Die neuere Entwicklung des Zinsfußes
und der Einfluß des Weltkrieges
auf seinen Stand

Rede bei der Feier des Rectoratswechsels der Universität

von

Dr. Ludwig Pohle
o. d. Professor der Staatswissenschaften

Druck und Verlag von Werner u. Winter, G. m. b. H., Frankfurt a. M.
I.


Änderungen des allgemeinen Zinsniveaus in diesem Sinne haben Deutschland und ebenso die übrigen Länder Europas im Laufe des letzten Jahrhunderts mehrfach durchzumachen gehabt.2) Aus dem Zeitalter der Napoleonischen Kriege gingen die Länder Europas zunächst mit einem außerordentlich hohen Zinsfuß her vor. In Deutschland betrug der Zinsfuß für erststellige Hypotheken zwischen 1815 und 1820 allgemein 5—6%, die Verzinsung der Staatspapiere war meist noch um 1—2% höher. Es hat für uns heute etwas Tröstliches feststellen zu können, wie relativ schnell in dem durch die Napoleonischen Kriege sichtbar mitgenommenen Deutschland der Zinsfuß wieder auf einen normalen Stand zurückkehrte. Und dabei erhielt ja Preußen bei dem Friedensschluß nicht einmal die Summen zurück, die ihm Frankreich abgepreßt hatte. Bis zum Ende der zwanziger Jahre sank der Zinsfuß dann allmählich wieder auf 4%. Das gab dem Preußischen Staat
die Möglichkeit, 1830 seine fünfprozentigen Anleihen in vierprozentige zu konvertieren. Diese rückläufige Bewegung des Zinsfußes hielt bis in die Mitte der vierziger Jahre an. Im Königreich Sachsen war man schon seit 1830 in der Lage, zum dreiprozentigen Anleihetypus überzugehen, und auch der durchschnittliche Hypothekenzinsfuß stellte sich in diesem Bundesstaat Anfang der vierziger Jahre auf 3½%.


Unter dem Eindruck dieser Entwicklung gab man sich damals in der Theorie wie in der Praxis fast allgemein der Erwartung hin, daß das Wirtschaftsleben sich auf einen dauernd niedrigeren Stand des Zinsfußes einzurichten habe. Aus entgegengesetzten Lagern der nationalökonomischen Wissenschaft wurde um die Jahrhundertwende überwiegend die Anschauung vertreten, daß der Rückgang des Zinsfußes als eine dauernde Erscheinung anzusehen sei und daß man in absehbarer Zeit wohl gar schon bei einem Zinsfuß von 1½ bis 2% angelangt sein werde. In der Praxis hatte der Sieg dieser Anschauung vor allem zur Folge, daß die Versicherungsgesellschaften den Zinsfuß, mit dem sie rechneten, herabzusetzen begannen. So gingen in der Zeit zwischen 1886 und 1892 von den 25 in
der Schweiz zugelassenen Lebensversicherungsanstalten 21 zu einem niedrigeren Zinsfuß über. Im deutschen Reichs war die Auffichtsbehörde darauf hin, daß die Versicherungsgeellschaften wenigstens bei dem Neugeschäft nur noch mit einem Zinsfuß von höchstens 3½% rechneten.6)

jahren, die auf die Auffrissungsperioden 1905/7 und 1909/12 folgten, der 
Zinsfuß nicht wieder auf den früheren niedrigeren Stand zurückgehen wollte, 
brad, sich die Erkenntnis Bahn, daß die Hoffnung auf ein dauerndes Sinken 
des Zinsfußes trügerisch gewesen war und daß man wieder mit einem höhe-
ren Zinsniveau zu rechnen habe.8)

Woran liegt es nun, daß die Erwartungen auf ein forschreibendes 
herabgehen des Zinsfußes sich nicht erfüllt haben? Eigentlich muß aber 
die Frage anders gestellt werden. Sie hat zu lauten: lagen überhaupt am 
Ende des Jahrhunderts Tatsachen vor, welche zu der Annahme einer künf-
tigen anhaltend rückläufigen Bewegung des Zinsfußes berechtigten? Und 
diese Frage ist ganz entschieden zu verneinen. Die tatsächliche Entwicklung 
der Faktoren, welche auf die Größe des Kapitalangebots und der Kapital-
nachfrage von bestimmendem Einfluß sind, gab jedenfalls durchaus kein 
Recht zu solchen Erwartungen. Die eine Hauptquelle des Kapitalbedarfs ist 
das jährliche Wachstum der Bevölkerung. Es erfordert Kapital vor allem 
für die der Zunahme der Bevölkerung entsprechende Vermehrung der Wohn-
quartiere und für die Erweiterung der Produktionsanlagen. Diese regel-
mäßige Hauptquelle des Kapitalbedarfs hat in der hier in Betracht kommen-
den Zeit in Deutschland und den meisten anderen europäischen Ländern, 
die einzige bemerkenswerte Ausnahme bildet Frankreich, aber noch nicht 
langfristiger zu fließen begonnen. Zwar beginnt in dieser Periode der all-
gemeine Rückgang der Geburtenziffer, der seitdem die Gemüter so lebhaft 
beschäftigt hat, allein noch schneller, als die Geburtenziffer zurückging, sank 
die Sterblichkeit in den meisten Ländern, und insoweit ist bisher die 
Bevölkerungszunahme noch nicht verlangsamt worden. In Deutschland hat 
sie seit 1890 immer über 1% jährlich betragen, sie ist in vielen Jahren 
sogar auf 11/2% gestiegen und war damit wesentlich größer als in den 
vorangegangenen Jahrzehnten. Dazu war weiter der Kapitalbedarf für die 
Einführung technischer Neuerungen in dieser Periode noch außerordentlich 
stärk, ich erinnere nur an das Eindringen der Elektrizität in die verschie-
denen Gebiete des Wirtschaftslebens, das in die Zeit nach 1890 fällt. Ferner 
aber ist seit dem letzten Jahrzehnte des 19. Jahrhunderts der Kapitalmarkt 
noch wieder viel stärker für die Bedürfnisse militärischer Rüstungen in An-
spruch genommen worden. Die siebziger und achtziger Jahre waren politisch 
noch ziemlich ruhige Zeiten, bald nach 1890 beginnt aber das allgemeine 
Weltrüstung der Großmächte, die militärische Vorbereitung auf die große 
Auseinandersetzung, in der wir uns jetzt befinden. Dabei ist es übrigens 
bemerkenswert, daß die Mächte der Triple-Entente viel größere Summen
aufgewendet haben als wir und unsere Verbündeten. Die Staaten der Triple-Entente haben von 1880 bis 1910 rund 80 Milliarden Mark für Rüstungszwecke ausgegeben, Deutschland und Österreich-Ungarn noch nicht die Hälfte dieser Summe, und selbst wenn wir den abtrünnigen ehemaligen Verbündeten Italien mitrechnen, kommen wir für den Dreiländ Bund nur auf 45 Milliarden Mark.2)


Schon die bisher erwähnten Umstände erklären es eigentlich zur Genüge, weshalb der Zinsfuß im neuen Jahrhundert unmöglich eine rückläufige Bewegung einschlagen konnte. Neben den bereits erörterten Kräften hat aber in den lehnten Jahrzehnten in beständig zunehmendem Maße noch ein weiterer Umstand auf den Stand des Zinsfußes eingewirkt, ein Umstand, der ihn ebenfalls nur nach oben beeinflussen konnte und der sein Hochbleiben insbesondere auch in solchen Ländern erklärt, in denen wie vor allem in Frankreich von einer Bevölkerungszunahme kaum noch die Rede sein kann und daher auch die Ansprüche, welche der Ausbau der eigenen Volkswirtschaft an den Kapitalmarkt stellt, nur gering sind. Dieses Moment erfordert wegen der wachsenden Bedeutung, die es gerade in den letzten

II.


Die Annahmen, von denen Smith und Ricardo in diesen Sätzen ausgehen, stimmen heute mit den Tatsachen schon längst nicht mehr überein. Bereits kurze Zeit, nachdem Ricardo die angeführten Sätze geschrieben hatte, begann die große Auswanderung des britischen Kapitals, zunächst nach dem europäischen Festlande, insbesondere auch nach Deutschland. In Deutschland sind damals viele städtische Gas- und Wasserwerke und andere Anlagen,

Allein das waren doch alles beispiellose Anfänge im Vergleich zu dem, was wir in den letzten Jahrzehnten erlebt haben. Wie die Periode seit dem Ende der achtziger Jahre ein Zeitalter der lebhaftesten Expansionsbestrebungen bei allen europäischen Völkern auf dem Gebiete kolonialer Erwerbungen darstellt, wie saß die ganze bewohnte oder wenigstens bewohnbare Erde in dieser Zeit zwischen ihnen aufgeteilt worden ist, freilich mit sehr ungleicher Bemessung der Anteile für die Einzelnen, so hat im Zusammenhang hiermit auch die Auswanderung des europäischen Kapitals eine riesige Steigerung erfahren. Für Großbritannien schwanken die Schätzungen über die Gesamtsumme des im Auslande angelegten Kapitals für das Jahr 1914 zwischen 60 und 80 Milliarden Mark, für Frankreich wird sie auf 35 bis 50 Milliarden und für Deutschland auf 20 bis 25 Milliarden Mark berechnet.\textsuperscript{14)} Zur Hauptsache haben diese Summen ihre jezige Höhe aber erst in den letzten drei Jahrzehnten erreicht.

erhebt. Mit anderen Worten, die Rijkoprämie, die früher dem zur Anlage im Auslande geneigten Kapital gezahlt werden mußte, ist niedriger geworden. Das aber ist die Folge der ganzen wirtschaftlichen Entwicklung des letzten halben Jahrhunderts. Alle Teile der Erde sind durch die Ausbildung der modernen Verkehrsmittel in dieser Zeit einander näher gerückt, die politischen und sozialen Zustände haben sich überall konsontiert, die Rechts sicherheit hat sich gehoben, das alles zusammen hat die Abneigung des Kapitals gegen die ausländische Anlage schwächer und schwächer werden lassen, bis schließlich von solcher Abneigung kaum noch die Rede sein kann. Die Kapitalanlage im Auslande konkurriert um die Gunst des Kapitals in vielen Fällen schon ganz unter den gleichen Bedingungen wie die im Inlande.


Wir stoßen damit auf einen Punkt, der gewöhnlich dazu dient, über die volkswirtschaftliche Bedeutung der Kapitalanlage im Auslande ein ungünstiges Urteil zu fällen. Man sieht in weiten Kreisen ihren Zweck nicht recht ein, man hält sie für etwas volkswirtschaftlich überflüssiges oder sogar direkt Schädliches, für etwas, was wohl dem Nutzen der einzelnen Kapitalistcn diene, aber die Entwicklung der nationalen Volkswirtschaft schädige. In England hat namentlich Bernhard Shaw dieser populären Ab neigung gegen die Kapitalanlage im Auslande schon wiederholt recht kräftigen Ausdruck gegeben. Er verurteilt es z. B., daß England Persien mit dem Kapitale ausbeuten will, „welches unsere hungrigen Kinder hätte ernähren und Dundee, Glasgow, Dublin, Liverpool und London zu anständigen Orten, worin Menschen wohnen können, umbauen sollen“. Und ebenso macht er es Frankreich zum Vorwurf, daß es seinen Kapitalüberschuß exportiere, anstatt ihn zur Befülligung ungenügender Stadtteile zu benutzen und damit französische Kinder zu kräftigen Männern und Frauen zu erziehen.15)

Die wissenschaftliche Begründung, die der vulgären Verurteilung des Kapitalerports gegeben wird, stützt sich gewöhnlich auf den Satz, daß jede Erniedrigung des Zinsfußes ein wirtschaftlicher und sozialer Gewinn, jede Erhöhung des Zinsfußes dagegen ein Übel sei. Auf den Einfluß dieser An-
schaftung ist es wohl zurückzuführen, daß auch diejenigen, welche an sich von
dem Ruf von der Kapitalanlage im Auslande überzeugt sind, manchmal nur
zögern und widerwillig zugeben wollen, daß ihr Aufkommen zu einer Ver-
teuerung des Zinsfußes im Inlande führe. Indessen bedarf die hergebrachte
Anschauung, daß jede Erniedrigung des Zinsfußes ein Segen, und jede Er-
höhung ein Übel sei, einer wesentlichen Korrektur. Wie andere Lehren der
nationalökonomischen Theorie, so gilt auch dieser nur unter der Voraus-
sehung von gleicher Umstände. Unter sonst gleichen Umständen heißt hier
aber sowiel wie bei gleicher Höhe des Produktionsertrags. Bei im übrigen
gleicher Größe des Produktionsertrags wird man es allerdings als richtig
anzuerkennen haben, daß die Erniedrigung des Zinsfußes sozial günstig,
seine Erhöhung dagegen ungünstig wirkt. Jede Herabsetzung des Zinsfußes
ist ja gleichbedeutend damit, daß das Wehr, das vom Kapital im Strom
der nationalen Güterproduktion aufgesichert ist, erniedrigt wird. Es kann
also dann mehr Wasser in das Flußbett der Arbeit abfließen als früher,
während die Wassermenge, die in den Flußgraben des Kapitals geleitet
wird, abnimmt. So richtig das an sich ist, so darf diese Erkenntnis doch
nicht dazu verleiten, in jeder Erhöhung des Zinsfußes unter allen Umständen
ein volkswirtschaftliches Unglück zu sehen. Die Erhöhung des Zinsfußes
kann auch so aufzufassen sein, daß sie die Bedingung darstellt, an welche
eine Zunahme der Ergiebigkeit der Arbeit, oder anders ausgedrückt, eine
Verbilligung der Produktion geknüpft ist. Die Höhe des Einkommens der
lohnarbeitenden Klassen in einem Lande hängt aber nicht bloß davon ab,
in welchem Verhältnis der Ertrag der Produktion zwischen Arbeitern und
Kapitalisten geteilt wird, sondern auch davon, wie groß das Produkt selbst
ist. Eine Verflachung des Teilungsverhältnisses kann von den Arbei-
tern ruhig hingenommen werden, wenn sie gleichzeitig durch die Zunahme
des Produktionsertrags mehr gewinnen, als sie durch die ungünstigere Ge-
staltung des Teilungsmodus verlieren.10) Die Sache liegt gerade so, wie
wenn ich die Wahl zwischen zwei Erbschaften habe, einer, der mir die
Hälfte des ganzen Vermögens zufallen soll, und einer, bei der ich nur ein
Zehntel der Erbmasse erhalten soll. Ich werde trohdem die letztere Erbschaft
vorziehen, wenn bei ihr das Gesamtvermögen in bestimmtlem Maße höher
sich stellt als bei der ersten. Ähnlich liegen die Dinge bei der Kapitalanlage
im Auslande. Allerdings wirkt das Streben des Kapitals, in wachsendem
Maße außerhalb der Landesgrenzen Anlage zu suchen, auf die Hochhaltung
des Zinthes im Inlande hin. Allein der höhere Zins, der bei ausländischen
Unternehmungen erzielt wird, ist doch wesentlich nur die Folge davon oder
der Ausdruck dafür, daß durch die Kapitalanlage im Auslande Produktions-
gelegenheiten von größerer Ergiebigkeit erschlossen werden als sie im In-
lande zur Verfügung stehen. Indem das europäische Kapital dazu hilft, die
überseeischen Länder zu erschließen und ihre produktiven Kräfte zu ent-
wickeln, insbesondere durch den Bau von Eisenbahnen, Straßen, Hafen-
anlagen und dergleichen, trägt es dazu bei, die Produktivität der Arbeit
auch im eigenen Lande zu steigern. Die das Kapital gebenden europäischen
und die es aufnehmenden überseeischen Länder gehören nicht getrennten
wirtschaftlichen Welten an, sondern sie bilden eine wirtschaftliche Einheit.
Was die Entwicklung des einen Teils fördert, muß auch der des anderen
zugute kommen. „Europa und an seinem Teile auch Deutschland wird“, wie
Rob bert us das Verhältnis zwischen beiden Teilen schon vor mehr
als einem Menschenalter richtig gekennzeichnet hat, „ließ die kapitalver-
leihende Stadt, Amerika und Australien das kapitalbedürfende Land“.

Die Kapitalanlage im Auslande ist also eine Begleiterscheinung unserer
ganzen weltwirtschaftlichen Entwicklung und von dieser unzertrennlich. Jedes
Volk, das in der Weltwirtschaft eine führende Rolle spielen will, muß auch
bereit sein, von seinem Kapital an das Ausland abzugeben und der Gläubiger
anderer Nationen zu werden. Darum muß auch unser Vaterland darauf
Wert legen, sich an der wirtschaftlichen Erschließung anderer Länder durch
Hingabe von Kapital zu beteiligen. Wollte sich Deutschland nach dem Kriege,
wie das manche träumen, in wirtschaftlicher Hinsicht wie eine Schnecke in
ihr Haus zurückziehen, so würden wir damit nur unseren Feinden zu Ges-
fallen handeln. Gerade darum führen wir ja diesen Riesenkampf, daß uns
unser Anteil an der wirtschaftlichen und kulturellen Erschließung der Erde
nicht ungebührlich verkürzt werde. Zu dieser Erschließung gehört aber unbe-
dingt auch die Hergabe von Kapital an fremde Völker in gewissem Um-
fange. Der Krieg wird daher die Entwicklung der Kapitalanlage im Aus-
lande nicht etwa zum Stillstand bringen, er wird nur zu einer vorsichtigeren
Auswahl der Länder, denen man Kapital leihen, nötigen, und er wird außer-
dem der Kapitalexport wohl in der nächsten Zeit durch die Einwirkungen,
die vor dem Krieg auf die europäischen Kapitalmärkte ausgehen werden,
in seinem Tempo etwas verlangsamten. Damit kommen wir zu der Frage
nach dem unmittelbaren Einfluß des Krieges auf den Stand des Zinsfußes.

III.

Der Krieg hat auf dem Kapitalmarkte aller beteiligten und teilweise
auch der neutralen Länder bereits eine förmliche Revolution bewirkt. Die
hinaus. Und dabei ist es unsicher, ob die Gesamtsumme der Ersparnisse im Kriege überhaupt ebenso hoch veranschlagt werden darf wie in Friedenszeiten.\textsuperscript{21)}

hierüber wissen, hat sich die direkte Beteiligung des Auslandes an den 
Zeichnungen auf die Kriegsanleihen in sehr engen Grenzen gehalten, und 
abgesehen von der englisch-französischen Zwei-Milliarden-Anleihe der letzten 
Wocher in Nordamerika ist es ja den kriegführenden Mächten auch nicht ge-
lungen, größere Anleihen im Auslande aufzunehmen. Nur kleinere Beträge, 
die vor allem der Beeinflussung der Wechselkurse dienen sollten, sind ihnen 
bewilligt worden. Allein es gibt auch einen indirekten Weg zur Heran-
ziehung des Auslandes bei der Deckung des Kriegsbedarfs. Dieser Weg 
besteht einfach darin, daß Angehörige der kriegführenden Länder ihren 
Beitrag ausländischen Wertpapieren nach dem Heimatlande derselben oder 
och nach anderen neutralen Ländern verkaufen und den Erlös dafür dann 
in inländischer Kriegsanleihe anlegen. Dieser Weg ist sowohl in Großbritan-
nien als in Deutschland in großem Umfange beschritten worden. Namentlich 
amerikanische Wertpapiere haben aus beiden Ländern in großen Beträgen 
die Rückwanderung in ihr Heimatland angetreten. Eine angesehene ameri-
canische Finanzzeitschrift schätzte schon im Juni den Rückfluß an Effekten 
aus Europa seit Kriegsbeginn auf 1600 bis 2000 Millionen Mark.23) Aus 
Deutschland sind außerdem nach der Schweiz, nach Holland und nach Skan-
dinavien große Beträge von amerikanischen, russischen und anderen frem-
den Wertpapieren abgestoßen und dadurch Mittel zur Zeichnung auf die 
deutschen Kriegsanleihen gewonnen worden.

Um dieses Ziel mit Sicherheit zu erreichen, um für die einheimische 
Volkswirtschaft einen zwingenden Anreiz zu schaffen, dem Staate zur 
Deckung seines Kriegsbedarfs nicht nur den Gesamtbetrag der neuen Spar-
kapitalien, sondern noch weit mehr zur Verfügung zu stellen, mußte aber 
von den kriegführenden Staaten ein entsprechend hoher Zinsfuß gewählt 
werden, ein Zinsfuß insbesondere auch hoch genug, um einen Anstoß zum 
Verkauf ausländischer Wertpapiere zu geben. Deutschland hat im Hinblick 
hierauf von Anfang an den 5-prozentigen Tnpus gewählt, tatsächlich stellte 
sich die Verzinsung der ersten deutschen Kriegsanleihe sogar auf fast 51/4%. 
England stattete seine erste Kriegsanleihe noch mit einem Zinsfuß von nur 
3½ aus, allein es mußte bald erkennen, daß es damit die Lage des Ka-
pitalmarktes nicht richtig beurteilt hatte. Während die deutschen Kriegs-
anleihen sich beständig über ihren Emissionskursen von 97,50 bezw. 98,50 
gehalten haben, sank die erste englische Kriegsanleihe bald unter ihren 
Emissionskurs von 95. Die englische Regierung legte deshalb die zweite 
Kriegsanleihe gleich zu einem Zinsfuß von nominell 4½ auf, tatsächlich 
sogar noch etwas höher, und sie gab weiter die Möglichkeit, mit Zeichnungen
auf die zweite Kriegsanleihe eine Herauskonvertierung der älteren englischen Anleihen zu verbinden. Auch das reiche Rentnerland Frankreich, das bisher eine wirklich große Kriegsanleihe aufzunehmen überhaupt noch nicht die Kraft bejeßen hat, mußte für die von ihm seit April auf den Markt gebrachten Obligationen der nationalen Verteidigung gleich einen Zinsfuß von 5% wählen. Österreich legte der etwas geringeren Stärke seiner Kapitalkraft entsprechend seinen Kriegsanleihen von Anfang an einen Zinsfuß von 51/2% zu Grunde. Rußland versuchte zuerst mit einem Zinsfuß von 5% auszukommen, mußte sich aber bei der zweiten Anleihe ebenfalls zu 51/2% verstecken.24)


Wie der Wertpapiermarkt so ist auch der Hypothekenmarkt durch den Zinsfuß, der für die Kriegsanleihen gewählt worden mußte, stark in Mit-leidenschaft gezogen worden. Besondere Bedeutung beisitzt das für Deutschland, bei uns spielt ja der Hypothekarkredit eine außerordentlich wichtige Rolle. Bei zahlreichen Hypothekendarlehen, die während des Krieges abließen, konnten die Schuldner die Forderung der Rückzahlung nur dadurch vermeiden, daß sie sich zur Zahlung eines erheblich höheren Zinsfußes bereit erklärt.25) Dadurch entstand in den Kreisen der deutschen Grundbesitzer, namentlich der städtischen, eine weitgehende Beunruhigung. Durch ein Abkommen zwischen den Verbänden, welche die Interessen der Grundbesitzer vertreten, und einer Anzahl der am Hypothekenmarkt hauptsächlich beteiligten Institute (Hypothekenbanken und Lebensversicherungsanstalten) ist es indessen gelungen, den Grundbesitzern die Sicherheit zu verschaffen, daß sie auf Verlängerung ihrer ersten Hypotheken bis auf drei Monate nach Friedensschluß zu einem 43/4% nicht übersteigenden Zinsfuß rechnen können.26)
Manche Schuldner scheinen es aber doch vorzuziehen, lieber gleich zu einer endgültigen Regelung ihres Schulverhältnisses zu gelangen. Und in der Tat vermag ja niemand jeht zu sagen, zu welchen Bedingungen drei Monate nach Friedensschluß hypothekarische Darlehen für längere Fristen zu erhalten sein werden.

IV.


Hierzu tritt der Kapitalbedarf, den die Wiederherstellung der durch den Krieg zerstörten Werte erfordert. Die Kapitalerstürungen, die der Weltkrieg bewirkt hat, sind aber ebenso ungeheuerlich wie die Dimensionen der Schlachtsfelder. Wir selbst sind in dieser Beziehung trotz der großen Ver-
luft in Ostpreußen dank der Tapferkeit unserer Heere, die den Krieg überall in Seindesland getragen haben, immer noch mit am besten daran. Schlimmer steht es schon in Österreich-Ungarn, wo die vernichteten Werte in Galizien in die Milliarden gehen, am schlimmsten in Frankreich und Rußland, wo man wohl Dutzende von Milliarden brauchen wird, um das wieder aufzubauen, was der Krieg zerstört hat.


Aber auch diese Verminderung des Kapitalbedarfs für Produktionswexe wird nichts daran ändern können, daß wir nach dem Kriege längere Zeit mit einem anhaltend hohen Stande des Zinsfußes zu rechnen haben wer-

wunden hingestellt wurden. Diese Lehren waren aber in ihrem Kern durchaus richtig und nur ein oberflächliches nationalökonomisches Denken konnte ihre Wahrheit verkennen.28) Der Krieg, der große Lehrmeister nicht nur der Technik, sondern auch der Moral, hat die alten nationalökonomischen Lehren über den Luxus29) und das Sparen wieder in die ihnen gebührende Stelle eingekehlt. Der Krieg hat uns zunächst gelehrt, daß Sparen und eine möglichst einfache Lebensweise um des Vaterlandes willen zur Pflicht werden können, weil sie unentbehrlich sind um die gewaltigen Summen aufzubringen, die der Staat zur Kriegsführung braucht.

Unsere Erkenntnis muß sich aber dahin erweitern, daß das Sparen nicht nur eine nationale, sondern zugleich eine soziale Notwendigkeit ist, und daß es darum gilt, die einfachen Lebensgewohnheiten, die wir unter dem Drucke des Krieges angenommen haben, auch nachher im Frieden beizubehalten. Wenn wir alle von diesem Grundsätze uns leiten lassen, wenn wir von den bescheideneren, dabei aber innerlich oft vornehmeren Lebensformen der Generation vor hundert Jahren zu lernen uns bemühen, dann wird unser Vaterland am besten über die wirtschaftlich schädlichen Folgen des Krieges hinwegkommen und am schnellsten die wirtschaftliche Kraft wiedererlangen, die es vor dem Kriege besessen hat. Die wirtschaftlich stärkste Nation ist nicht diejenige, die an sich, etwa infolge der Gunst der natürlichen Produktionsbedingungen, das höchste Einkommen auf den Kopf der Bevölkerung bezieht, sondern die, welche von ihrem Einkommen den größeren Bruchteil zu sparen die moralische Kraft besitzt. Wirtschaftliche Stärke ist hier gleichbedeutend mit moralischer Kraft. Möge unser Vaterland auch auf diesem Gebiete siegreich aus dem Wettkampfe der Nationen hervorgehen!
Anmerkungen.


6) Auf diesem Standpunkt steht z. B. noch Homburger in der schon angeführten, i. J. 1905 erschienenen Schrift.

7) Aus der umfangreichen Literatur über den Kursstand der Staatsanleihen,
die damals entstanden ist, sei hier nur das Werk von Hugo Heymann, Die deutschen Anleihen, Berlin 1900, angeführt.


I. Bei der deutschen Grundkreditbank in Gotha betragen die hypothetischen Beleihungen:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Jahr</th>
<th>Stück</th>
<th>Gesamtbetrag</th>
<th>Durchschnittszinssatz</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1894</td>
<td>137</td>
<td>14 310 500 M</td>
<td>4,244%</td>
</tr>
<tr>
<td>1895</td>
<td>199</td>
<td>19 243 100</td>
<td>3,944</td>
</tr>
<tr>
<td>1896</td>
<td>90</td>
<td>7 341 000</td>
<td>3,99</td>
</tr>
<tr>
<td>1897</td>
<td>52</td>
<td>5 946 000</td>
<td>4,026</td>
</tr>
<tr>
<td>1898</td>
<td>23</td>
<td>2 398 624</td>
<td>4,16</td>
</tr>
<tr>
<td>1899</td>
<td>122</td>
<td>19 605 400</td>
<td>4,33</td>
</tr>
<tr>
<td>1900</td>
<td>95</td>
<td>7 311 800</td>
<td>4,45</td>
</tr>
<tr>
<td>1901</td>
<td>71</td>
<td>8 655 500</td>
<td>4,46</td>
</tr>
<tr>
<td>1902</td>
<td>191</td>
<td>22 647 600</td>
<td>4,28</td>
</tr>
<tr>
<td>1903</td>
<td>321</td>
<td>41 016 700</td>
<td>4,26</td>
</tr>
<tr>
<td>1904</td>
<td>291</td>
<td>36 698 000</td>
<td>4,31</td>
</tr>
<tr>
<td>1905</td>
<td>422</td>
<td>61 326 500</td>
<td>4,26</td>
</tr>
<tr>
<td>1906</td>
<td>171</td>
<td>34 489 400</td>
<td>4,33</td>
</tr>
<tr>
<td>1907</td>
<td>37</td>
<td>11 465 000</td>
<td>4,44</td>
</tr>
<tr>
<td>1908</td>
<td>49</td>
<td>20 207 500</td>
<td>4,744</td>
</tr>
<tr>
<td>1909</td>
<td>165</td>
<td>34 883 000</td>
<td>4,837</td>
</tr>
<tr>
<td>1910</td>
<td>94</td>
<td>47 611 000</td>
<td>4,421</td>
</tr>
<tr>
<td>1911</td>
<td>58</td>
<td>32 220 000</td>
<td>4,436</td>
</tr>
<tr>
<td>1912</td>
<td>34</td>
<td>14 916 000</td>
<td>4,488</td>
</tr>
<tr>
<td>1913</td>
<td>13</td>
<td>11 012 000</td>
<td>4,58</td>
</tr>
<tr>
<td>1914</td>
<td>19</td>
<td>9 918 000</td>
<td>4,56</td>
</tr>
</tbody>
</table>
II. Bei der Hypothekenbank in Hamburg stellte sich der durchschnittliche Zinssatz der neu erteilten hypothetischen Darlehen:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Jahr</th>
<th>%</th>
<th>Jahr</th>
<th>%</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1894</td>
<td>4,125</td>
<td>1905</td>
<td>4,125</td>
</tr>
<tr>
<td>1895</td>
<td>3,87</td>
<td>1906</td>
<td>4,333</td>
</tr>
<tr>
<td>1896</td>
<td>3,93</td>
<td>1907</td>
<td>4,49</td>
</tr>
<tr>
<td>1897</td>
<td>3,875</td>
<td>1908</td>
<td>4,48</td>
</tr>
<tr>
<td>1898</td>
<td>4,01</td>
<td>1909</td>
<td>4,25</td>
</tr>
<tr>
<td>1899</td>
<td>4,32</td>
<td>1910</td>
<td>4,25</td>
</tr>
<tr>
<td>1900</td>
<td>4,43</td>
<td>1911</td>
<td>4,333</td>
</tr>
<tr>
<td>1901</td>
<td>4,42</td>
<td>1912</td>
<td>4,50</td>
</tr>
<tr>
<td>1902</td>
<td>4,125</td>
<td>1913</td>
<td>4,50–4,75</td>
</tr>
<tr>
<td>1903</td>
<td>4,125</td>
<td>1914</td>
<td>4,625</td>
</tr>
<tr>
<td>1904</td>
<td>4,125</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

III. Bei den Darlehen der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank in München stellte sich der Realhypotheken-Zinssatz, wenn das Darlehen a) auf Grund 4 prozentiger b) 3 1/2 prozentiger Pfandbriefe gewährt wurde:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Jahr</th>
<th>a)</th>
<th>b)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1894</td>
<td>4,05%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1895</td>
<td>4,00–3,94%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1896</td>
<td>4,00–3,99%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1897</td>
<td>4,00–3,99%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1898</td>
<td>4,06%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1899</td>
<td>4,16%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1900</td>
<td>4,50–4,49%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1901</td>
<td>4,50–4,45%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1902</td>
<td>4,50–4,34%</td>
<td>4,09%</td>
</tr>
<tr>
<td>1903</td>
<td></td>
<td>4,03%</td>
</tr>
<tr>
<td>1904</td>
<td></td>
<td>4,05%</td>
</tr>
<tr>
<td>1905</td>
<td>4,04%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1906</td>
<td>4,10%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1907</td>
<td>4,50–4,47%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1908</td>
<td>4,50%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1909</td>
<td>4,50–4,19%</td>
<td>4,22%</td>
</tr>
<tr>
<td>1910</td>
<td>4,50–4,33%</td>
<td>4,28%</td>
</tr>
<tr>
<td>1911</td>
<td>4,50–4,35%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1912</td>
<td>4,51–4,38%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1913</td>
<td>4,59–4,46%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1914</td>
<td>4,63%</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Die Entwicklung, die in diesen Jahren zu Tage tritt, stellte die Hypothekenbanken vor die Frage des Überganges zum 4 1/2 prozentigen Pfandbrieftypus, und in der Tat haben einige von ihnen in den Jahren seit 1911 diese Konsequenz
aus der Entwicklung des Zinsfußes gezogen, so namentlich die Berliner Hypothekenbank und die Deutsche Hypothekenbank in Berlin. Aber auch öffentlich rechtliche Bodenkreditanstalten wie die Landeskreditbank in Cassel und die Nassauische Landesbank in Wiesbaden sind in letzten Jahren zum 4 1/2 prozentigen Pfandbrieftypus übergegangen.

Weiteres Material, aus dem das andauernde Höhergehen des Hypotheken-
zinsfußes zu ersehen ist, ist in den Geschäftsberichten des Kaiserschen Aufsichts-
amtes für Privatversicherung zu finden, in denen regelmäßig auch über den Zins-
fuß bei den hypothekarischen Anlagen der Versicherungsanstalten berichtet wird.

9) Genauere Angaben darüber, wie sich seit 1890 die Ausgaben für Rüstungs-
zwecke bei den Grobmächten erhöht haben, in der Schrift von W. A. h. Z., Kriegs-
weisen und Volkswirtschaft während der letzten 30 Jahre.

10) Der Situationsbericht im ersten Morgenblatt der Frankfurter Zeitung vom 20. Juli 1912 über Geldmarkt und Börse in London bemerkt ganz in Überein-
stimmung hiermit: „Daß natürlich die von der liberalen Partei auferlegten hohen
Erbschaftsteuern und die hohe Income-tax die Kapitalbildung erschweren und damit
die Nachfrage nach hypothekarischen Papieren beträchtlich reduziert wird, ist unleugbar."

13) Über die Anfänge des Kapitalexports aus Deutschland vergl. besonders
die schon genannte Schrift von Brockage.

14) Eine Zusammenstellung und kritische Nachprüfung der Schätzungen, die
für die einzelnen Länder über die Höhe des von ihnen im Auslande angelegten
Kapitals vorliegen, bietet P. Arndt in der Aufsatzerie „Neue Beiträge zur

16) Daß tatsächlich die Arbeiter der europäischen Industrieländer durch
die Hochhaltung des Zinsfußes, die der Kapitalexport bewirkt hat, in ihren
Einkommenverhältnissen nicht geschädigt worden sind, kann natürlich nur eine
nähere Untersuchung der Ursachen zeigen, auf welche das starke Ansteigen der
Produktivität der Arbeit und damit auch der Löhne im letzten Jahrhundert
zurückzuführen ist. Viele suchen die Ursache dieser Entwicklung in dem technischen
Fortschritten auf industriellen Gebiete, in Übereinstimmung mit Dieckel sche ich
aber die Hauptursache des allgemeinen Ansteigens der Löhne in der durch die
modernen Verkehrsmittel ermöglichten Erweiterung der überseitischen Ackerbaugebiete.
Das ist derjenige Faktor, der am meisten dazu beigetragen hat, die Kraft
der Löhne in neuerer Zeit zu erhöhen. Diese Entwicklung steht aber im engsten
Zusammenhang mit der Anlage westeuropäischen Kapitals im Auslande. Ohne
die Hergabe europäischen Kapitals hätte der Bahnbau in Amerika und damit die Entwicklung der dortigen Getreideproduktion nicht entfernt in dem Tempo vor sich gehen können, wie sie sich tatsächlich vollzogen hat.


<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Wohnhäuser</td>
<td>31,9</td>
<td>63,9</td>
<td>59,1</td>
<td>51,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Fabrikgebäude u. Werksstätten</td>
<td>+ 8,6</td>
<td>- 4,9</td>
<td>- 7,5</td>
<td>+ 119,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Geschäftshäuser</td>
<td>- 35,7</td>
<td>- 40,3</td>
<td>- 67,6</td>
<td>- 11,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Kirchen, Schulen und andere öffentliche Gebäude</td>
<td>- 44,2</td>
<td>- 44,7</td>
<td>- 66,8</td>
<td>- 73,9</td>
</tr>
<tr>
<td>Sonstige Gebäude</td>
<td>- 40,1</td>
<td>- 37,5</td>
<td>- 42,6</td>
<td>- 13,5</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>- 30,7</td>
<td>- 44,8</td>
<td>- 51,0</td>
<td>- 22,1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

18) Der Rückgang des Kapitalbedarfs für neue Produktionsanlagen während des Krieges erhebt vor allem aus der Entwicklung der Emissionstätigkeit. Die industriellen Werte spielen in den Emisionen seit dem Ausbruch des Krieges nur noch eine unbedeutende Rolle. In Großbritannien ist man ja sogar nach einigen Monaten so weit gegangen, den Kapitalmarkt für andere Emisionen als die

Auch in Deutschland drückt sich die Wirkung des Krieges in einer sehr erheblichen Verminderung des Kapitalbedarfs für Neugründungen und Kapitalerhöhungen aus. Nach der Statistik in der von Alfred Lansburgh herausgegebenen „Baut“ nahmen in Anspruch (in Millionen Mark):

<table>
<thead>
<tr>
<th>Gründungen</th>
<th>Kapitalerhöhungen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>im 1. Semester 1913</td>
<td>291,8</td>
</tr>
<tr>
<td>im 1. „ 1914</td>
<td>303,8</td>
</tr>
<tr>
<td>im 2. Semester 1913</td>
<td>314,9</td>
</tr>
<tr>
<td>im 2. „ 1914</td>
<td>217,2</td>
</tr>
<tr>
<td>im 1. Semester 1914</td>
<td>303,8</td>
</tr>
<tr>
<td>im 1. „ 1915</td>
<td>93,3</td>
</tr>
</tbody>
</table>


Erst seit den allerletzten Monaten scheint sich unter dem Einfluß des gewaltigen Goldstromes, der sich von Europa nach Amerika insowege der gewaltigen Zunahme der Aktivität der nordamerikanischen Handelsbilanz ergießt, das Geschäft an der Börse so auch die Gründungstätigkeit wieder beleben zu wollen.


Das Geld im Kriege und Deutschlands finanzielle Rüstung, sowie die im „Plutus“, in der „Baut“ und anderen Fachzeitungen erschienenen Artikel über Kriegskosten.

20) Über die Höhe des Volksseinkommens und die Summen der jährlichen

21) J. Wolf nimmt in seinen interessanten Berechnungen über "Deutschlands Kapitalkraft im Kriege" (Kreuzzeitung, 1915, Nr. 82 und 85; auszugsweise abgedruckt in der "Zeitschrift für Sozialwissenschaft", Jahrg. 1915, S. 194 ff.) in der Tat an, daß die Spargärtigkeit im Kriege sich annähernd auf derselben Höhe hält wie in Friedenszeiten, weil dem Kapitalmarkt als Ertrag für das, was infolge verminderter Einnahmen zunächst weniger geplant wird, in den Gewinnen der Kriegsleisteranten, den hohen Rauschzahlen, die der Staat für requirierte Pferde, Automobile und dergl. an die bisherigen Besitzer zahlt, erhebliche außerordentliche Beiträge zuführen, die in Friedenszeiten fehlen.


23) Die Bank, Nr. 8. (August 1915), S. 772.

24) Über die Bedingungen der Kriegsanleihen der verschiedenen Staaten vgl. den Artikel von Jacob in Nr. 1 des Bankarchivs, XV. Jahrgang.


27) Vgl. den im Statistischen Amt der Stadt Köln ausgestellten Bericht über die Bautätigkeit in deutschen Städten während des Jahres 1914 (Anlage zum Bericht über die Bautätigkeit in Köln).


29) Über die Frage, was eigentlich als Luxus anzusehen ist, vgl. die treffenden, die Erörterung dieser alten Streitfrage von vielsach ganz neuen Gesichtspunkten aus aufnehmenden Ausführungen von Adolf Mayer in der Zeitschrift für Sozialwissenschaft, Neue Folge, II. Jahrg. (1911) S. 226 ff.