 300	360 173 300	512 522 600
1915. . . . .	72 006 700	—	—

## 2. Kursstatistik

[nach dem „Economist“ vom 1. August 1914, Seite 219<sup>2)</sup>].

Effekt:	Kurs am 8. Juli 1914 Account- day	22. Juli Ulti- matum	27. Juli Account- day	29. Juli letzter Börsen- tag. Interven- tionskurs	<div>Von der Krise nicht berührt!</div> <div>Spekulationseffekten bei denen die Darlehn getündigt wurden.</div>
2½ % Consols . . . . .	75¾	75½	72½	70	
3 % Local Loans . . . . .	85	85	83	83	
Bank of England Stock . .	252½	252½	248½	277½	
Indische 3½ % . . . . .	89¾	89¾	98¼	86	
Österreichische 4 % Gold . .	84½	84½	82	76½	
Bulgar. 4½ % 1909 . . . . .	82	82	80	80	
3 % Französische Rente . .	82½	81	77½	76½	
Ungarische 4 % Gold . . . .	79½	79½	76	73½	
Norwegische 4 % . . . . .	99	99	99	98½	
Schweden 4 % . . . . .	84	84	84	84	
Canadas . . . . .	198	191	176	166	
Grd. Trunk RR. 3rd. Prf. . .	36¾	33¼	30	26	
Southern Pacific . . . . .	99¾	98¾	94	86	
Union Pacific . . . . .	160¼	162	155	117 <sup>3)</sup>	
Rio Tinto . . . . .	68 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	67½	62½	54	
United States Steel Common	63½	63¼	59½	55	

<sup>1)</sup> Ergänzt für die beiden letzten Jahre aus telegraphischen Meldungen der „Frankfurter Zeitung“ vom 3. Juli, für die der „Economist“ bei Drucklegung noch nicht erhältlich war.

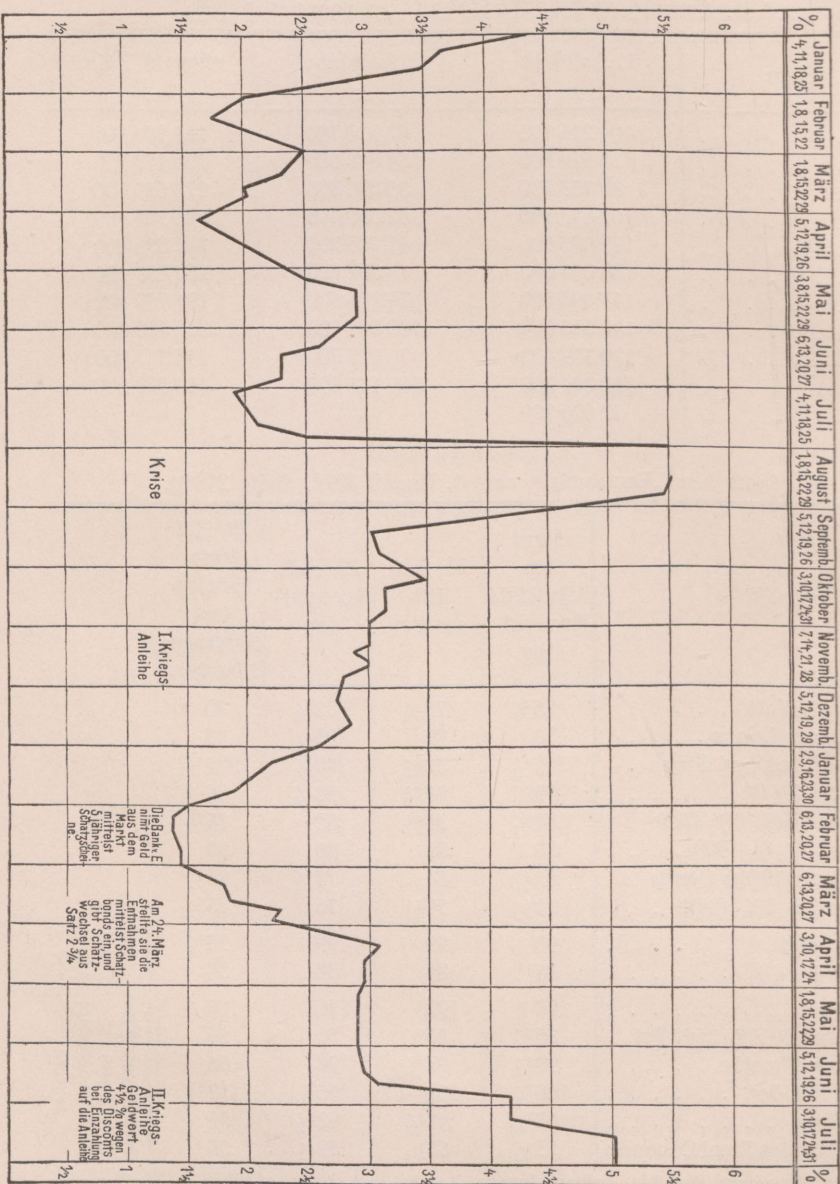
<sup>2)</sup> Nachgeprüft nach den Kurslisten von Wassermann, Plaut & Co., und Greener, Dreyfus & Co.

<sup>3)</sup> exkl. Dividende von 8%.



### 3. Bewegungen des Privatbankkredits für Preimontswchsel im Jahre 1914

(Nach dem "Economist" aufammengestellt)





4. Antworten auf die Frage über den Vergleich der Gewährung von Bankhilfe vor und während des Krieges.  
(Offizielle Mitteilungen, nach dem Economist S. 419.)

Beruf der antwortenden Personen	Vergleich der Gewährung von Bankhilfe vor und während des Krieges	
	Die Unterstützung vonseiten der Banken bezeichneten als den Umständen nach angemessen	nicht angemessen
1. Depositenbanken (Bankers)	Ldn. 42 Prov. 32	33 2
2. Effekten-Makler (Stock Brokers)	Ldn. — Prov. 25	— 4
3. Wechsel-Makler (Discount-Brokers)	Ldn. — Prov. —	1 —
4. Industrielle (Manufacturers)	Ldn. 547 Prov. 2420	80 180
5. Großhändler (Retail Traders)	Ldn. 190 Prov. 866	15 27
6. Exporteure (Export Merchants)	Ldn. 122 Prov. 289	78 249
7. Kaufleute (General Merchants)	Ldn. 174 Prov. 1076	77 147
8. Produkten-Makler (Produce Brokers)	Ldn. 22 Prov. 49	16 5
9. Transport (Transport)	Ldn. 84 Prov. 128	8 7
10. Verschiedene (Miscellaneous)	Ldn. 34 Prov. 240	15 25
11. Total <sup>1)</sup> . . . . .	6341	969

<sup>1)</sup> Darunter das Börsenkomitee für 6000 Börsenmitglieder als eine Stimme gezählt für Verlängerung.



5. Auszug aus den Ausweisen der Bank von England vom Januar 1914 bis Ende Juli 1915.  
In £ 1 000 000.—.

1		2	3	4	5	6	7	8	9	10
Datum		Gold in Münzen und Barren	Goldeingang von Übersee oder Aus- gang zum Export Eingang = + Ausgang = —	Noten- umlauf	Depositen		Wechsel und Faustpfand (Securities <sup>1)</sup> )	Noten- reserve	% der Reserve zu den Verbind- lichkeiten sub 5	Bankrate in %
					überhaupt	davon öffentliche Guthaben				
Januar	7.	37,1	+ 0,7	29,0	53,7	7,2	45,2	26,5	49,3	4½
Februar	4.	43,4	— 0,1	28,4	65,5	10,7	47,2	33,4	53,3	3
März	4.	41,8	— 0,1	28,5	63,3	22,2	49,8	31,7	50,5	
April	8.	36,0	—	29,5	62,0	19,6	54,7	25,0	40,3	
Mai	6.	35,9	+ 0,1	28,8	57,8	18,3	49,9	25,6	44,2	3
"	13.	35,8	—	28,7	57,4	18,6	49,5	25,6	44,5	
"	20.	35,9	—	28,7	59,0	19,5	50,9	27,7	43,6	
"	27.	35,9	+ 0,5	28,9	60,3	19,0	52,5	25,5	42,2	
Juni	3.	36,0	+ 1,2	29,0	59,9	17,5	52,2	25,4	42,5	
"	10.	36,9	+ 0,7	28,7	58,7	17,0	49,7	26,7	45,5	
"	17.	38,7	+ 0,8	28,4	59,5	17,6	48,5	28,7	48,2	
"	24.	39,9	+ 1,2	28,7	63,0	18,1	51,0	29,7	47,2	
Juli	1.	40,0	+ 1,2	29,8	71,6	17,1	60,7	28,7	40,1	
"	8.	39,6	+ 0,9	29,5	56,4	12,6	45,8	28,5	50,1	
"	15.	40,0	+ 0,6	29,3	55,8	13,3	44,6	29,2	52,2	
"	22.	40,2	+ 0,4	29,3	55,9	13,7	44,5	29,3	52,3	
"	29.	38,1	— 0,8	29,7	67,1	12,7	50,3	26,9	40,0	4
August	7.	27,6	— 2,3	36,1	68,2	11,5	76,4	9,961	14,5	6
"	12.	33,0	+ 9,6	35,9	91,2	7,9	93,8	15,5	17,0	5
"	19.	37,9	+ 3,4	37,2	121,8	13,7	120,8	19,2	15,0	
"	26.	43,5	+ 4,3	35,6	147,8	25,9	139,7	26,3	17,8	

September 2.	47,8	+ 1,3	35,3	162,5	28,7	149,8	30,9	19,0	
" 9.	47,5	+ 1,2	35,2	155,1	24,4	142,7	30,7	19,7	
" 16.	48,7	+ 1,2	34,6	153,6	18,6	139,5	32,5	21,1	
" 23.	51,7	+ 2,2	34,2	153,9	28,7	136,4	35,9	23,3	
" 30.	52,9	+ 2,3	34,9	159,5	22,2	141,5	36,4	22,7	
Oktober 7.	56,7	+ 4,3	34,8	164,5	17,9	141,9	40,4	24,5	
" 14.	59,2	+ 2,6	34,7	162,7	23,7	137,3	43,0	26,5	
" 21.	60,6	+ 0,5	34,8	158,8	15,8	132,9	43,7	27,5	
" 28.	61,9	+ 2,3	35,1	151,7	22,0	124,3	45,0	29,7	
November 4.	69,5	+ 8,4	35,5	156,7	16,4	122,1	52,4	33,3	
" 11.	69,3	+ 0,1	35,5	156,5	19,2	122,0	52,2	33,3	
" 18.	72,6	+ 3,0	35,3	163,6	16,3	125,7	55,7	34,0	
" 25.	72,2	— 0,4	35,3	175,5	18,7	137,6	55,4	31,6	
Dezember 2.	71,4	+ 0,4	35,9	180,5	12,6	144,4	53,9	29,8	
" 9.	71,4	— 0,1	35,7	165,9	45,0	129,5	54,1	32,6	
" 16.	72,4	+ 1,5	35,6	165,9	43,2	128,4	55,3	33,3	
" 23.	70,3	— 0,6	36,2	152,8	37,5	118,0	52,6	34,3	
" 30.	69,4	— 1,2	36,1	154,9	26,9	121,0	51,8	33,3	
Januar 6.	68,8	— 1,0	35,9	157,1	23,8	123,7	51,4	32,7	
" 13.	69,3	— 0,2	35,2	160,8	44,8	126,2	52,6	32,7	
" 20.	69,9	+ —	34,8	163,8	37,6	128,3	53,6	32,7	
" 27.	69,1	— 0,8	34,7	164,9	47,4	130,1	52,9	32,1	
Februar 3.	67,6	— 0,1	34,8	162,5	36,6	129,4	51,3	31,5	
" 10.	67,2	— 0,7	34,4	162,2	46,4	129,1	51,2	31,6	
" 17.	65,5	— 0,5	34,2	157,9	40,3	126,2	49,8	31,5	
" 24.	63,8	+ 0,3	34,2	159,7	26,9	129,8	48,1	30,1	
März 3.	59,9	— 1,3	34,5	170,7	51,9	145,0	43,9	25,7	
" 10.	59,8	+ 0,3	34,3	179,8	50,1	154,1	44,0	24,5	
" 17.	59,4	— 0,3	32,6	171,3	71,0	145,7	43,8	25,6	

<sup>1)</sup> Inclusive Deficiency and Ways and Means Advances.



5. Auszug aus den Ausweisen der Bank von England vom Januar 1914 bis Ende Juli 1915. (Fortf.)  
In £ 1 000 000.—.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Datum	Gold in Münzen und Barren £ 1 000 000	Goldbeingang von Übersee oder Aus- gang zum Export (Eingang = + Ausgang = —)	Noten- umlauf	Depositen überhaupt	davon öffentliche Gut- haben <sup>1)</sup>	Wechsel und Pauschfund (Securities <sup>2)</sup> )	Noten- reserve	% der Reserve zu den Verbind- lichkeiten sub 5	Sankrate in %
März	24.	— 1,6	34,1	185,1	92,0	161,9	41,5	22,3	
"	31.	— 1,8	35,2	203,4	113,7	184,6	37,1	18,2	
April	7.	+ 0,6	34,9	202,9	105,3	183,3	37,2	18,3	
"	14.	+ 2,0	34,6	207,1	104,2	185,6	39,1	18,8	
"	21.	+ 0,5	34,3	214,1	124,4	192,1	39,7	18,5	
"	28.	+ 0,5	34,7	219,0	132,1	197,7	39,0	17,8	
Mai	5.	+ 1,7	34,9	219,3	134,2	197,2	39,8	18,1	
"	12.	+ 7,8	35,0	223,5	127,9	194,1	47,0	21,0	
"	19.	— 1,6	34,0	225,0	130,4	196,6	46,1	20,5	
"	26.	+ 0,8	32,9	219,8	132,1	190,3	47,2	21,5	
Juni	2.	— 2,3	33,5	215,8	131,8	189,9	43,6	20,2	
"	9.	+ 1,3	33,1	214,8	123,3	187,9	44,9	20,7	
"	16.	— 2,7	32,9	214,8	113,0	190,5	42,0	19,5	
"	23.	— 1,9	33,1	209,1	95,6	187,4	39,5	18,8	
"	30.	— 1,3	34,6	222,2	81,5	204,0	35,9	16,5	
Juli	7.	+ 2,0	35,0	207,8	67,9	189,0	36,6	17,6	
"	14.	— 0,2	34,5	211,0	53,0	191,7	37,1	17,6	
"	21.	+ 2,6	33,8	243,8!!	109,2	217,7!!	44,1	18,1	
"	28.	+ 0,6	33,5	273,2	177,6	245,4!!	45,8	16,7!	

<sup>1)</sup> Die öffentlichen Guthaben [Public Deposits] umfassen die Guthaben des Schatzamtes [Exchequer], der Sparkassen [Savings Banks], der Guthabentilgung [Commissioners of the National Debt] und des öffentlichen Schuldendienstes [Dividend Account].

<sup>2)</sup> Inflüsse Deficiency and Ways and Means Advances.



6. *Schedula 3. of the Currency and Bank Notes Act of  
Aug. 6 th 1914.*

The governor and company of the Bank of England and any person concerned in the management of any Scotch or Irish Bank of Issue may so far as temporarily authorized by the Treasury and subject to any conditions attached to that authority issue notes in excess of the limits fixed by law; and those persons are hereby indemnified, freed, and discharged from any liability penal or civil in respect of any issue of notes beyond the amount fixed by law which has been made by them since the first day of August nineteenhundred and fourteen in pursuance of any authority of the Exchequer, and any proceedings taken to enforce any such liability shall be void.

---

7. *Pressenotiz, die Aufhebung der Bankakte betreffend,  
vom 1. August 1914  
(unter anderen in der „Financial News“ erschienen).*

Interviews have taken place to-day between the Prime Minister, the Chancellor of the Exchequer and representatives of the Bank of England and the leading Joint Stock Banks in regard to the financial situation. It has been decided, that the situation is not at present such as to justify any emergency action in regard to the supply of legal tender currency; but in the event of further developments taking place, necessitating Government action, the Treasury will be prepared to take such action immediately.



8. Kursbewegungen des Holländischen Guldens<sup>1)</sup>  
während des Krieges.

(Nach dem „Economist“ zusammengestellt.)

Datum		Kurs	Datum		Kurs
Juli	1.	12,12	Januar	2.	—
"	8.	12,12	"	6.	11,99½
"	15.	12,13½	"	13.	12,03
"	22.	12,14¾	"	20.	12,05
"	29.	12,16	"	27.	12,04
"	30.	12,42½	Februar	3.	11,97
August	20.	12,42½	"	10.	11,97
"	26.	—	"	17.	12,03
"	31.	12,35	"	24.	12,04
September	3.	—	März	6.	12,05½
"	8.	12,20	"	13.	12,07½
"	15.	12,15	"	20.	12,07½
"	22.	12,05	"	27.	12,07
Oktober	2.	—	April	4.	12,06½
"	5.	11,75	"	11.	12,06½
"	12.	—	"	18.	12,05¾
"	14.	12,05	"	27.	12,05¼
"	15.	11,93	Mai	3.	12,04
"	20.	12,01	"	10.	11,99½/12
"	28.	11,95	"	18.	12,10¼
November	4.	12,01	"	24.	12,11
"	18.	11,95	Juni	1.	11,97½
"	25.	—	"	8.	11,98½
"	30.	—	"	15.	11,95½
Dezember	2.	12,04	"	22.	11,91½
"	7.	—	"	29.	11,92
"	9.	11,98	Juli	6.	11,95½
"	16.	11,95	"	13.	11,92½
"	23.	—	"	20.	11,81½
"	30.	12,00	"	27.	11,95½

<sup>1)</sup> Bis zum 6. März inklusive sind die Kurse einem Artikel des Amsterdamer Korrespondenten des Economist (S. 529) entnommen und beziehen sich daher im Gegensatz zu den anderen Tabellen auf Amsterdamer Notierungen. Vom 13. März ab handelt es sich um die Durchschnittskurse der Londoner Notierung, nach dem Economist, wie bei den anderen Tabellen. Die Abweichung dieser Tabelle von den übrigen rechtfertigt sich aus der Tatsache, daß wir dadurch für die ganze Zeit des Krieges wenigstens für die Guldenkurse Anhaltspunkte erhalten.



# 9. Kursbewegung von Kabel New York in London während des Krieges.

(Nach dem Economist zusammengestellt.)

Goldpunkt: 50/00 zu Englands Gunsten: 4,89

Parität 4,86<sup>3</sup>/<sub>4</sub>

Goldpunkt: 70/00 gegen England: 4,82<sup>3</sup>/<sub>4</sub>

Datum	Kurs £ 1 in \$		Datum	Kurs £ 1 in \$	
	Geld	Brief		Geld	Brief
Juli 31.	Keine Börse		Februar 4.	4,83 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —4,84 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	
August 7.	"		" 11.	4,82 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> —4,83 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	
" 15.	"		" 18.	4,79 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> —4,80 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	
" 22.	"		" 25.	4,80 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —4,81 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	
" 29.	"		März 4.	4,80 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> —4,81 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	
September 5.	"		" 11.	4,80 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> —4,81 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	
" 12.	"		" 18.	4,79 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —4,80 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	
" 17.	"		" 25.	4,79 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —4,80 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	
" 24.	"		April 1.	4,79 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —4,80 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	
Oktober 1.	4,96	—4,98	" 8.	4,79 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —4,80 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	
" 8.	4,97	—4,98	" 13.	4,79 —4,80	
" 15.	4,97 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	—4,98 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" 20.	4,79 —4,80	
" 22.	4,95	—4,96	" 27.	4,79 —4,80	
" 29.	4,90	—4,91	Mai 4.	4,79 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> —4,80 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	
November 5.	4,90	—4,91	" 11.	4,79 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> —4,80 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	
" 12.	4,89 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	—4,90 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	" 18.	4,79 —4,80	
" 19.	4,87 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	—4,88 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" 25.	4,78 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> —4,79 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	
" 26.	4,89	—4,90	Juni 1.	4,78 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> —4,79 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	
Dezember 3.	4,89	—4,90	" 8.	4,78 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> —4,79 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	
" 10.	4,87 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	—4,88 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	" 15.	4,77 <sup>1</sup> / <sub>8</sub> —4,78 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>	
" 17.	4,87 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	—4,88 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" 22.	4,76 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> —4,77 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>	
" 22.	4,85 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	—4,86 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" 29.	4,76 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> —4,77 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>	
" 31.	4,85	—4,86	Juli 6.	4,76 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> —4,77 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	
Januar 7.	4,84 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	—4,85 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" 13.	4,76 <sup>7</sup> / <sub>8</sub> —4,77 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	
" 14.	4,83 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	—4,84 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" 26.	4,76 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> —4,77 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	
" 21.	4,83 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	—4,84 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	" 27.	4,76 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> —4,77 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	
" 28.	4,85	—4,86			



# 10. Kursbewegungen von Kabel Paris in London.

(Zusammengestellt nach dem Economist.)

Goldpunkt zu Englands Gunsten etwa 25,32

Parität etwa 25,22½

Goldpunkt gegen England etwa 25,12½

Datum		Kurs von £ 1 in Frc. Geld Brief		Datum		Kurs von £ 1 in Frc. Geld Brief	
1914				Januar	21.	25,10	—25,12
Juli	30.	Keine Börse		"	29.	25,10¼	—25,12¼
August	7.			Februar	4.	25,10¼	—25,12¼
"	15.			"	11.	25,09	—25,11
"	22.			"	18.	25,14	—25,16
"	29.			"	25.	25,25	—25,30
September	3.			März	4.	25,30	—25,40
"	10.			"	11.	25,27½	—25,32½
"	17.	25,35	—23,45¹)	"	18.	25,35	—25,45
"	24.	25,35	—25,40¹)	"	25.	25,40	—25,50
Oktober	1.	25,30	—25,35¹)	"	30.	25,42	—25,52
"	8.	25,05	—25,10¹)	April	8.	25,50	—25,60
"	15.	25,05	—25,15¹)	"	15.	25,46	—25,56
"	22.	25,15	—25,20¹)	"	22.	25,45	—25,55
"	29.	25,18	—25,20¹)	"	29.	25,48	—25,53
November	5.	25,14	—25,16¹)	Mai	6.	25,50	—25,55
"	12.	25,08½	—25,10½¹)	"	13.	25,55	—25,60
"	19.	24,98	—25,02¹)	"	20.	25,67	—25,77
"	26.	24,95	—25,00¹)	"	27.	25,87½	—25,97½
Dezember	3.	25,00	—25,04	Juni	3.	26,02½	—26,12½
"	10.	25,02	—25,04	"	10.	26,00	—26,05
"	17.	25,07	—25,09	"	17.	26,00	—26,05
"	22.	25,08	—25,10	"	24.	26,13½	—26,18½
"	31.	25,05	—25,07	Juli	1.	27,15	—27,25
1915				"	8.	27,02½	—27,07½
Januar	7.	25,11	—25,13	"	15.	26,62½	—26,72½
"	14.	25,11	—25,13	"	22.	26,80	—26,85
				"	29.	26,95	—27,05

¹) Scheffkurs.



# 11. Kursbewegung von Rubel St. Petersburg in London.

(Nach dem Economist zusammengestellt.)

Parität etwa £ 10 = 94,57 Rubel.

Keine Goldpunkte.

Datum		Kurs von £ 10.— in Rubel Geld Brief	Datum		Kurs von £ 10.— in Rubel Geld Brief
1914			Januar	21.	115½—117½
Juli	31.	Keine Börse	"	28.	114 —116½
August	7.	"	Februar	4.	111 —114
"	15.	"	"	11.	109½—111½
"	22.	"	"	18.	109½—111½
"	29.	"	"	25.	113½—115½
September	5.	"	März	4.	114½—116½
"	12.	"	"	11.	113 —115
"	17.	110 —115 <sup>1)</sup>	"	18.	113½—115½
"	24.	111 —117 <sup>1)</sup>	"	25.	113 —115
Oktober	1.	120 —125 <sup>1)</sup>	April	1.	113 —115
"	8.	116 —118 <sup>1)</sup>	"	8.	113 —115
"	15.	111 —114 <sup>1)</sup>	"	13.	113 —115
"	22.	114 —116 <sup>1)</sup>	"	20.	113½—115½
"	29.	108 —112 <sup>1)</sup>	"	27.	114½—116½
November	5.	109 —112 <sup>1)</sup>	Mai	4.	115½—117½
"	12.	111 —114 <sup>1)</sup>	"	11.	117 —119
"	19.	117 —119 <sup>1)</sup>	"	18.	121½—123½
"	26.	116 —118 <sup>1)</sup>	"	25.	121½—123½
Dezember	3.	117 —119	Juni	1.	121½—123½
"	10.	117½—119½	"	8.	123½—125½
"	17.	116½—118½	"	15.	124½—126½
"	22.	117 —119	"	22.	122 —125
"	31.	116 —118	"	29.	126 —128
1915			Juli	6.	128½—130½
Januar	7.	116½—118½	"	13.	132½—134½
"	14.	116 —118	"	20.	150 —155!!
			"	27.	142 —146

<sup>1)</sup> Scheckkurs.



# 12a. Antworten auf die Umfrage betreffend Verlängerung des Moratoriums: Mittwoch, 26. August.

Economist vom 5. September 1914, Seite 419, der die amtliche Mitteilung  
hierüber abdruckte.

Beruf der antwortenden Personen			Zahl der Antworten überhaupt	Ausdehnung des Moratoriums über den 4. September hinaus						
				Zahl der Gegner einer Aus- dehnung des Moratoriums	Antworten zugunsten einer Ausdehnung des Moratoriums					Andere Vorschläge
					überhaupt	Auf unbestimmte Zeit	Auf bestimmte Zeit	Für einen Teil der Schulden		
1. Depositen- banken	{ London Prov.	81 42	3 12	78 30	12 5	62 22	2 9	2 1		
2. Effekten- Makler	{ Stock Brokers Prov.	— 31	— 6	— 25	— 7	— 17	— 8	— 1		
3. Wechsel- Makler	{ Discount Brokers Prov.	17 —	— —	17 —	16 —	1 —	— —	— —		
4. Indu- strielle	{ Manufac- turars Prov.	741 2897	487 1924	254 973	43 160	178 657	92 356	3 18		
5. Groß- händler	{ Retail Traders Prov.	243 981	147 616	96 365	18 64	70 261	44 168	1 3		
6. Export- teure	{ Export Merchants Prov.	227 613	70 152	157 461	58 169	87 264	27 87	6 4		
7. Kaufleute	{ General Merchants Prov.	289 1363	138 774	151 589	29 104	104 320	61 248	4 7		
8. Produkt- Makler	{ Produce Brokers Prov.	45 68	13 41	32 27	6 4	25 18	10 4	3 —		
9. Trans- port	{ Transport Prov.	93 146	8 77	85 69	8 15	81 45	13 12	— 1		
10. Ver- schiedene	{ Miscella- neous Prov.	58 321	22 163	36 158	9 17	20 121	12 66	— 1		
Total <sup>1)</sup>			8256	4653	3603	744	2353	1219	55	

<sup>1)</sup> Darunter das Börsenkomitee für 6000 Börsenmitglieder einstimmig für  
Verlängerung.



12b.

London, W. C. August 19, 1914.

Sir, The Chancellor of the Exchequer desires to ascertain your views as to the advisability of allowing the moratorium to come to an end on September 4th or of continuing it either wholly or partially for a further period, and he would therefore greatly appreciate your prompt reply to the various questions herein set out.

The questions relate to the moratorium proclaimed for debts contracted before August 4th and falling due and payable between that date and September 4th. Please answer them as simply as possible and add any qualifications and general remarks in the space for that purpose.

1. Are you in favour of allowing the present moratorium to end on September 4th?
2. Are you in favour of extending the present moratorium? If yes state whether you are in favour of extending it —
  - a) for an unlimited period;
  - b) for a limited, and if so, for what period;
  - c) for a part of the debt as to provide for partial payment;
  - d) in any other, and if so, in what way?
3. Qualifications.
4. General Remarks.
5. (Betrifft Bankfazilitäten.)

Signature, Name of Firm, Address, Nature of Business.

Inasmuch as the Government have to take immediate decision, we shall be obliged by your sending a reply within 24 hours in the enclosed envelope.

Yours faithfully H. P. Hamilton.



13. Umlauf der Notstandsnoten sowie ihre Deckung in 1000 £.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Datum	Noten im Umlauf	Deckung <sup>1)</sup>							Notensaldo im Verkehr (2—8)
		Vorschüsse an			Rückzahlungs-Fonds				
		Schottische und irische Banken	andere Banken	Spar- kassen	Gold in Münzen und Barren	Staatswerte	Saldo bei der Bank von England	Verhältnis von 5 zu 6 in %	
August 8.	—	—	—	—	—	—	—	—	—
" 12.	—	—	—	—	—	—	—	—	—
" 19.	—	—	—	—	—	—	—	—	—
" 26.	21,535	230	6,071	3,810	—	—	10,923	—	10,612
September 2.	25,186	230	3,532	4,550	—	10,923	5,920	—	19,266
" 9.	27,113	100	1,487	4,600	3,000	10,923	7,002	11,1	20,111
" 16.	27,417		1,514	3,600	3,500	10,923	7,879	12,8	19,538
" 23.	27,721		1,159	3,600	4,000	10,923	8,038	14,4	19,683
" 30.	28,408		381	3,500	4,500	10,923	9,106	15,8	19,302
Oktober 7.	29,273		331	2,750	5,000	11,923	9,268	17,1	20,005
" 14.	29,743		260	2,250	5,500	13,923	7,808	18,5	21,935
" 21.	30,276		245	2,250	8,500	13,923	5,357	28,1	24,919
" 28.	31,367		265	1,900	9,500	13,923	5,778	30,3	25,589
November 4.	32,934		334	1,800	10,500	13,923	6,577	31,9	25,357
" 11.	33,679		244	700	11,500	13,923	7,311	34,1	26,368
" 18.	33,890		244	700	12,500	13,923	6,522	36,8	27,368
" 25.	34,134		234	700	13,500	13,923	5,771	39,6	28,363
Dezember 2.	34,501		219	600	14,500	13,923	5,258	42,0	29,243
" 9.	35,523		219	600	15,500	16,923	2,281	43,7	33,242
" 16.	36,082		169	600	16,500	16,923	1,889	45,7	35,093
" 23.	38,463		169	600	17,500	16,923	3,270	45,5	35,193
" 30.	38,478		169	600	18,500	9,923	9,285	48,1	29,193
Januar 6.	37,971	—	164	200	19,500	14,923	3,183	51,4	34,788
" 13.	37,205	—	154	200	20,500	14,923	1,427	55,1	36,778
" 20.	36,026	—	154	—	21,500	13,923	449	59,7	35,577
" 27.	35,409	—	154	—	22,500	11,923	31	63,6	35,378
Februar 3.	35,829	—	149	—	23,500	10,923	1,257	65,6	34,672
" 10.	36,101	—	144	—	24,500	10,923	535	67,9	35,576
" 17.	36,062	—	129	—	25,500	8,923	1,510	70,7	34,552
" 24.	36,661	—	159	—	26,500	8,923	1,078	72,3	35,583
März 3.	37,063	—	159	—	27,500	5,000	4,404	74,1	32,659
" 10.	37,405	—	159	—	27,500	5,000	4,746	73,5	33,659
" 17.	37,602	—	159	—	27,500	5,000	4,943	73,1	32,659
" 24.	38,087	—	159	—	27,500	8,623	1,805	72,3	36,282
" 31.	39,801	—	159	—	27,500	8,623	3,513	69,1	36,288
April 7.	40,787	—	159	—	27,500	8,623	4,505	67,4	36,282
" 14.	41,263	—	149	—	27,500	8,623	4,991	66,7	36,272
" 21.	41,643	—	149	—	27,500	8,623	5,370	66,0	36,273
" 28.	42,099	—	139	—	27,500	8,623	5,837	65,3	36,262
Mai 5.	42,998	—	139	—	27,500	8,623	6,736	64,0	36,262
" 12.	43,519	—	139	—	28,500	8,623	6,256	65,5	36,363
" 19.	43,795	—	139	—	28,500	9,585	5,872	63,5	38,923
" 26.	45,160	—	139	—	28,500	9,585	7,236	63,0	38,924
Juni 2.	45,691	—	139	—	28,500	9,585	7,767	63,4	37,924
" 9.	45,992	—	139	—	28,500	9,585	7,767	62,0	38,225
" 16.	45,641	—	139	—	28,500	9,585	7,719	62,2	37,922
" 23.	45,897	—	139	—	28,500	9,585	7,974	62,3	37,923
" 30.	46,577	—	139	—	28,500	9,585	8,654	61,3	37,923
Juli 7.	48,059	—	139	—	28,500	9,585	10,137	59,3	37,922
" 14.	49,298	—	139	—	28,500	9,585	11,377	57,8	37,921
" 21.	46,386	—	3,204	—	28,500	9,585	5,399	61,5	40,987
" 28.	45,387	—	3,204	150	28,500	9,585	5,425	62,8	39,962

<sup>1)</sup> Außer der in der Tabelle angegebenen Deckung findet sich seit dem 19. Mai noch ein Investment Account (Anlage Konto) von £ 302074 (vom 9. Juni £ 302665), über dessen Zusammenfassung nichts mitgeteilt ist.



14. Schatzschein-Emission in London während des Krieges  
(3. B. „Times“ vom 5. November).

Betrag in £	Laufzeit in Monaten	Diskont in £, sh. und p. auf 12 Monate berechnet	Diskont in % (zirka)	Fälligkeit
15 000 000	6	$3.15/17\frac{1}{16}$	$3\frac{3}{4}$	1915 Februar 22.
15 000 000	6	$3.15/6\frac{3}{32}\frac{1}{2}$	$3\frac{3}{4}$	„ 28.
7 500 000	12	$3.8/3\frac{19}{32}\frac{2}{2}$	$3\frac{2}{5}$	September 19.
7 500 000	6	$2.18/6\frac{9}{16}\frac{2}{2}$	$2\frac{9}{10}$	März 19.
15 000 000	6	$3.9/3\frac{1}{4}$	$3\frac{1}{2}$	April 10.
15 000 000	6	$3.14/10\frac{13}{16}$	$3\frac{7}{10}$	„ 24.
15 000 000	6	$3.13/6\frac{13}{16}$	$3\frac{7}{10}$	Mai 7.
10 000 000	6	$1.12/3\frac{5}{8}$	$1\frac{3}{4}$	August 27.
10 000 000	12	$2.17/1\frac{3}{16}\frac{1}{2}$	$2\frac{4}{5}$	1916 Februar 27.
15 000 000	6	$2.13/11\frac{7}{16}$	$2\frac{7}{10}$	1915 Oktober 6.
15 000 000	6	$3.2/1\frac{1}{32}$	$3\frac{1}{10}$	„ 10.
15 000 000	6	$3.14/4\frac{9}{16}$	$3\frac{7}{10}$	„ 17.

<sup>1)</sup> Dieser Zinsfuß ist mit den anderen nicht zu vergleichen, da er auf 12, nicht 6 Monate laufende Schatzscheine in Ansatz gebracht wurde.

<sup>2)</sup> Bei geringern Summen muß der Zinsfuß, kraft des englischen Zuteilungssystems, niedriger sein. Es wird aufgefordert, zu zeichnen und dann werden die günstigsten Zeichnungen zuerst bedacht, dann erst die weniger günstigen; es erhalten aber natürlich alle den gleichen Zinsfuß vergütet.



# 15. Englische Aus- und Einfuhr:

Accounts relating to Trade and Navigation (vom Dezember 1914 und Juli 1915),  
in 1000 £.

Zeit	Einfuhr [cif]		Ausfuhr [fob]		Passivsaldo der Handelsbilanz	
	Summe	Zunahme (+) oder Abnahme (—) gegen die gleiche Periode im Vorjahr	Summe	Zunahme (+) oder Abnahme (—) gegen die gleiche Periode im Vorjahr	während des Krieges	im Vorjahr
a) August bis Dezember inkl. . . . .	262,514	— 66,129	158,755	— 104,775	103,759	65,113
b) Januar bis Juli inkl. . . . . .	504,483	+ 69,233	279,076	— 87,889	225,407	68,285
Total (a + b):	766,997	+ 3,104	437,831	— 192,664	329,166	133,398
						+ 195,768

Die Zahlen der Einfuhr enthalten diejenigen Güter nicht, die als Eigentum der britischen Regierung oder deren Verbündeten eingeführt wurden. Die Zahlen der Ausfuhr enthalten zwar die Käufe der Verbündeten, nicht aber die Waren, die Depots oder Lagern der britischen Regierung entstammen oder von der britischen Regierung gekauft und auf Regierungsschiffen ausgeführt wurden.



109 314





---

Druck der Fürstlich priv. Hofbuchdruckerei (F. Mizlaff) Rudolstadt.

---



## Volkswirtschaft und Weltwirtschaft. Versuch der Begründung einer Weltwirtschaftslehre. Von Prof.

Dr. **Bernhard Sarms**, Kiel. Mit 2 lithographischen Tafeln. (Probleme der Weltwirtschaft. VI.) 1912. (XV, 495 S. Leg. 8°.) Preis: 14 Mark 50 Pf., geb 16 Mark.

Inhalt: Das Problem. — I. Die Weltwirtschaft in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur: Einleitung. Die ältere deutsche Literatur. Die Weltwirtschaft in den Wirtschaftsstufentheorien und juristischen Weltstaatsideen. Neuere Lehrbücher und Nachschlagewerke. Monographien und Aufsätze. — II. Einzelwirtschaft, Volkswirtschaft und Weltwirtschaft (Wesen und Begriff). — III. Die Weltverkehrsgeellschaft: 1. Das regelnde Prinzip. 2. Die internationalen Verkehrsmittel. 3. Der internationale Güteraustausch: (England. Deutschland. Andere Länder). Folge- und Wechselwirkungen des internationalen Güteraustausches. 4. Kapitalanlagen im Ausland und sonstige internationale Wertübertragungen. 5. Private internationale Organisationen mit wirtschaftlichen Zwecken. (Verkehrsgewerbe. Kohle, Erze, Metallverarbeitung usw. Steine und Erden usw. Elektrizitätsindustrie. Chemische und verwandte Industrien. Textilindustrie. Glas- und Porzellanindustrie. Papierindustrie. Verschiedene Industrie.) 6. Internationale staatliche Vereinbarungen. (Das Verkehrsweisen. Münzwesen, Maße und Gewichte. Handel, Industrie und Landwirtschaft. Arbeiterschutz. Sanitätswesen. Privatrecht und Zivilprozeß, Strafrecht und Auslieferungswesen. Wissenschaft. Abschließende Bemerkungen). — IV. Kleine Sozialwirtschaftslehre, Einzelwirtschaftslehre. Volkswirtschaftslehre und Weltwirtschaftslehre. 1. Zur Klassifikation der Wirtschaftswissenschaften. 2. Einzelwirtschaftslehre (Erwerbswirtschaftslehre. Konsumtionswirtschaftslehre. Öffentliche Gemeinwirtschaftslehre. Private Gemeinwirtschaftslehre.) 3. Volkswirtschaftslehre und Weltwirtschaftslehre. — Anlagen. I. Internationale Organisationen. II. Der Zentralausschuß des Vereins internationaler Vereinigungen. III. Verzeichnis der internationalen Regierungskonferenzen von 1815—1910. IV. Die internationale Verwaltung. V. Tabelle der Schiedsvertragsabschlüsse seit der I. Haager Konferenz 1899.

==== Ausführlicher Prospekt kostenfrei. ====

## Das Geschäft in Minenwerten an der Londoner Börse. Ein

für Wissenschaft und Praxis von Dr. **Willy Ruppel**. (180 S. gr. 8°.) 1909.

Preis: 3 Mark.

Inhalt: Einleitung. — Die Anlagen in Minenwerten. — Die Londoner Fondsbörse als Zentrum des Minengeschäfts. Dessen Besonderheiten. — Organisation und Usancen der Londoner Börse. — Die Options- oder Prämienengeschäfte an der Londoner Börse. — Makler und Klient. — Börsenmanöver. — Die der Börse nicht angehörenden Makler. Die zweifelhaften Firmen und ihr Vorgehen. — Die typische Form des Minenunternehmens. (Organisationsform, typischer Geschäftsgang und Rechtsverhältnisse der englischen Gesellschaften mit beschränkter Haftung, insbesondere der Companies Act von 1907, mit besonderer Berücksichtigung der Minengesellschaften.) — Der Prospekt. — Die Zuteilung der Aktien. — Der typische Geschäftsgang der Gesellschaften. — Die Generalversammlung. — Haftbarkeit der Aktionäre und Liquidation der Gesellschaften. — Die Zulassung an der Börse. — Rekonstruktion von Gesellschaften. — Die Praxis der Gesellschaften im Einzelnen. — Einzelfragen der Geschäfts- und Finanzpolitik der Minengesellschaften. — Die neueste Entwicklung. — Die Lage des Geschäfts in Minenwerten. 1895-1908. — Schlusergebnisse.

## Geld und Kredit in England. The Meaning of Money.

Von **Harlton Withers**. Uebersetzt von Dr. **Hans Pazauer**. Mit einer Einleitung von Dr. Ernst Freiherrn von Plener, österreichischer Finanzminister a. D. 1911.

Preis: 5 Mark, geb. 6 Mark.

Inhalt: Einleitung. — Gemünztes Geld. — Papiergeld. — Der Wechsel. — Erzeugung von Kredit. — London das Clearinghaus der Welt. — Scheckzahlende Banken. — Bill-Broker und Diskontohäuser. — Akzepthäuser und Auslandsbanken. — Die fremden Wechselkurse. — Die Bank von England. — Bankrate und Markrate. — Der Bankausweis. — Die Goldreserve. — Andere Reserven. — Zusammenfassung und Konklusionen. — Register.

Leipziger Neuere Nachrichten, 25. Januar 1912:

Das Withersche Buch hat in der englischen Originalausgabe einen außerordentlich großen Erfolg gehabt. Denn es erfüllt über diesen Gegenstand trotz der vielen Publikationen keine nur annähernd so klare und übersichtliche Darstellung des Londoner Geldmarktes, wie in der vorliegenden Arbeit. Für festländische Leser wird die Schilderung der Kreditgewährung seitens der Londoner Aktienbanken besonders interessant und instruktiv sein. Das Buch ist mit großer Präzision geschrieben und wird sich auch in der vorzüglichen deutschen Uebersetzung, die Herr Dr. A. Pazauer in Wien besorgt hat, zweifellos viele Freunde erwerben. Alle am Geldwesen interessierten Kreise der Theorie und Praxis werden das Buch mit Genuß und Nutzen lesen.



53/115-

**Die New Yorker Fondsbörse (Stock Exchange).** Ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung von Dr. jur. **Kurt Freiherr von Reibnitz**, Regierungsassessor, Dr. phil. 1912. Preis: 4 Mark.

Inhalt: I. Die Geschichte der Stock Exchange. 1817-1857. — 1860-1873. — Die Krisis von 1873. — 1879-1890. — Die Krisis von 1892. — 1896-1906. — Die Krisis von 1907 und ihre Folgen. — II. Die Verfassung der Stock Exchange. Ihre Organisation. — Ihre rechtliche Struktur. — Die Mitgliedschaft der Stock Exchange. — Der Effektenhandel. — Die Hilfsmittel des Effektenhandels. — III. Die wirtschaftliche Bedeutung der Stock Exchange. Die Bedeutung der Stock Exchange für das Wirtschaftsleben der Vereinigten Staaten. — Die internationale Bedeutung der Stock Exchange. — Schlußbetrachtungen. — Literaturverzeichnis.

**Von 1848 bis heute.** Bank- und finanzwissenschaftliche Studien. Wesentlich gekürzte Ausgabe des Buches: „Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland“. Von Dr. **Ricker**, Geheimer Justizrat und ordentl. Honorarprofessor an der Universität Berlin. (VIII, 141 S. gr. 8<sup>o</sup>.) 1912. Preis: 3 Mark, in Halbleinen geb. 3 Mark 50 Pf.

Inhalt: 1. Einleitung. Die Aufgaben des Bankwesens im Wirtschaftsleben. — 2. Die erste Epoche (von der Mitte des 19. Jahrhunderts bis zum Jahre 1870). — 3. Die zweite Epoche (von 1870 bis zur Gegenwart). 4. Der gegenseitige Einfluß der Banken und Industrie-Konzentration. — 5 Die durch die Konzentrationsbewegung geschaffene Lage; Vorteile und Gefahren der Konzentration; die Aussichten für die Zukunft.

Frankfurter Zeitung vom 27. Juli 1912:

... Diese auf die weitesten Kreise berechnete Volksausgabe verzichtet auf alle Anmerkungen und statistische Beilagen der großen Ausgabe. Sie darf aber wohl auf denselben allgemeinen Beifall rechnen wie die letztere.

Hamburger Nachrichten, Nr. 338 vom 21. Juli 1912:

... Besonders die minderbemittelten Studierenden des Wirtschaftslehrens, wie Bankbeamte, junge Kaufleute und Handelshochschüler werden diese Volksausgabe des berühmten Ricker'schen Buches gern erwerben. Das Buch bietet auch in seiner gekürzten Form noch einen so trefflichen Inhalt, daß man sich nur freuen kann, daß auch eine wohlfeilere Ausgabe der Arbeit des bedeutenden Finanzgelehrten erschienen ist.

**Die wirtschaftliche Bedeutung und Organisation der Aktiengesellschaft.** Von Dr. phil. et jur. **Richard Passow**, Privatdozent an der Akademie für Sozial- und Handelswissenschaften zu Frankfurt a. M. 1907. (VII, 238 S. gr. 8<sup>o</sup>.) Preis: 5 Mark.

Inhalt: 1. Die Aktiengesellschaft als wirtschaftlicher Typus. — Kapital und Kredit. 2. Die Beschaffung des Grundkapitals. 3. Die Erhaltung des Grundkapitals. 4. Ausschüttung des Reingewinnes und der Reserven. 5. Publizität. 6. Der Kredit der Aktiengesellschaft. — Organisation der Verwaltung. 7. Allgemeines über die Organisation der Aktiengesellschaft. 8. Der Vorstand. 9. Der Aufsichtsrat. 10. Die Generalversammlung. 11. Schlußbemerkung. — Anhang: 12. Die wichtigsten Kategorien der vom Typus abweichenden Aktiengesellschaften. — Tabelle: Gliederung der deutschen Aktiengesellschaften nach der Kapitalgröße.

Frankfurter Zeitung, vom 10. Oktober 1907:

... eine Arbeit, die als eine wertvolle Bereicherung der Literatur über die Aktiengesellschaften bezeichnet werden darf. ... sie will, unter Verzicht auf allgemeine volkswirtschaftliche Betrachtungen über Vorteile und Nachteile des Aktiengesellschaftswesens und ebenso unter Verzicht auf Vorläge zu seiner Reform, lediglich die privatwirtschaftliche Seite beschreibend, darstellen, also die wirtschaftliche Struktur und Eigentum der aktiengesellschaftlichen Unternehmung darlegen. ... Es ist ein großer Komplex von Fragen, um denen sich bei der Betrachtung der privatwirtschaftlichen Struktur der Aktiengesellschaft im Gegenab zu der formal-juristischen handelt. Derjenige, der über diese wirtschaftliche Seite der Unternehmensform der Aktiengesellschaft sich informieren will, wird in dem Buche reiche Anregung und Belehrung finden

**Chamberlains Handelspolitik.** Von **Marie Schwab**, Berlin. Mit einem einleitenden Vorwort von Prof. Dr. Adolf Wagner. 1905. (XVI, 123 S. gr. 8<sup>o</sup>.) Preis: 3 Mark.

Inhalt: I. Imperialismus und Handelspolitik. Chamberlains Plan. — II. Begründung der vorge schlagenen Abkehr vom Freihandel: 1. Unbefriedigende Entwicklung der britischen Fabrikatausfuhr als zwingender Grund für die Beseitigung des Freihandels. 2. Handelsbilanz. 3. Rückgang der englischen Ausfuhr im Vergleich zu der der zollgeschützten Länder und Rückgang der englischen Ausfuhr nach zollgeschützten Ländern im Vergleich zu den noch nicht zollgeschützten; verstärkte Ausfuhr ausländischer Fabrikate nach dem inneren englischen Markt. 4. Ursachen der fremden Konkurrenz. — III. Wesen und Wirkung der Chamberlainschen Vorschläge.












ROTANOX  
oczyszczanie  
VIII 2011

coll. B.

2.5.1917.





**KD.14647**  
**nr inw. 18583**