

# Frankfurter Universitätsreden 1915

---

## III

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

Rede bei der Feier des Rektoratswechsels der Universität  
Frankfurt a. M. am 26. Oktober 1915

von

Dr. Ludwig Pohle

o. ö. Professor der Staatswissenschaften

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

Wenn ich, altem akademischen Brauche folgend, beim Antritt des Amtes, auf das mich das Vertrauen meiner Kollegen berufen hat, ein Thema aus meinem Wissensgebiet behandle, so will ich Ihnen nicht zumuten, Ihre Gedanken auf einen Gegenstand einzustellen, der ganz des Zusammenhangs mit dem gewaltigen Ereignis entbehrt, das jetzt schon seit mehr als Jahresfrist unser ganzes Denken und Sinnen gefangen hält. Als Nationalökonom habe ich freilich nur das Recht, die nüchterne wirtschaftliche Seite des großen Weltgeschehens zu betrachten. Aber auch sie bietet des Lehrreichen genug. Die volkswirtschaftliche Literatur ist schon außerordentlich reich, fast überreich, an Schilderungen der Umwandlung der Friedenswirtschaft in die Kriegswirtschaft. Vielleicht ist es jetzt aber an der Zeit, so hoffen wir wenigstens alle im Stillen, langsam mit der Erörterung der Frage zu beginnen, wie sich die Wiederumwandlung der Kriegswirtschaft in die Friedenswirtschaft vollziehen wird. Die Lösung dieser Aufgabe ist von manchen bereits für viel schwieriger erklärt worden als §. 3. die Anpassung des Wirtschaftslebens an den Kriegszustand. Ob das nun wirklich der Fall sein wird und wie sich überhaupt die Lage der deutschen Volkswirtschaft nach dem Kriege gestalten wird, das wird von sehr verschiedenen Bedingungen abhängen, deren Gestaltung sich heute noch gar nicht übersehen läßt, insbesondere von den handelspolitischen Abmachungen mit unseren Verbündeten sowohl wie auch mit dem feindlichen Auslande. Ich möchte heute nur auf eine Bedingung eingehen, deren Gestaltung nach dem Kriege sich jetzt schon einigermaßen beurteilen läßt und die zugleich in unserer Wirtschaftsordnung, die man mit Vorliebe die kapitalistische nennt, für den Gang des Wirtschaftslebens von entscheidender Bedeutung ist. Das ist die Höhe des Zinsfußes. Wie hat der Weltkrieg bisher auf den Stand des Zinsfußes eingewirkt und wie wird sich voraussichtlich die Lage des Kapitalmarktes nach dem Friedensschlusse gestalten? Um aber diese Frage beantworten zu können, müssen wir vor allem die Kräfte untersuchen, welche vor dem Krieg die Bewegung des Zinsfußes beherrscht haben. Sonst laufen wir Gefahr, Entwicklungen ganz auf das Konto des Krieges zu setzen, die zum großen Teil sicher auch ohne den Krieg eingetreten sein würden.

## I.

Als maßgebend für die Bewegung des Zinsfußes fassen wir dabei den Zins für langfristige Kapitalanlagen, den Hypothekenzins und den Zinsfuß für Wertpapiere, ins Auge. Man hat diese nicht übel als den kleinen Zeiger an der Uhr des Kapitalmarktes bezeichnet, die leichter beweglichen und stärker auf und ab schwankenden Zinssätze des Geldmarktes dagegen als den großen Zeiger dieser Uhr. Alle Arten des Zinsfußes befinden sich nun heute in einer ständigen Wellenbewegung, einem fortwährenden Wechsel zwischen Jahren des Ansteigens und Jahren des Sinkens. So wichtig diese periodischen Schwankungen des Zinsfußes auch sind — durch ihre Rückwirkung auf die industrielle Unternehmungslust wird dem modernen Wirtschaftsleben der ihm eigentümliche Rhythmus seiner Entwicklung verliehen, — so sind sie es doch nicht, denen hier unser Interesse gilt. Neben den periodischen Wellenbewegungen des Zinsfußes gehen länger dauernde Veränderungen des allgemeinen Zinsniveaus her. Die periodische Wellenbewegung bringt den Zinsfuß nicht einfach immer nur wieder an den Ausgangspunkt der Bewegung zurück, sondern bei schärferem Zusehen entdecken wir, daß sich oft auch das allgemeine Niveau verschiebt, von dem aus die regelmäßigen kleinen Wellenbewegungen vor sich gehen. Es zeigt manchmal Jahrzehnte hindurch eine unverkennbare Neigung, sich mehr der oberen Grenze zu nähern, die wir mit 5—6% annehmen können, bald wieder erweist es sich ebensolange von der Tendenz beherrscht, sich der unteren Grenze des Zinsfußes anzunähern, für die nach den bisherigen Erfahrungen für diese Art der Kapitalanlage der Satz von 2 $\frac{1}{2}$ —3% anzusehen ist.<sup>1)</sup>

Änderungen des allgemeinen Zinsniveaus in diesem Sinne haben Deutschland und ebenso die übrigen Länder Europas im Laufe des letzten Jahrhunderts mehrfach durchzumachen gehabt.<sup>2)</sup> Aus dem Zeitalter der Napoleonischen Kriege gingen die Länder Europas zunächst mit einem außerordentlich hohen Zinsfuße hervor. 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 furchtbar 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  $3\frac{1}{2}\%$ .

In der Mitte der vierziger Jahre erreicht diese rückläufige Bewegung ihr Ende, der Zinsfuß geht wieder in die Höhe, und diese Bewegung nach oben hält, wenn natürlich auch unter Schwankungen, bis zum Anfang der siebziger Jahre an. Ihr schließliches Resultat besteht darin, daß der Zinsfuß für erststellige Hypotheken, der Anfang der vierziger Jahre sich um  $3\frac{1}{2}$ —4% bewegt hatte, 1870 in Deutschland allgemein wieder 5% beträgt. Die Ursachen hierfür liegen auf verschiedenen Gebieten. Einmal ist diese Periode politisch bewegter als die vorhergehende. Neben der revolutionären Bewegung von 1848 bringt sie eine Reihe von kriegerischen Auseinandersetzungen in Europa sowohl wie in Nordamerika. Dadurch wurde der Kapitalmarkt stark für wirtschaftlich unproduktive Zwecke in Anspruch genommen. Noch viel stärkere Ansprüche stellte aber in dieser Periode an ihn die wirtschaftliche Entwicklung.

Die Zeit nach 1848 ist für die Staaten des Festlandes die Periode der großen wirtschaftlichen Umwälzung, die in England schon wesentlich früher eingesetzt hatte. In Deutschland speziell setzt nach 1848 ein geradezu stürmischer wirtschaftlicher Fortschritt ein. Es ist, wie man treffend gesagt hat, wie wenn die durch die Ereignisse der Jahre 1848/49 an der weiteren politischen Betätigung gehinderten Kräfte sich nun mit voller Wucht auf das Wirtschaftsleben geworfen hätten. Neben der Ausbreitung des fabrikmäßigen Großbetriebs ist es vor allem der Eisenbahnbau, der gewaltige Kapitalbeträge verschlingt. Die Zeit von 1845 bis 1871 ist die Zeit, in der das deutsche Eisenbahnnetz in seinen Grundzügen, wie sie schon Friedrich List in seinen weitausschauenden Plänen richtig vorgezeichnet hatte, ausgebaut wird. 1845 beträgt die Länge der deutschen Eisenbahnlinien erst 2300 Kilometer, 1871 dagegen über 20 000 Kilometer. Der große Kapitalbedarf, der damit gegeben war, mußte, zumal bei den günstigen Ertragsverhältnissen der zuerst ausgebauten Linien, notwendig den Zinsfuß in die Höhe treiben. Dadurch wurden die Kreditverhältnisse des Grundbesitzes empfindlich gestört. In großem Umfang wurden der Landwirtschaft zwischen 1850 und 1870 Hypothekenkaptalien gekündigt, um sie in den besser rentierenden Eisenbahnwerten anzulegen.

Indessen änderte sich noch in der ersten Hälfte der siebziger Jahre das Bild wieder. Besonders nach 1873 machte die ansteigende Bewegung des Zinsfußes von neuem einer rückläufigen Platz, und diese hielt bis fast zum Ende des Jahrhunderts an.

Zunächst war es nur die schwere wirtschaftliche Depression in der Mitte der siebziger Jahre, welche die sinkende Tendenz des Zinsfußes hervorrief. Allein auch in den achtziger und in der ersten Hälfte der neunziger Jahre setzte sich die Bewegung weiter fort; selbst die dazwischen liegenden Zeiten der Hochkonjunktur vermochten an ihrer allgemeinen Richtung nichts zu ändern. Der andauernde Rückgang des Zinsfußes in diesen Jahrzehnten wird aufs deutlichste illustriert durch die großen Zinsfußherabsetzungen, zu deren erfolgreicher Durchführung er deutsche wie außerdeutsche Staaten befähigte. Großbritannien zwingt seine Gläubiger 1888, sich bis 1903 mit einer  $2\frac{3}{4}$  prozentigen Verzinsung der englischen Konsols und von da ab sogar nur mit  $2\frac{1}{2}$  % zufrieden zu geben, in Preußen fing man 1885 zaghaft mit der Konversion einer  $4\frac{1}{2}$  prozentigen konsolidierten Anleihe in eine 4 prozentige an und wandelte 1889/90 dann auch den größten Teil der vierprozentigen in  $3\frac{1}{2}$  prozentige Anleihen um. Diesem Beispiele folgten bald das Reich sowie andere Bundesstaaten. Im Ganzen sind in Deutschland 1896/97 für  $5\frac{2}{3}$  Milliarden Mark bisher 4 prozentige Anleihen in  $3\frac{1}{2}$  prozentige umgewandelt worden.<sup>3)</sup> Zugleich wählte man bei der Aufnahme neuer Anleihen immer häufiger den 3 prozentigen Typus, und der Lage des Kapitalmarktes entsprach dies in der Mitte der neunziger Jahre auch vollkommen. Die  $3\frac{1}{2}$  prozentigen preußischen Konsols hatten in den Jahren 1895/98 einen durchschnittlichen Kursstand von über 100 aufzuweisen, und auch die dreiprozentigen Anleihen des Reiches und Preußens notierten in diesen Jahren nahe an Pari.

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 niedrigen Stand des Zinsfußes einzurichten habe. Aus entgegengesetzten Lagern der nationalökonomischen Wissenschaft wurde um die Jahrhundertwende übereinstimmend 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  $1\frac{1}{2}$  bis 2 % angelangt sein werde.<sup>4)</sup> 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 Zinsfuße über. Im deutschen Reiche wirkte die Aufsichtsbehörde darauf hin, daß die Versicherungsgesellschaften wenigstens bei dem Neugeschäft nur noch mit einem Zinssatz von höchstens  $3\frac{1}{2}\%$  rechneten.<sup>5)</sup>

Selten sind wohl mit großer Bestimmtheit auftretende Prophezeiungen so rasch durch die Tatsachen widerlegt worden wie die Voraussetzungen vom Ende des vorigen Jahrhunderts über die künftige Entwicklung des Zinsfußes. Noch der Schluß des Jahrhunderts brachte in den Jahren 1899/1900 ein sehr beträchtliches Wiederanstiegen des Zinsfußes. Dadurch wurde indessen die herrschende Auffassung von der im ganzen sinkenden Tendenz des Zinsfußes noch nicht erschüttert. Man wollte darin nur eine durch die Hochkonjunktur der Jahre 1896 bis 1899 hervorgerufene vorübergehende Unterbrechung der allgemeinen rückläufigen Bewegung erblicken.<sup>6)</sup> Es bedurfte noch deutlicherer Anzeichen, bis man an der Richtigkeit der Lehre von der anhaltenden Neigung des Zinsfußes zu sinken irre wurde. Diese Anzeichen traten zuerst und am deutlichsten in der Bewegung der Kurse der Staatsanleihen zutage. Die meisten von ihnen schlugen sehr bald nach Beginn des neuen Jahrhunderts eine weichende Richtung ein und allmählig wurden die Rückgänge immer bedrohlicher. Der durchschnittliche Kurs der  $2\frac{1}{2}$  prozentigen englischen Konsols ging von 1903 bis 1913 von  $90\frac{3}{4}$  auf  $76\frac{2}{3}$  zurück; der der 3 prozentigen französischen Rente von 98,13 auf 87,08 und der der  $3\frac{1}{2}$  prozentigen deutschen Reichsanleihe von 102,30 auf 85,82. Anfänglich wollte man diese Erscheinung vielfach nur als einen auf dieses Teilgebiet des Kapitalmarktes beschränkten Vorgang betrachten. Man suchte den Kursrückgang aus Momenten zu erklären, die lediglich in den Angebots- und Nachfrageverhältnissen der einzelnen Papiere ihren Grund hatten. So fand man bei den deutschen Staatspapieren die Ursache der ungünstigen Kursentwicklung mit Vorliebe darin, daß diese Papiere sich nicht wie die englischen Konsols einer so regelmäßigen Nachfrage seitens der Sparkassen, Banken und Versicherungsgesellschaften zu erfreuen hatten, und man bemühte sich, ihnen durch Erlaß gesetzlicher Vorschriften einen größeren Markt in diesen Kreisen zu verschaffen.<sup>7)</sup> In der Tat mögen diese Momente bei der Kursentwicklung der deutschen Staatspapiere im Vergleich zu der der englischen und französischen eine gewisse Rolle spielen, bei genauerer Betrachtung zeigt sich aber, daß sie doch nur von sekundärer Bedeutung sein können und daß die scharfen Kursrückgänge der Staatsanleihen nur als Teilerscheinung eines viel allgemeineren Vorgangs, nämlich eben der neuen steigenden Bewegung des Zinsfußes, aufzufassen sind. Namentlich als auch in den Depressions-

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

Woran liegt es nun, daß die Erwartungen auf ein fortschreitendes 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 künftigen anhaltend rückgängigen 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 Kapitalnachfrage 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 Wohnungen und für die Erweiterung der Produktionsanlagen. Diese regelmäßige Hauptquelle des Kapitalbedarfs hat in der hier in Betracht kommenden Zeit in Deutschland und den meisten anderen europäischen Ländern, die einzige bemerkenswerte Ausnahme bildet Frankreich, aber noch nicht langsamer zu fließen begonnen. Zwar beginnt in dieser Periode der allgemeine 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 infolgedessen 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 1½% 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 stark, ich erinnere nur an das Eindringen der Elektrizität in die verschiedensten Gebiete des Wirtschaftslebens, das in die Zeit nach 1890 fällt. Ferner aber ist seit dem letzten Jahrzehnte des 19. Jahrhunderts der Kapitalmarkt auch wieder viel stärker für die Bedürfnisse militärischer Rüstungen in Anspruch genommen worden. Die siebziger und achtziger Jahre waren politisch noch ziemlich ruhige Zeiten, bald nach 1890 beginnt aber das allgemeine Wettüften 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 Dreibund nur auf 45 Milliarden Mark.<sup>9)</sup>

Mit dem raschen Anschwellen des Kapitalbedarfs, das aus diesen Umständen entsprang, vermochte die Vermehrung des Kapitalangebots nicht gleichen Schritt zu halten. Durch die schärfere Ausbildung der Besitzbesteuerung, welche die Steuergesetzgebung in verschiedenen Ländern vornahm, wurde sogar eher auf eine Verminderung des Kapitalangebots hingewirkt. Hohe Besitz- und stark progressive Einkommensteuern haben ja immer die Wirkung, die Kapitalansammlung einzuschränken, im Gegensatz zu Konsumsteuern, die zu einer Einschränkung des Verbrauchs zwingen. Insbesondere die britische Erbschaftsbesteuerung ist seit den Reformen von 1894 bis 1914 auf eine Höhe gebracht worden, die notwendig auf den Umfang der Kapitalbildung in England zurückwirken muß. Sie steigt bei großen Nachlässen bis zu 10, 15 und 20 Prozent, infolgedessen kann sie in vielen Fällen nicht mehr aus dem Ertrage des Vermögens entrichtet, sondern der Vermögensstamm selbst muß angegriffen werden. Eine solche Besteuerung vermindert notwendig die Höhe der Summen, die für die Vermehrung des Kapitals der Volkswirtschaft zur Verfügung stehen. Ein Teil der neugebildeten Ersparnisse wird nun dazu gebraucht, die Vermögensbestandteile aufzunehmen, die von ihren bisherigen Besitzern verkauft werden müssen. Diese Verhältnisse haben zweifellos bei dem Steigen des Zinsfußes in England, wie er in dem Kursrückgang der Konsols zum Ausdruck kommt, eine gewisse Rolle gespielt.<sup>10)</sup>

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 letzten 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

Jahrzehnten erlangt hat und wegen der verschiedenen Beurteilung, die ihm zuteil wird, eine etwas nähere Betrachtung. Ich meine damit die wachsende Neigung des Kapitals der alten Kulturländer Europas, in den wirtschaftlich noch wenig entwickelten osteuropäischen Ländern sowie in den überseeischen Gebieten Anlage zu suchen.

## II.

Das Abwandern des europäischen Kapitals nach dem Auslande hat freilich nicht erst in der allerletzten Zeit begonnen. Die Anfänge dieser Wanderbewegung reichen teilweise schon ziemlich weit zurück. Ihr Umfang war indessen am Ende des 18. und zu Beginn des 19. Jahrhunderts noch so bescheiden, daß die Vertreter der klassischen englischen Nationalökonomie sie bei ihren volkswirtschaftlichen Untersuchungen mit gutem Gewissen außer Betracht lassen zu können glaubten. Sowohl Adam Smith als auch Ricardo halten es für erwiesen, daß das Kapital eine ausgesprochene Abneigung besitzt, außerhalb seines Heimatlandes Anlage zu suchen. Adam Smith sagt wörtlich: „Die Heimat ist der Mittelpunkt, wenn ich so sagen darf, den die Kapitalien der Einwohner fortwährend umkreisen und dem sie stets zustreben, wenn sie auch durch besondere Ursachen von demselben, zu Gunsten einer entfernteren Beschäftigung, zuweilen abgewendet und abgestoßen werden“. Und noch schärfer drückt Ricardo den gleichen Gedanken mit den Worten aus: „Die Erfahrung zeigt, daß die eingebildete oder wirkliche Unsicherheit des Kapitals, solange es nicht unter der unmittelbaren Aufsicht seines Eigentümers steht, in Verbindung mit der natürlichen Abneigung eines Menschen, das Land seiner Geburt und Verbindungen zu verlassen und sich mit allen seinen stehenden Gewohnheiten einer fremden Regierung und neuen Gesetzen anzuvertrauen, die Übersiedlung des Kapitals sehr erschweren. Diese Gefühle, welche geschwächt zu sehen mich betrüben würde, bestimmen die meisten Menschen von Vermögen, sich lieber mit einem niedrigeren Gewinnstfaze in ihrem Vaterlande zu begnügen, als eine gewinnreichere Anlage für ihr Vermögen bei fremden Völkern zu suchen“.

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,

auch Bergwerke, mit britischem Kapital begründet worden. Als dann die Länder des Kontinents selbst kapitalkräftiger wurden und das englische Kapital nicht mehr brauchten, da suchte dieses immer entferntere Gegenden der Erde auf, namentlich solche, die unter englischer Flagge standen, und heute gibt es kaum noch ein Gebiet der Erde, in dem nicht englisches Kapital tätig ist. Inzwischen war aber auch das Kapital anderer europäischer Länder von der Wanderbewegung ergriffen worden. Zunächst folgten Frankreich und Belgien dem Beispiele Englands, und bald griff auch das deutsche Kapital zum Wanderstabe. Insbesondere verdient bemerkt zu werden, daß schon vor der Wiederaufrichtung des Reichs deutsche Kapitalien in großen Beträgen nach Nordamerika geströmt sind, um dort in Eisenbahnwerten Anlage zu finden. Die lange Reihe amerikanischer Eisenbahnpapiere, die schon frühzeitig in den Kurszettel der Frankfurter Börse Aufnahme gefunden hatten, sind dafür ein deutlicher Beweis.<sup>13)</sup>

Allein das waren doch alles bescheidene 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 fast 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.<sup>14)</sup> Zur Hauptsache haben diese Summen ihre jetzige Höhe aber erst in den letzten drei Jahrzehnten erreicht.

Für Großbritannien und in noch viel stärkerem Maße für Frankreich gilt heute schon der Satz, daß von den jährlich neugebildeten Ersparnissen, die auf dem Kapitalmarkte Anlage suchen, der größte Teil oft nicht mehr im Inlande, sondern im Auslande Anlage findet. Der eigentliche wirtschaftliche Grund dieser Entwicklung ist aber der: um das europäische Kapital zur Anlage im Auslande geneigt zu machen, bedarf es nicht mehr wie zur Zeit von Smith und Ricardo abnorm hoher Gewinnsätze. Das europäische Kapital ist in großem Umfange schon bereit nach dem Auslande zu gehen, auch wenn es nicht eine extra hohe Vergütung dafür erhält, sondern nur einen Zinssatz, der nicht allzuviel über den im Heimatlande herrschenden sich

erhebt. Mit anderen Worten, die Risikoprämie, 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 konsolidiert, die Rechtsicherheit hat sich gehoben, das alles zusammen hat die Abneigung des Kapitals gegen die ausländische Anlage schwächer und schwächer werden lassen, bis schließlich von einer solchen 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.

Für den Zinsfuß in den Heimatländern des Kapitals mußte diese Entwicklung natürlich aber von der größten Bedeutung werden. Sie hat mit am meisten dazu beigetragen, der Bewegung des Zinsfußes in den letzten Jahrzehnten wieder eine dauernd ansteigende Richtung zu geben. Namentlich für Länder mit nahezu stagnierender Bevölkerung wie Frankreich liegt es auf der Hand, daß der Zinsfuß seine jetzige Höhe nur mit Hilfe einer fortgesetzten Massenauswanderung des Kapitals behaupten kann.

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 Kapitalisten diene, aber die Entwicklung der nationalen Volkswirtschaft schädige. In England hat namentlich Bernhard Shaw dieser populären Abneigung 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 Beseitigung ungesunder Stadtteile zu benutzen und damit französische Kinder zu kräftigen Männern und Frauen zu erziehen.<sup>15)</sup>

Die wissenschaftliche Begründung, die der vulgären Verurteilung des Kapitalexports 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-

Schauung ist es wohl zurückzuführen, daß auch diejenigen, welche an sich von dem Nutzen der Kapitalanlage im Auslande überzeugt sind, manchmal nur zögernd und widerwillig zugeben wollen, daß ihr Aufkommen zu einer Verteuerung des Zinsfußes im Inlande führe. Indessen bedarf die hergebrachte Anschauung, daß jede Erniedrigung des Zinsfußes ein Segen, und jede Erhöhung ein Übel sei, einer wesentlichen Korrektur. Wie andere Lehrsätze der nationalökonomischen Theorie, so gilt auch dieser nur unter der Voraussetzung sonst gleicher Umstände. Unter sonst gleichen Umständen heißt hier aber soviel 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 aufgerichtet 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 Verschlechterung des Teilungsverhältnisses kann von den Arbeitern ruhig hingenommen werden, wenn sie gleichzeitig durch die Zunahme des Produktionsertrags mehr gewinnen, als sie durch die ungünstigere Gestaltung des Teilungsmodus verlieren.<sup>16)</sup> Die Sache liegt gerade so, wie wenn ich die Wahl zwischen zwei Erbschaften habe, einer, bei der mir die Hälfte des ganzen Vermögens zufallen soll, und einer, bei der ich nur ein Zehntel der Erbmasse erhalten soll. Ich werde trotzdem die letztere Erbschaft vorziehen, wenn bei ihr das Gesamtvermögen in bestimmtem 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 Zinses 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 Produktionsgelegenheiten von größerer Ergiebigkeit erschlossen werden als sie im Inlande zur Verfügung stehen. Indem das europäische Kapital dazu hilft, die überseeischen Länder zu erschließen und ihre produktiven Kräfte zu entwickeln, insbesondere durch den Bau von Eisenbahnen, Straßen, Hafenanlagen 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 Robertus das Verhältnis zwischen beiden Teilen schon vor mehr als einem Menschenalter richtig gekennzeichnet hat, „jetzt die kapitalverleihende 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 Gefallen 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 unbedingt auch die Hergabe von Kapital an fremde Völker in gewissem Umfange. Der Krieg wird daher die Entwicklung der Kapitalanlage im Auslande nicht etwa zum Stillstand bringen, er wird nur zu einer vorsichtigeren Auswahl der Länder, denen man Kapital leiht, nötigen, und er wird außerdem der Kapitalexport wohl in der nächsten Zeit durch die Einwirkungen, die vor dem Krieg auf die europäischen Kapitalmärkte ausgehen werden, in seinem Tempo etwas verlangsamen. 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

normalen Quellen des jährlichen Kapitalbedarfs, der Bedarf für die Erweiterung der Produktionsanlagen und für die Vermehrung des Wohnungsbestandes, sind mit einem Mal ganz in den Hintergrund getreten. In allen kriegsführenden Ländern, in England nicht minder wie bei uns, ist die Wohnungsproduktion<sup>17)</sup> und ebenso die Gründungstätigkeit auf industriellem Gebiete nach dem Ausbruch des Krieges außerordentlich zusammengeschrumpft.<sup>18)</sup> Dafür hat der Staat auf die Summen, die sonst zur Vermehrung des Kapitals der Volkswirtschaft verwendet wurden, Beschlag gelegt, um die Millionenheere, die alle Länder aufgestellt haben, ausrüsten und verpflegen zu können. Der Direktor der Deutschen Bank, Herr von Gwinner, hat kürzlich die Kriegskosten, die von allen beteiligten Völkern aufzubringen sind, auf 7500 Millionen Mark monatlich oder 90 Milliarden in einem einzigen Jahre geschätzt,<sup>19)</sup> und zu ganz ähnlichen Ergebnissen ist auch der Staatssekretär des Reichsschatzamtes, Dr. Helfferich, bei seinen Berechnungen hierüber im Reichstage gelangt. Es ist selbstverständlich, daß nur ein verschwindender Bruchteil dieses ungeheuren Bedarfs, von dem jetzt etwa 30 Milliarden auf England, 22 auf Deutschland und 15 auf Frankreich entfallen, aus Steuereinnahmen gedeckt werden kann. Für die Deckung des Löwenanteils bleibt in allen Ländern, auch in Großbritannien, wo man den aner kennenswerten Mut besessen hat, noch während des Krieges selbst die Steuern gewaltig zu erhöhen, gar nichts anderes übrig, als die Hilfe des Kapitalmarktes in Anspruch zu nehmen. Was der Staat vom Kapitalmarkt verlangt, das geht aber auch noch weit über die Summen hinaus, die in Friedenszeiten jährlich als neue Ersparnisse dem Kapitalmarkt zufließen. Das Deutsche Reich hat bekanntlich im Laufe des ersten Kriegsjahres zwei Anleihen in dem gewaltigen Gesamtbetrage von 13½ Milliarden aufgenommen, und inzwischen haben ihm bald nach Beginn des zweiten Kriegsjahres seine Sparer noch einmal den Riesenbetrag von mehr als 12 Milliarden Mark zur Verfügung gestellt. Dagegen ist die Summe der Ersparnisse, die in den letzten Jahren des Friedens dem Kapitalmarkt regelmäßig zugeflossen sind, nur auf etwa 5—6, höchstens 7 Milliarden Mark zu berechnen.<sup>20)</sup> Genau ebenso liegen die Dinge in Großbritannien. Für Großbritannien lauten die Schätzungen über die Gesamtsumme der jährlichen Ersparnisse der Nation auf 4 bis 6 Milliarden Mark. Dagegen hat England im ersten Jahre des Krieges den Kapitalmarkt bereits mit Schatzscheinen und Anleihen im Gesamtbetrage von 22 Milliarden Mark in Anspruch genommen. Die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes geht also in beiden Ländern erheblich über das Erträgnis der nationalen Spartätigkeit

hinaus. Und dabei ist es unsicher, ob die Gesamtsumme der Ersparnisse im Kriege überhaupt ebenso hoch veranschlagt werden darf wie in Friedenszeiten.<sup>21)</sup>

Es entsteht damit die Frage, wie ist es überhaupt wirtschaftlich möglich, daß der Kapitalmarkt dem Staate viel größere Summen zur Verfügung stellt, als ihm selbst aus der Quelle zufließen, aus der er gespeist wird? Die Lösung des Rätsels liegt zur Hauptsache in folgenden beiden Momenten: Einmal werden durch den Krieg viele Betriebskapitalien in Handel und Industrie in ihrer bisherigen Verwendung überflüssig. Der Betrieb muß aus Mangel an Absatz oder auch an Rohstoffen eingeschränkt werden. Dadurch werden die Kapitalien frei, die bisher in Rohstoff- und auch Fabrikatlagern gebunden waren. In ganz besonderem Maße trifft das auf Deutschland zu infolge der Lage, in die uns unsere Gegner durch Abschneidung der überseeischen Zufuhr versetzt haben. Die in den Krieg mit hineingenommenen Rohstoffmengen sind allmählich aufgearbeitet worden, sie konnten aber auf wichtigen Gebieten, insbesondere in der Textil-, der Leder- und auch der Metallindustrie, nicht wieder durch entsprechende Ankäufe im Auslande ergänzt werden. Ebenso sind aber auch die Lager an fertigen Erzeugnissen auf vielen Gebieten kleiner als vor dem Kriege. Schon mit Rücksicht auf den Mangel an Arbeitskräften konnte die Produktion vielfach nicht in dem Maße fortgeführt werden, daß die Warenlager sich auf der früheren Höhe hielten. Durch diese Verhältnisse sind in zahlreichen Unternehmungen Betriebskapitalien frei gesetzt worden. Diese Beträge haben zunächst die Guthaben bei den Banken und bei den Sparkassen vermehrt. Allein bei den deutschen Sparkassen hat sich im ersten Kriegsjahre ein Überschuß der Einzahlungen über die Rückzahlungen in Höhe von 2485 Millionen Mark ergeben; dazu traten noch 700 Millionen Mark an gutgeschriebenen Zinsen hinzu, im ganzen also ein Zuwachs von mehr als 3 Milliarden bei den deutschen Sparkassen.<sup>22)</sup> Das ist ein Ergebnis, das weit über das auch der günstigsten Friedensjahre hinausgeht. Es hieße aber sich Illusionen hingeben, wenn man dieses glänzende Ergebnis auf eine Vermehrung der Spartätigkeit im gewöhnlichen Sinne zurückführen wollte, zum größeren Teil handelt es sich hier sicher nicht um neu vom Einkommen zurückgelegte Summen, sondern um freigesetzte Betriebskapitalien. Zum anderen hat sich aber auch das neutrale Ausland an der Aufbringung der Mittel für die Anleihen der kriegführenden Staaten beteiligt. Es ist hierbei nicht sowohl an direkte Zeichnungen auf die Anleihen der kriegführenden Staaten im Auslande zu denken. Nach allem, was wir

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 Wochen in Nordamerika ist es ja den kriegsführenden Mächten auch nicht gelungen, 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 Heranziehung des Auslandes bei der Deckung des Kriegsbedarfs. Dieser Weg besteht einfach darin, daß Angehörige der kriegsführenden Länder ihren Besitz an ausländischen Wertpapieren nach dem Heimatlande derselben oder auch nach anderen neutralen Ländern verkaufen und den Erlös dafür dann in inländischer Kriegsanleihe anlegen. Dieser Weg ist sowohl in Großbritannien 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 angesehenere amerikanische Finanzzeitschrift schätzte schon im Juni den Rückfluß an Effekten aus Europa seit Kriegsbeginn auf 1600 bis 2000 Millionen Mark.<sup>23)</sup> Aus Deutschland sind außerdem nach der Schweiz, nach Holland und nach Skandinavien große Beträge von amerikanischen, russischen und anderen fremden 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 Sparkapitalien, sondern noch weit mehr zur Verfügung zu stellen, mußte aber von den kriegsführenden 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 Typus gewählt, tatsächlich stellte sich die Verzinsung der ersten deutschen Kriegsanleihe sogar auf fast  $5\frac{1}{4}\%$ . England stattete seine erste Kriegsanleihe noch mit einem Zinsfuß von nur  $3\frac{1}{2}\%$  aus, allein es mußte bald erkennen, daß es damit die Lage des Kapitalmarktes nicht richtig beurteilt hatte. Während die deutschen Kriegsanleihen 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  $4\frac{1}{2}\%$  auf, tatsächlich sogar noch etwas höher, und sie gab weiter die Möglichkeit, mit Zeichnungen

auf die zweite Kriegsanleihe eine Heraufkonvertierung der älteren englischen Anleihen zu verbinden. Auch das reiche Rentnerland Frankreich, das bisher eine wirklich große Kriegsanleihe aufzunehmen überhaupt noch nicht die Kraft besessen 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 5½% zu Grunde. Rußland versuchte zuerst mit einem Zinsfuß von 5% auszukommen, mußte sich aber bei der zweiten Anleihe ebenfalls zu 5½% verstehen.<sup>24)</sup>

Dieses allgemeine Höhergehen des Zinsfußes für die neuaufgelegten Staatsanleihen konnte naturgemäß nicht ohne Rückwirkung auf den Stand des Zinsfußes im übrigen Wirtschaftsleben bleiben. Es hat einmal auf die Kurse der älteren, zu einem niedrigeren Zinsfuß ausgegebenen Obligationen verheerend gewirkt; typisch dafür ist vor allem die Kursentwicklung der 2½ prozentigen englischen Konsols. Bei der Emission der zweiten Kriegsanleihe wurde ihr Mindestkurs auf 65% herabgesetzt. Aber auch dieser Kurs ist rein fiktiv, es sind zu ihm Abschlüsse kaum zu machen. In Wahrheit können die 2½ prozentigen englischen Konsols im Vergleich mit der letzten Kriegsanleihe jetzt kaum noch einen Kurswert von 60% beanspruchen. Wenn man bedenkt, daß zu Anfang des Jahrhunderts die englischen Konsols noch erheblich über Pari notierten, muß man zu dieser Entwicklung sagen: sic transit gloria mundi!

Wie der Wertpapiermarkt so ist auch der Hypothekenmarkt durch den Zinsfuß, der für die Kriegsanleihen gewählt werden mußte, stark in Mitleidenschaft gezogen worden. Besondere Bedeutung besitzt das für Deutschland, bei uns spielt ja der Hypothekarkredit eine außerordentlich wichtige Rolle. Bei zahlreichen Hypothekendarlehen, die während des Krieges abliefen, konnten die Schuldner die Forderung der Rückzahlung nur dadurch vermeiden, daß sie sich zur Zahlung eines erheblich höheren Zinsfußes bereit erklärten.<sup>25)</sup> 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 4¾% nicht übersteigenden Zinsfuß rechnen können.<sup>26)</sup>

Manche Schuldner scheinen es aber doch vorzuziehen, lieber gleich zu einer endgültigen Regelung ihres Schuldverhältnisses zu gelangen. Und in der Tat vermag ja niemand jetzt zu sagen, zu welchen Bedingungen drei Monate nach Friedensschluß hypothekarische Darlehen für längere Fristen zu erhalten sein werden.

#### IV.

Damit kommen wir zu der Frage nach der voraussichtlichen Entwicklung des Zinsfußes nach dem Kriege, die zum Schluß wenigstens noch mit einigen Worten gestreift sei. Die deutschen Kriegsanleihen sind bis 1924, die neue englische bis 1925 unkündbar. Das bedeutet, beide Staaten rechnen mit einer längeren Andauer der Lage des Kapitalmarktes, auf Grund deren sie den Zeichnern ihrer Kriegsanleihen einen nominellen Zinsfuß von 5 und  $4\frac{1}{2}\%$  bewilligt haben. Diese Erwartung dürfte auch vollkommen zutreffen. Der Kapitalmarkt wird noch auf lange hinaus unter der Einwirkung der ungeheuren Ansprüche stehen, die der Weltkrieg an ihn stellt. Diese Ansprüche sind bisher noch gar nicht in ihrem vollen Umfange hervorgetreten. Einige unserer Gegner haben sich bisher die Mittel zur Kriegführung zum großen Teil mit Hilfe der Notenpresse verschafft. Im stärksten Maße ist das in Frankreich und Rußland geschehen und geschieht gegenwärtig in Italien. In Frankreich haben die Vorschüsse, welche die Bank von Frankreich dem Staate gewährt hat, bis Ende vorigen Monats die Höhe von fast 7 Milliarden Mark erreicht, und im Zusammenhang hiermit ist der Notenumlauf der Bank von Frankreich auf  $13\frac{1}{2}$  Milliarden gestiegen. Ein ähnliches Bild zeigt die russische Finanzwirtschaft. Hierin steckt noch ein großer latenter Kapitalbedarf der genannten Staaten, der nach dem Friedensschluß auf dem Kapitalmarkte Befriedigung suchen wird. Aber auch ein Teil des Kapitalbedarfs für den Krieg, der scheinbar bereits seine endgiltige Deckung gefunden hat, wird nach dem Kriege den Kapitalmarkt noch einmal beunruhigen. Die Mittel zur Zeichnung unserer Kriegsanleihen sind, wie gezeigt, zu einem großen Teil aus vorübergehend brachliegenden Betriebskapitalien genommen worden. Diese Summen werden später notwendig wieder in ihre ursprüngliche Form zurückverwandelt werden müssen und daher den Kapitalmarkt noch einmal beschäftigen.

Hierzu tritt der Kapitalbedarf, den die Wiederherstellung der durch den Krieg zerstörten Werte erfordert. Die Kapitalzerstörungen, die der Weltkrieg bewirkt hat, sind aber ebenso ungeheuerlich wie die Dimensionen der Schlachtfelder. Wir selbst sind in dieser Beziehung trotz der großen Ver-

luste in Ostpreußen dank der Tapferkeit unserer Heere, die den Krieg überall in Feindesland 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.

Endlich kommt hierzu noch der bisher durch den Krieg zurückgehaltene Kapitalbedarf für Produktivzwecke. Die Wohnungsproduktion und die Anlage neuen Kapitals in der Produktion ist während des Krieges in allen Ländern auf das äußerste beschränkt worden. Das bisher Versäumte wird man nach dem Kriege nachzuholen suchen. Freilich darf man sich die Dinge nicht so vorstellen, als ob der Krieg den sonst regelmäßig in jedem Jahre hervortretenden Kapitalbedarf gänzlich unverändert gelassen und nur seine Befriedigung aufgeschoben habe. Ein großer Teil dieses Bedarfs ist vielmehr durch die Einwirkung des Kriegs auf das Bevölkerungswachstum im Keime erstickt worden.

Was wir bei dem Kriege von 1870/71 in bescheidenem Umfange erlebt haben, daß nämlich auch in dem siegreichen Deutschland die natürliche Bevölkerungszunahme vorübergehend unterbrochen wurde — sie stellte sich 1871 nur auf weniger als die Hälfte des in den vorhergehenden Jahren erreichten Satzes —, das wird sich jetzt in allen am Kriege beteiligten Ländern in gewaltig vergrößertem Maßstabe wiederholen. Frankreich wird bei dem bisherigen Schneckentempo seiner Bevölkerungszunahme Jahrzehnte, wenn nicht Jahrhunderte brauchen, um die Menschenverluste auszugleichen, die es im Kriege erlitten hat. Aber auch in den übrigen Ländern ist das Bevölkerungswachstum durch den Krieg vorübergehend zum Stillstand gekommen. Dieser Vorgang kann auf den Kapitalmarkt nicht ohne Einfluß bleiben, er wird ihn etwas entlasten. Das Bedürfnis nach Erweiterung der Produktionsanlagen und nach Vermehrung des Wohnungsbestandes, diese Hauptquellen der Kapitalnachfrage, wird dadurch verringert. Schon jetzt läßt sich die bezeichnende Beobachtung machen, daß der Rückgang der Wohnungsproduktion, der seit dem Ausbruch des Krieges in den deutschen Großstädten eingesetzt hat, nicht etwa zu einem zunehmenden Wohnungsmangel geführt hat. Trotz der Abnahme der Bautätigkeit ist vielmehr die Zahl der leerstehenden Wohnungen in der Mehrzahl der Großstädte im Anwachsen begriffen.<sup>27)</sup>

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

den. Ohne Zweifel ist das keine erfreuliche Aussicht. Was durch ein Steigen des Zinsfußes verbilligt wird, das ist nur der Abschluß von Lebensversicherungen und ähnlichen Versicherungen, im übrigen wirkt ein Steigen des Zinsfußes, wenn es nicht wie in dem vorhin erörterten Falle seinen Ausgleich findet in einem Steigen des Produktionsertrags, immer ungünstig auf die Lebenshaltung der großen Masse der Bevölkerung. Und insbesondere die Befriedigung eines wichtigen Lebensbedürfnisses droht hierdurch verteuert zu werden. Jedes Steigen des Zinsfußes hat auch die Tendenz, die Wohnungsmieten in die Höhe zu treiben. Kostete eine Wohnung bisher 2000 Mark, so wird sie, wenn der Zinsfuß um ein ganzes Prozent steigt, etwa auf einen Preis von 2500 Mark sich einzustellen suchen. Auf diese Entwicklung gilt es in unseren Städten bei Zeiten sich einzurichten und gegen sie nach Möglichkeit Gegengewichte zu schaffen, insbesondere durch Erleichterung der Besiedlung des Außengeländes und durch Beseitigung aller Bestimmungen aus unseren Bauordnungen, die das Bauen mehr als hygienisch unbedingt nötig zu verteuern geeignet sind.

Um das Steigen des Zinsfußes nach dem Kriege in möglichst engen Grenzen zu halten, dazu können wir aber alle in gewissem Grade mithelfen. Wenn die ungünstigen Einwirkungen des Krieges auf das Wirtschaftsleben schnell überwunden werden sollen, dann muß vor allem die Sparsamkeit in der Bevölkerung auf jede Weise gefördert werden. Die Quote, die von dem Einkommen einer Nation jährlich zurückgelegt und in den Dienst der Kapitalvermehrung gestellt wird, ist ja nicht durch ein Naturgesetz für alle Mal bestimmt, sie hängt wesentlich mit ab von den Lebensansprüchen und Lebensgewohnheiten der Bevölkerung. Von ganz besonderer Bedeutung sind dabei die Sitten und die Anschauungen der begüterten Klassen. Sie stellen durch ihre Lebensführung nicht nur das Beispiel auf, nach dem sich die anderen Klassen der Gesellschaft immer zu richten suchen, — der Nachahmungstrieb ist ja eine der stärksten gesellschaftlichen Kräfte, — ihre Art der Lebensführung ist auch unmittelbar von dem stärksten Einfluß auf die Gesamtsumme der jährlichen Ersparnisse der Nation. Ohne Zweifel sind auch bei uns, wie gewöhnlich bei Völkern, deren Wohlstand rasch zunimmt, in der langen Friedensperiode nach 1870 weite Kreise der Bevölkerung der Versuchung erlegen, ihre Lebensansprüche ebenso schnell oder sogar schneller noch zu steigern wie ihr Wohlstand sich hob. Dazu kam, daß in dieser Zeit die Lehren der älteren Nationalökonomie über die volkswirtschaftlichen Nachteile des Luxus und den Nutzen des Sparens in Vergessenheit gerieten, ja daß sie wohl gar mit überlegener Miene als über-

wunden hingestellt wurden. Diese Lehren waren aber in ihrem Kern durchaus richtig und nur ein oberflächliches nationalökonomisches Denken konnte ihre Wahrheit verkennen.<sup>28)</sup> Der Krieg, der große Lehrmeister nicht nur der Technik, sondern auch der Moral, hat die alten nationalökonomischen Lehren über den Luxus<sup>29)</sup> und das Sparen wieder in die ihnen gebührende Stelle eingesetzt. 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 Kriegführung 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 einfacheren 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.

1) Die Frage, weshalb die Schwankungen des Zinsfußes schon seit langem gerade in diesen Grenzen eingeschlossen sind, soll hier nicht erörtert werden. Die Untersuchung dieser Frage führt auf die allgemeinsten Probleme der Zinstheorie, auf die Frage, warum es überhaupt einen Zins im Wirtschaftsleben gibt, zurück. Ich bemerke nur, daß ich mich in zinstheoretischer Hinsicht am meisten in Übereinstimmung befinde mit dem Standpunkt, den der schwedische Nationalökonom G. Cassel in seinem Buche „The Nature and Necessity of Interest“ (London 1903) vertritt. Dieses Buch gibt auch Antwort auf die Frage, weshalb sich der Zinsfuß gewöhnlich in den im Text angegebenen Grenzen zu halten sucht.

2) Für das Folgende vergl. vor allem nachstehende Werke: Dr. Julius Ra hn, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815 und die Ursachen seiner Veränderung. Stuttgart 1884. — Dr. Ernst Woye, Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfußes in Preußen von 1807 bis 1900. Jena 1902. — Paul Homburger, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870 bis 1903. Frankfurt a. M. 1915. — Dr. Hermann Albert, Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895 bis 1908. Leipzig 1910. — Bernhard Brockhage, Zur Entwicklung des preußisch-deutschen Kapitalexports. Leipzig 1900. — Dr. rer. pol. Heinrich Wichmann, Der Zinsfuß seit 1895. Berlin 1912.

3) Heberg, Finanzwissenschaft, 11. Aufl., S. 508.

4) Vgl. insbesondere die Äußerungen von G. Schmoller und J. Wolf, die Cassel in seiner Schrift „Das Recht auf den vollen Arbeitsertrag“ (Göttingen 1900,) S. 129 hierzu anführt. Inwieweit etwa auf die damals in weiten Kreisen geteilte Anschauung von dem bevorstehenden Rückgang des Zinsfußes das von sozialistischer Seite verkündete Gesetz des durchschnittlichen Falles der Profitrate von Einfluß gewesen ist, bleibe dahingestellt.

5) Manes, Das Versicherungswesen, Leipzig 1905, S. 115.

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.

8) Ebenso wie der Zinsfuß für Wertpapiere ging seit dem Ende des Jahrhunderts auch der Hypothekenzins andauernd in die Höhe. Bei den erstgestellten Hypotheken kommen im neuen Jahrhundert Perioden, in denen die Darlehen der Hypothekenbanken zu einem hinter 4<sup>0</sup>/<sub>100</sub> zurückbleibenden Zinsfuß gegeben wurden, wie das noch die Signatur der Jahre 1895 bis 1897 gewesen war, gar nicht mehr vor. Vielmehr hielt sich der durchschnittliche Zinsfuß bei den von Hypothekenbanken und ähnlichen Kreditinstituten gewährten Darlehen, bei denen es sich ja immer um solche zur ersten Stelle handelt, im neuen Jahrhundert regelmäßig über 4<sup>0</sup>/<sub>100</sub>, stieg aber vielfach auf 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub><sup>0</sup>/<sub>100</sub> und höher. Genaueres über die Entwicklung des Hypothekenzinses seit der Jahrhundertwende bei einigen der größten deutschen Hypothekeninstitute ist aus folgenden Übersichten zu ersehen. Dieselben beruhen für die Jahre bis 1908 auf den bei Albert, a. a. D. S. 47 ff, gemachten Angaben, für die letzten Jahre auf Mitteilungen, die mir von den betreffenden Bankdirektionen freundlichst zur Verfügung gestellt worden sind.

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

Jahr	Stück	Gesamtbetrag	Durchschnittszinsfuß
1894	137	14 310 500 M	4,244 <sup>0</sup> / <sub>100</sub>
1895	199	19 243 100 „	3,944 „
1896	90	7 341 000 „	3,99 „
1897	52	5 946 000 „	4,026 „
1898	23	2 398 624 „	4,16 „
1899	122	19 605 400 „	4,33 „
1900	95	7 311 800 „	4,45 „
1901	71	8 655 500 „	4,46 „
1902	191	22 647 600 „	4,28 „
1903	321	41 016 700 „	4,26 „
1904	291	36 698 000 „	4,31 „
1905	422	61 326 500 „	4,26 „
1906	171	34 489 400 „	4,33 „
1907	37	11 465 000 „	4,44 „
1908	49	20 207 500 „	4,744 „
1909	165	34 833 000 „	4,337 „
1910	94	47 611 000 „	4,421 „
1911	58	32 220 000 „	4,436 „
1912	34	14 916 000 „	4,488 „
1913	13	11 012 000 „	4,58 „
1914	19	9 918 000 „	4,56 „

II. Bei der Hypothekenbank in Hamburg stellte sich der durchschnittliche Zinsfuß der neu erteilten hypothekarischen Darlehen:

Jahr	%	Jahr	%
1894	4,125	1905	4,125
1895	3,87	1906	4,333
1896	3,93	1907	4,49
1897	3,875	1908	4,48
1898	4,01	1909	4,25
1899	4,32	1910	4,25
1900	4,43	1911	4,333
1901	4,42	1912	4,50
1902	4,125	1913	4,50—4,75
1903	4,125	1914	4,625
1904	4,125		

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

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

Die Entwicklung, die in diesen Zahlen zu Tage tritt, stellte die Hypothekenbanken vor die Frage des Überganges zum 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prozentigen Pfandbriefstypus, 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 Hypothekbank und die Deutsche Hypothekbank in Berlin. Aber auch öffentlich rechtliche Bodenkreditanstalten wie die Landeskreditkassa in Cassel und die Nassauische Landesbank in Wiesbaden sind in letzten Jahren zum  $4\frac{1}{2}$  prozentigen Pfandbrieftypus übergegangen.

Weiteres Material, aus dem das andauernde Höhergehen des Hypothekenzinsfußes zu ersehen ist, ist in den Geschäftsberichten des Kaiserlichen Aufsichtsamtes für Privatversicherung zu finden, in denen regelmäßig auch über den Zinsfuß bei den hypothekarischen Anlagen der Versicherungsanstalten berichtet wird.

9) Genauere Angaben darüber, wie sich seit 1890 die Ausgaben für Rüstungszwecke bei den Großmächten erhöht haben, in der Schrift von W. Uhr, Kriegswesen 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 Übereinstimmung hiermit: „Daß natürlich die von der liberalen Partei auferlegten hohen Erbschaftssteuern und die hohe Income-tax die Kapitalbildung erschweren und damit die Nachfrage nach erstklassigen Papieren beträchtlich reduziert wird, ist unleugbar.“

11) Zitiert nach der Übersetzung von Loewenthal, Bd. I., S. 465.

12) Zitiert nach der Übersetzung von Baumstark, 2. Aufl. S. 108/9.

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

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 Aufsatzreihe „Neue Beiträge zur Frage der Kapitalanlage im Auslande“ (Zeitschr. f. Sozialwissenschaft, Jahrg. 1915).

15) Zitiert nach G. Steffens, Krieg und Kultur 1915, S. 71/72.

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 den technischen Fortschritten auf industriellem Gebiete, in Übereinstimmung mit Diezel sehe ich aber die Hauptursache des allgemeinen Anstiegens der Löhne in der durch die modernen Verkehrsmittel ermöglichten Erschließung der überseeischen Ackerbaugebiete. Das ist derjenige Faktor, der am meisten dazu beigetragen hat, die Kaufkraft 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.

17) Nach den Berichten, welche das Statistische Amt der Stadt Köln regelmäßig über die Bautätigkeit in deutschen Städten veröffentlicht, war im Jahr 1914 in 37 deutschen Großstädten, über die Angaben vorlagen, der Neinzugang an Wohnungen um 17698 oder 34,3% geringer als in dem auch schon nur eine geringe Bautätigkeit aufweisenden Jahre 1913. Eine Zunahme im Vergleich mit dem Vorjahr hatten überhaupt nur vier Städte unter den 37 zu verzeichnen, nämlich Bremen, Gelsenkirchen, Lübeck und Stettin. Diese Entwicklung hat sich allem Anschein nach 1915 noch weiter fortgesetzt.

Wie auch in Großbritannien die Bautätigkeit unter dem Einfluß des Krieges einen außerordentlich starken Rückgang erfahren hat, läßt sich aus der regelmäßig in der „Labour Gazette“ veröffentlichten Vierteljahrstatistik ersehen, die sich auf 93 der hauptsächlichsten städtischen Verwaltungsbezirke des Vereinigten Königreiches mit einer Gesamtbevölkerung von 12 Millionen, jedoch mit Ausschluß der Londoner Grafschaft, bezieht. Danach betrug im 4. Quartal 1914 die Abnahme des Werts der genehmigten Baupläne 906722 Pfund Sterling oder 30,7%, im 1. Quartal 1915 ergab sich eine Abnahme von 1775677 Pfund oder 44,8% und im 2. Quartal 1915 sogar eine solche von 2289119 Pfund oder 51% im Vergleich mit dem gleichen Zeitraum des vorhergehenden Jahres. Und zwar betrug die Abnahme bei den verschiedenen Gebäudekategorien in %:

	4. Quartal 1914	1. Quartal 1915	2. Quartal 1915	3. Quartal 1915
Wohnhäuser	— 31,9	— 63,9	— 59,1	— 51,6
Fabrikgebäude u. Werkstätten	+ 8,6	— 4,9	— 7,5	+ 119,8
Geschäftshäuser	— 35,7	— 40,3	— 67,6	— 11,2
Kirchen, Schulen und andere öffentliche Gebäude	— 44,2	— 44,7	— 66,8	— 73,9
Sonstige Gebäude	— 40,1	— 37,5	— 42,6	— 13,5
	— 30,7	— 44,8	— 51,0	— 22,1

18) Der Rückgang des Kapitalbedarfs für neue Produktionsanlagen während des Krieges erhellt vor allem aus der Entwicklung der Emissionstätigkeit. Die industriellen Werte spielen in den Emissionen 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 Emissionen als die

Anleihen des Staates zu sperren. Nur mit Genehmigung der Regierung dürfen noch Emissionen von anderen Werten als den Kriegsanleihen des Staates stattfinden. Tatsächlich sind im letzten Jahre nur einige kleinere Beträge von privater Seite auf dem Londoner Kapitalmarkte emittiert worden, zumeist Eisenbahnwerte. Im übrigen umfaßt die an sich gewaltige Emissionssumme nur Staatsanleihen.

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

	Gründungen	Kapitalserhöhungen
im 1. Semester 1913	291,8	267,9
im 1. „ 1914	303,8	545,3
im 2. Semester 1913	314,9	319,2
im 2. „ 1914	217,2	100,5
im 1. Semester 1914	303,8	545,3
im 1. „ 1915	93,3	100,5

In diesen Zahlen tritt der lähmende Einfluß, den der Ausbruch des Krieges auf die industrielle Expansion ausgeübt hat, deutlich zu Tage. Besonders bei den Kapitalserhöhungen schon bestehender Unternehmungen ist er scharf ausgeprägt, bei den Neugründungen wird er durch die Errichtung einer Reihe von Kriegszweckgesellschaften, wie vor allem der Kriegsgetreide-Gesellschaft m. b. H. mit einem Kapital von 50 Millionen Mark, etwas verschleiert.

Bemerkenswert ist, daß auch in den Vereinigten Staaten von Amerika die Kapitalinvestierungen in der Kriegszeit eine starke Verminderung erfahren haben. Nach dem „Journal of Commerce“ machten im Jahre 1914 die Kapitalinvestierungen bei den Eisenbahnen und der Industrie der Vereinigten Staaten 894,9 Millionen Dollar gegen 1534,3 Millionen 1913 und 2295,2 Millionen 1912 aus, und auch im ersten Halbjahr 1915 stellte sich der Betrag auf 768 Millionen gegen 1082 Millionen im gleichen Zeitraum 1914, also ein Rückgang um 314 Millionen. Erst seit den allerletzten Monaten scheint sich unter dem Einfluß des gewaltigen Goldstromes, der sich von Europa nach Amerika infolge der gewaltigen Zunahme der Aktivität der nordamerikanischen Handelsbilanz ergießt, wie das Geschäft an der Börse so auch die Gründungstätigkeit wieder beleben zu wollen.

19) Bankarchiv, XIV. Jahrgang, Nr. 21. Vgl. hierzu auch F. Eulenburg, Das Geld im Kriege und Deutschlands finanzielle Rüstung, sowie die im „Blutus“, in der „Bank“ und anderen Fachzeitschriften erschienenen Artikel über Kriegskosten.

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

Ersparnisse vergl. Helfferich, Deutschlands Volkswohlstand 1888 — 1913. Berlin 1914.

21) F. 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 Spartätigkeit im Kriege sich annähernd auf derselben Höhe hält wie in Friedenszeiten, weil dem Kapitalmarkt als Ersatz für das, was infolge verminderten Einkommens zunächst weniger gespart wird, in den Gewinnen der Kriegslieferanten, den hohen Kaufsummen, die der Staat für requirierte Pferde, Automobile und dergl. an die bisherigen Besitzer zahlt, erhebliche außerordentliche Beiträge zufließen, die in Friedenszeiten fehlen.

22) Nach einem Aufsatz von Landesbankrat H. Neusch in der „Frankfurter Zeitung“ vom 2. Sept. 1915 (Nr. 243).

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

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

25) Genauerer über die eingetretenen Veränderungen wissen wir bisher nur aus vereinzelt Orten, z. B. aus Mannheim. In der Stadt Mannheim hat das Statistische Amt eine Untersuchung über die Lage des städtischen Grundbesitzes während der ersten acht Monate des Krieges angestellt, die sich auch auf das Fälligwerden von Pfandlasten und die Bedingungen ihrer Verlängerung erstreckt. Die Ergebnisse sind in der 4. Sondernummer der „Beiträge zur Statistik der Stadt Mannheim“ veröffentlicht. Die Untersuchung erstreckt sich auf 441 Grundstücke. Bei diesen sind in den ersten acht Kriegsmontaten 71 Hypotheken im Kapitalwerte von etwas über 2,5 Millionen Mark fällig geworden. Inbezug auf die Verlängerungsbedingungen für die während des Krieges fällig gewordenen Hypotheken ergab sich, daß bei den ersten Hypotheken nur in drei Fällen die Erneuerung zum alten Zinsfuß gelungen ist, in 37 Fällen aber ein höherer Zinsfuß bezahlt werden mußte. Im Durchschnitt ist der Zinsfuß von 4,212 auf 4,621 gestiegen. In ähnlichem Verhältnis ist auch der Zinsfuß bei den zweiten Hypotheken in die Höhe gegangen. Er beträgt jetzt 5,4509% gegen 5,0412% vor der Neuregelung. Inwieweit neben dieser Erhöhung des Zinsfußes die Schuldner etwa noch andere Lasten an Provisionen u. dgl. hatten auf sich nehmen müssen, konnte von dem Mannheimer Statistischen Amt in den meisten Fällen nicht ermittelt werden.

26) Über diese Vereinbarung vgl. die Artikel in Nr. 29 des 22. Jahrgangs der Deutschen Hausbesitzer-Zeitung sowie im Handelsblatt der Frankfurter Zeitung vom 21. August 1915. (Abendblatt)

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

28) Die volkswirtschaftlichen Erwägungen, mit denen man den Nutzen aller Luxusausgaben beweisen will, laufen schließlich immer auf den Satz hinaus, daß der Luxus Geld unter die Leute bringe. Als ob die Summen, die dem Sparen und der Kapitalbildung dienen, nicht ebenfalls Geld unter die Leute brächten! Daß man das bei den gesparten Beträgen so leicht übersieht, kommt nur daher, daß im ersteren Falle der Konsument die Produzenten, denen er durch seine Ausgaben Beschäftigung gibt, öfter unmittelbar kennt, während der Sparer allerdings meist nicht weiß, von wem die von ihm gesparten Beträge konsumtiv ausgegeben werden. Sie werden aber ebenfalls der Konsumtion zugeführt, und sie stiften darüber hinaus noch einen Nutzen, der den konsumtiv ausgegebenen Beträgen abgeht, sie bewirken eine dauernde Erhöhung der Produktivität der Volkswirtschaft. Vgl. hierzu den Aufsatz von Welleman über den Luxus in seinen Beziehungen zur Sozialökonomie in der Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 55. Jahrg. S. 1 ff.

11133

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