

Werden die Indizien des Marktes richtig beurteilt, so wird mit Gewinn operiert, im umgekehrten Falle arbeitet man mit Verlust. Die richtige Voraussicht lohnt sich, und in diesem Suchen liegt das wirtschaftlich wohltätige und nivelierende Moment.

Wird aber einem solchen Konsortium ein öffentliches Kapital a fond perdu als Stützung zugewendet, so wird damit nicht nur die erforderliche scharfe Wachsamkeit abgestumpft, sondern zugleich ein der Sache ganz wesensfremdes Element hinzugetan. Die „Verlustgarantie“ ist ein Anreiz zu der Torheit, ein künstlich ins Auge gefaßtes Niveau, auch gegen den Strom schwimmend, zu verteidigen, denn es kostet ja zunächst nichts! Wenn irgendetwas mit Sicherheit voraussehen ist, so ist es dies, daß das öffentliche Kapital in kurzer Frist vertan sein wird!

Nur das Zu-Markte-tragen der eigenen Haut führt das Konsortium auf den richtigen Weg.

Die Spekulation, welche die deutsche Valuta bisher allein beeinflußt hat, ist eine Kassaspekulation à la hausse, es sind nämlich „Mark“ fast von der ganzen Welt auf Meinung, bei sinkenden Preisen, gekauft und bar bezahlt worden.

Wenn in Deutschland eine zünftige Spekulation großen Stils in Devisen bestände, so würde sie sich naturgemäß auf das Termingeschäft werfen. Aber dazu fehlt es aus den oben angeführten Gründen an dem großen organisierten Markt. Die Banken spekulieren nicht in Devisen und können also auch nicht den Gegenpart bilden. Es ergibt sich nun die interessante Frage: was beeinflußt bei uns die Terminpreise, weshalb weisen bei uns die beschränkte Anzahl wichtiger fremder Devisen, die überhaupt im Terminmarkt gehandelt werden, durchgängig mäßige Abschläge auf Termine gegenüber den Kassapreisen auf.

Die Hauptlieferanten auf Termine sind unsere Exporteure, während die Importeure weniger auf Termine zu kaufen pflegen als vielmehr per Kassa auf Abruf.

Aber unser Gesamtbedarf an Devisen auf Grund passiver Handelsbilanz und der Reparationslasten übersteigt unseren verfügbaren Besitz und unsere Produktion an Devisen derart, daß man sich immer wieder die Frage vorlegt: wie ist es bisher gelungen, diesen Mehrbedarf zu decken?

Die Antwort kann nur lauten: durch fortgesetzten Verkauf von „Mark“ ans Ausland, in Verbindung mit einer Art Zwangsausverkauf deutschen Sachbesitzes.

Solche Umstände machen es vollständig einleuchtend, daß verfügbare Devisen (Kassadevisen) höher bewertet und bezahlt werden als solche, welche erst in einiger Zeit disponibel sind.

Der fortdauernde Zwang der Schuldenabtragung stützt unausgesetzt den Kassapreis und drückt die Termine unter das Kassapreinsniveau. Unter solchen Verhältnissen ist ein „Report“ natürlich ganz ausgeschlossen. Er könnte nur entstehen durch ein starkes Überangebot von Kassadevisen. Nur ein solches würde Reporteure in den Markt rufen, die von den „Mark-bedürftigen“ Deviseninhabern das Material zeitweilig hereinnehmen.

Bekanntlich läßt sich da, wo ein großes organisiertes Effekten-Termingeschäft sich abspielt, aus dem Bestehen eines

Reports oder Deports für ein bestimmtes Papier ein Rückschluß ziehen auf die Sachlage. Ein Report bekundet eine Haussemeinung, ein Deport eine Baissemeinung im Markte.

Lassen sich nun ähnliche Rückschlüsse im deutschen Markt für Terminevisen ziehen? Deutet der Deport auf eine Baisseposition in Devisen und, was auf dasselbe hinausläuft, auf eine Hausseposition für die Mark? Die Frage ist tatsächlich zu bejahen, auch wenn im ersten Augenblick ein Zweifel auftauchen sollte, und wenngleich wichtige Wesensunterschiede bestehen.

Im Effekterminmarkt entsteht der Deport, die Materialknappheit, durch Blankoabgaben der Spekulation à la baisse. Die Situation klärt sich, indem der Baissier schließlich, sei es mit Gewinn, sei es mit Opfern, die ihm fehlenden Stücke eindeckt.

Im deutschen Deviseterminmarkt ist der Deport, (das Leihgeld, der Stückemangel), nicht durch Blankoabgaben privater Spekulanten, entstanden. Aber er ist dadurch entstanden, daß das Deutsche Reich eine vollkommen phantastische Überschuldung in Devisen eingegangen ist, Devisen auf Zeit zu liefern versprochen hat, die es niemals anschaffen kann!

Und die Hausseposition für die Mark ist auch vorhanden.

Auf der einen Seite steht Deutschland mit einer wahnwitzigen Lieferungsverpflichtung für Devisen. Auf der anderen Seite das gesamte Ausland mit einer ungeheuren Hausseposition in Mark.

Damit ist die Lage des deutschen Deviseterminmarktes gekennzeichnet und zugleich die im höchsten Ausmaß kritische Zuspitzung der Gesamtsituation.

Das Ausland beginnt die Lage zu erkennen und möchte im ersten Schrecken seinem Gegenpart die fehlenden Stücke selbst leihen, um den augenblicklichen Zusammenbruch zu verhüten oder zu verschieben. Das ist der Sinn der „Anleihe“, die man uns jetzt ansinnt! Sie ändert an der gesamten Lage nicht das geringste, sondern bürdet uns neue schwere Lasten auf, und schiebt eventuell eine Katastrophe nur um ein wenig hinaus.

Trotz allem liegt in der Situation für Deutschland eine große Stärke, die leider von unseren Unterhändlern gänzlich verkannt wird. Anstatt die schwerwiegendsten und verhängnisvollsten Konzessionen anzubieten, um die Anleihe zu erhalten, müßte Deutschland umgekehrt die weitgehendsten Konzessionen fordern, um die „sogenannte“ Anleihe anzunehmen!

Solche Konzessionen sind erhältlich, denn das Ausland will unseren finanziellen Zusammenbruch nicht, es kann ihn gar nicht ertragen ohne eigenen Zusammenbruch, es zittert um sein ungeheures Hausseengagement in der „Mark“.

Die von uns zu fordernden Konzessionen können nur in der Streichung der dann noch verbleibenden Reparationslast und in der Aufhebung aller fremden Vormundschaft über Deutschland bestehen. Selbst dann haben wir noch einen langen, überaus schweren und kritischen Leidensweg zu gehen, bis von einer Gesundung auch nur die Rede sein kann!

Hamburg, 7. Juni 1922.

G. H. Kaemmerer

Die Politik des Morgan-Ausschusses

Es scheint den Bankiers vorbehalten zu bleiben, die teigig-zähe Masse der Reparationsverhandlungen in lebhafteren Fluß zu bringen. Galten die Vertreter der Hochfinanz vor dem Kriege meist als ausgleichendes, hinhaltendes, krisenabwehrendes, immer auf Stetigkeit und Kompromißbildung gerichtetes Element, so hat sich ihre Rolle jetzt von Grund auf geändert.

Dieselben Motive, die sie damals bestimmten, wirken auch heute noch: der Wunsch, in übersehbaren Verhältnissen zu arbeiten, die Abneigung andere als wohlbegrenzte Risiken zu übernehmen, die Vorliebe für rationale Lösungen und die Einsicht, daß nur das ungehinderte Spiel des zwischenstaatlichen Wirtschaftsverkehrs ihnen die Ausübung ihrer ganzen Talente

und die Verwertung ihrer ganzen Kapitalmacht gestatte. Aber eben diese Motive müssen sie unter den veränderten Verhältnissen bestimmen, die Politiker zu neuen Entschlüssen zu zwingen — so wie sie vor dem Kriege die Politiker eher davon abgehalten haben, die ruhige Selbstbewegung der Dinge durch einschneidende Entscheidungen unübersichtlich zu machen. Denn jetzt sind es die Politiker, die sich im Netz ihrer eigenen Künste, Abmachungen und Taktiken verfangen und die europäisch-amerikanische Politik in ein undurchsichtiges Gemenge verwandelt haben, in dem es ebensowenig ein Vor wie ein Zurück zu geben scheint und in dessen Schoß Gefahren von unabschätzbarer Größe verborgen sind. Hier bleibt den Bankiers kein anderer Weg, als auf Entwässerung dieser morastigen Masse zu dringen — sei es auch um den Preis von Krisen, in denen nicht nur das Dasein von Regierungen, sondern von Völkern auf dem Spiel steht.

So hat die Bank von England, als sie im letzten Herbst dem deutschen Unterhändler den erbetenen Kredit verweigerte, die latente Reparationskrise zur offenen gemacht und den stockenden Verhandlungen einen Impuls gegeben, der schließlich zu der Entscheidung der Reparationskommission Nr. 1841 vom 21. März und zu der Bestätigung des vorläufigen und teilweisen Zahlungsaufschubs durch die Entscheidung Nr. 1976 vom 31. Mai geführt hat. (Es sind also in rund 70 Tagen nicht weniger als 135 Entscheidungen der Reparationskommission ergangen. Hiervon ist der Öffentlichkeit nur ein ganz geringer Bruchteil bekannt. Es würde sicher nicht nur in Deutschland, sondern auch in England, Frankreich, Italien und Belgien interessieren zu sehen, in welcher Weise die — keinem Parlament der Welt verantwortliche — Kommission regiert und wirtschaftet.)

Doch zeigte schon der Gang der Verhandlungen in den letzten Monaten, daß die Kraft jenes Anstoßes sich zu erschöpfen begann. Die Politik der Regierung Poincaré und ihrer mächtigen Hintermänner hat das meiste dazu getan. Aber es darf doch auch die Frage gestellt werden, ob das deutsche Kabinett nicht durch eine stärkere Initiative nach innen und außen die neue Lage hätte besser ausnutzen können. Das Votum der Bank von England legte es nahe, die Frage der deutschen Zahlungsfähigkeit aufzuwerfen und Berufung auf Grund des Paragraphen 234 des Versailler Vertrages einzulegen. Statt dessen wurde ein Moratoriumsgesuch gestellt, das den Sachverhalt nicht klar genug heraustreten ließ. Denn wenn anerkannt wurde, daß die deutsche Leistungsfähigkeit nicht ausreicht, so war nicht ein Moratorium, sondern eine Änderung des Zahlungsplans geboten; und es entfiel damit auch die Möglichkeit, Bedingungen aufzuerlegen, wie sie wohl dem in Zahlungsverzug geratenen Schuldner angemessen sind, nicht aber einem, dessen Schuldsumme zu hoch bemessen ist. Die ungünstigen Folgen dieses anfänglichen Ungeschicks konnten durch die entschiedene deutsche Note vom 7. April nicht wieder ausgeglichen werden, und so kam es nach mehrfachem Notenwechsel zu dem Brief des Reichskanzlers an die Reparationskommission vom 28. Mai, die unter mannigfaltigen Klauseln die Unterwerfung unter die Forderungen der Kommission ausspricht.

Inzwischen aber war ein neuer Faktor in das Spiel eingeführt worden, und vielleicht war die Reichsregierung, als sie sich zu jenem Akt der Unterwerfung entschloß, von dem Gedanken bestimmt, daß jeder Schritt von geringem Belang sein würde, ehe nicht dieser neue Faktor Zeit zur Auswirkung erhalten hätte. Die Reparationskommission hatte am 4. April beschlossen, einen Ausschuß von Bankiers zu ernennen, der die Bedingungen prüfen sollte, unter denen Deutsch-

land „ausländische Anleihen zwecks Verwendung zur Ablösung eines Teils des Kapitals der Reparationsschuld“ aufnehmen könnte. Dieser Ausschuß, bestehend aus den Herren D'Amelio, Morgan, Kindersley, Sergent, Bergmann, Delacroix, Vissering, trat am 24. Mai 1922 in Paris zusammen. Am 10. Juni hat er sich auf unbestimmte Zeit vertagt und einen umfangreichen Bericht an die Reparationskommission erstattet. Er kommt zu dem Schluß, daß unter den obwaltenden politischen Verhältnissen überhaupt keine Anleihe zu dem bezeichneten Zweck an Deutschland gewährt werden könne.

Sieht man nur auf das Ergebnis, so scheint nur eine Wiederholung des Schrittes der Bank von England im letzten Herbst vorzuliegen — nur daß das Urteil der englischen Zentralbank nicht mehr allein steht, sondern von einem Vertreter des kapitalmächtigsten Landes wie Morgan und einem besonders einsichtigen Fachmann wie Vissering bekräftigt wird. Zieht man aber die Begründung in Betracht, die der Anleiheausschuß seinem Entschluß beigegeben hat, so bemerkt man, daß die Dinge weiter gediehen sind. Der Ausschuß stellt nicht nur fest, daß die Deutschland auferlegten Verpflichtungen das Maß seiner Leistungsfähigkeit weit übersteigen; daß hieraus sich die Möglichkeit eines finanziellen Zusammenbruchs und eines neuen sozialen Umsturzes ergebe; daß unter diesen Umständen keine wie immer gearteten Garantien als hinreichend sicheres Pfand für eine Auslandsanleihe angesehen werden könnten; daß „die Wiederaufnahme normaler Handelsbeziehungen zwischen den Ländern und die Stabilisierung der Währung ohne endgültige Regelung der Reparationszahlungen und anderer öffentlicher Schulden unmöglich ist“; daß aber keine bloße Nachsicht bei der Erzwingung der deutschen Zahlungsverpflichtungen und keine provisorische Lösung den Boden für eine solche Regelung abgeben könne, sondern allein eine definitive Reduktion der Verpflichtungen und die Herstellung eines Zustandes der Sicherheit und Gewißheit. Sondern der Ausschuß lehnt es ab, Vorschläge in dieser Richtung zu machen, solange die französische Regierung es ablehnt, über diese Dinge nachzudenken und zu sprechen. Die Mehrheit der Reparationskommission hatte den Anleiheausschuß dazu ermächtigt; genauer die ganze Kommission mit Ausnahme des französischen Vertreters. Was lag näher, als das uneingeschränkte Mandat des Ausschusses auszuführen und ein fachmännisches Votum über die „Deflation der Weltbilanz“ abzugeben, wie es das Memorandum der internationalen Finanzsachverständigen vom 15. Januar 1920 nennt? Es scheint dem Einfluß Morgans selber zuzuschreiben, daß dieser unpolitische Weg nicht begangen wurde. So erklärt der Anleiheausschuß: ich sehe eine Lösung der finanziellen und wirtschaftlichen Probleme, die durch die zwischenstaatlichen Schulden entstanden sind und die Deutschland vor die Gefahr des Zusammenbruchs und den Rest der Welt vor die Wahrscheinlichkeit langdauernder Depression stellen — aber ich weigere mich meinen Rat zu geben, solange er von derjenigen Stelle nicht gewünscht wird, an die er sich vor allem richten müßte. Man kann sich nicht klüger und würdiger verhalten. Diese Bankiers, die aufgefordert worden sind, ihren technischen Rat in Anleihefragen zu erteilen, haben in Wahrheit den Politikern eine Lektion in praktischer Diplomatie gegeben.

Die ganze Last der Entscheidung ruht jetzt auf Frankreich. Der Anleiheausschuß hat seine freudige Bereitwilligkeit ausgedrückt, seine Beratungen wieder aufzunehmen, sobald die Haltung Frankreichs sich ändert. Er hält die Marktverhältnisse für günstig und verweist auf eine Aufzeichnung (der amerikanischen Regierung?), wonach amerikanische Bankiers und Kapitalisten an dem Ankauf deutscher Schuldverschreibungen in-

teressiert werden können, wenn „eine derartige Anleihe auf das einmütige Ersuchen und zum Nutzen der alliierten Nationen erfolgen würde“. In dem Augenblick, wo Frankreich einen solchen Antrag mitunterzeichnet, haben die Bankiers volle Freiheit, ihre Bedingungen zu nennen.

Es ist nicht wahrscheinlich, daß ein solcher Schritt ohne Umschweife getan werden wird. Poincaré ist ein guter Rechner, aber die Richtigkeit einer französischen Rechnung wird weniger durch Einsicht in die Arithmetik als durch Willen zum Prestige bestimmt. Vielleicht sucht er nach einem Umweg, der es ihm erlaubt, das Gesicht zu wahren. Es ist bezeichnend, daß eine große Pariser Zeitung in diesen Tagen den Vorschlag wagen konnte, die deutsche Zahlungsfähigkeit durch einen Ausschuß von alliierten und neutralen Sachverständigen prüfen zu lassen. Es wird der deutschen Regierung leicht sein, Frankreich beim Begehen dieses Weges zu helfen, denn sie selber hat einen ähnlichen Vorschlag in ihrer Note vom 7. April gemacht, ohne in weiteren Gang der Verhandlungen darauf zurückzukommen. Vermutlich hatte sie angenommen, daß der

erneute Appell an den Artikel 234 angesichts der Arbeiten des Anleiheausschusses umgangen werden könnte.

Diese Hoffnung ist fehlgeschlagen. Die Reichsregierung wird sich schwerlich der Pflicht entziehen können festzustellen, daß sie nicht nur, gemäß dem letzten Briefwechsel mit der Reparationskommission, die Begrenzung der schwebenden Schuld auf den Stand von Ende März nicht einhalten kann, sondern daß es jenseits ihrer Zahlungsfähigkeit liegt, irgendwelche Devisenzahlungen auch nur im Umfang von monatlich 50—60 Mill. Goldmark zu bewirken, ohne den Markkurs weiter zu zerrütten. Wenn sie diese Feststellung mit dem erneuten Anerbieten verbindet, die Frage der deutschen Tributfähigkeit durch eine internationale Kommission von wirklichen Sachverständigen untersuchen zu lassen, so wird sie dadurch den Einwand der Zahlungsunwilligkeit entkräften und vielleicht zugleich auch Frankreich helfen, sich aus einer Situation zu ziehen, die für alle Beteiligten unerträglich geworden ist.

H a m b u r g, den 14. Juni.

Kurt Singer

Amerikas Standpunkt zum Wiederaufbau Europas

Wenn das Widerstreben der Vereinigten Staaten, den Problemen des wirtschaftlichen Wiederaufbaus Europas eine aktive Anteilnahme zu schenken, in Europa weiten Bevölkerungskreisen unbegreiflich erscheinen will, so dürfen wir gestehen, daß es den meisten Amerikanern nicht weniger rätselhaft vorkommt. Der Standpunkt Amerikas Europa gegenüber, ist das Resultat vieler durcheinanderlaufender Komponenten, die von wirtschaftlichen und politischen Strömungen bestimmt werden, und diese alle zu überblicken, dazu sind gemeinhin die Amerikaner kaum besser in der Lage als die Angehörigen europäischer Staaten. Jede Gruppe hat, je nachdem ob ihr Interesse am Wiederaufbau-Problem vorwiegend politischer oder wirtschaftlicher, theoretischer oder praktischer Natur ist, sich ihre Meinung über Teilnahme, Eingreifen oder Fernbleiben gebildet, das Volk als Ganzes aber verfügt über keine klare oder vernünftig begründete Anschauung in dieser Frage. Infolgedessen hat die Konferenz von Genua und die Politik der Regierung Harding gegenüber deren Fortsetzung im Haag die Meinungsverschiedenheiten in Amerika nur noch weiter vermehrt.

So hat beispielsweise die American Bankers' Association, der größte und wichtigste Verband der amerikanischen Banken, neuerdings ihre bereits vor einem Jahr ausgesprochene Forderung erhoben, daß die Vereinigten Staaten einen amtlichen Vertreter in die Reparationskommission entsenden sollten, um zusammen mit den Ententeregierungen die Grundfrage der Reparationen und andere bedeutsame Fragen der Nachkriegszeit zu regeln: „Da uns heute die Welt die Summe von über 15 Milliarden Dollars schuldet“, heißt es in dieser Resolution des Verbandes, „sind wir unentrinnbar, ob wir nun wollen oder nicht, in die Angelegenheiten der europäischen Nationen verwickelt und sind außerstande, sofern wir unsere Interessen schützen wollen, uns untätig fernzuhalten, und können nicht umhin, eine hilfsbereite Hand zur Lösung derjenigen Probleme auszustrecken, mit denen unser eigenes Wohlergehen so eng verknüpft ist.“

Dies stellt eine Ansicht vorzugsweise von Finanzkreisen dar, die der Meinung sind, daß, ohne Rücksicht auf die Frage der politischen Anerkennung Rußlands, die Vereinigten Staaten Vertreter nach dem Haag entsenden müssen, um dort über die Wirtschaftsfragen mitzuverhandeln und die Interessen der Ver-

einigten Staaten direkt, anstatt durch den Austausch diplomatischer Noten, zu schützen und wahrzunehmen.

Der amerikanische Kapitalist hat eben jetzt etwas angefangen, die Möglichkeiten einer Investierung amerikanischen Kapitals in Industrien außerhalb seines Landes zu erkennen. Das Interesse an Investierungen im Auslande hatte sich bis dahin hauptsächlich auf Staats- und städtische Anleihen erstreckt, von denen während des Jahres 1921 in den Vereinigten Staaten für nicht weniger als 488 Mill. \$ untergebracht worden sind, während gleichzeitig dem Kapitalbedarf ausländischer Industrieunternehmungen am amerikanischen Geldmarkt nur mit 162 Mill. \$ entsprochen wurde. In dieser Beziehung stehen die Vereinigten Staaten in ausgesprochenem Gegensatz zu England, für welches die Investierung von Industriekapital im Ausland eine Lebensfrage bedeutet, während sie in Amerika zumeist noch als „Luxus“ gilt. Jedenfalls aber hat in beiderlei Beziehung die amerikanische Finanzwelt ein unmittelbares Interesse an der Befriedung Europas und an Sicherstellungen für den privaten Unternehmungsgeist.

Dem steht diametral gegenüber der rein theoretische Standpunkt, den die amerikanische Regierung einnimmt, indem sie einerseits von Amts wegen den Kommunismus in Rußland verurteilt und andererseits sich bemüht durch diplomatische Proteste, die sie aus ihrer Isolierung heraus ergehen läßt, die gleichen Investierungs- und Ausbeutungsmöglichkeiten in Rußland und dem Nahen Osten für die amerikanischen Interessen sicherzustellen, wie sie augenscheinlich Großbritannien und Frankreich auf Konferenzen sich gesichert haben, und auf weiteren Konferenzen sich sichern werden. Die Haltung eines großen Teils der öffentlichen Meinung (bis einschl. etwa zu Samuel Gompers, dem alten Gewerkschaftsführer) wird mehr durch das Anathema bestimmt, das die Regierung gegen das bolschewistische Rußland geschleudert hat, als durch wirtschaftliche Interessen und Erwägungen, die es im Hintergrunde begleiten.

Zwischen diesen beiden Standpunkten in der Mitte liegt der des amerikanischen Industriellen, dem es weniger um die Investierung amerikanischen Kapitals im Auslande oder um die moralische und ökonomische Berechtigung oder Nichtberechtigung der kommunistischen Theorien zu tun ist als um die Schaffung von Auslandsmärkten für amerikanische Waren. Er als Ex-