

B. Die Kredite.

41. Abschnitt.

Die öffentlichen Kredite.

Vom

Wirklichen Geheimen Oberfinanzrat Dr. Otto Schwarz,
Vortragenden Rat im Preussischen Finanzministerium, Berlin.

Literatur:

Ausser den allgemeinen finanzwissenschaftlichen Werken (Lehrbüchern): Nabonius, Der öffentliche Kredit, Karlsruhe 1820 (2. Aufl. 1829). Dietzel, System der Staatsanleihen, Heidelberg 1855. E. Richter, Das preussische Staatsschuldenwesen etc., Berlin 1869. Sattler, Die Schulden des Pr. Staats von 1870—1890. Schwarz & Strutz, Staatshaushalt Bd. III., Berlin 1904. O. Schwarz, Staatsschuldentilgung der grösseren europäischen und deutschen Staaten, Berlin 1897. Denkschrift zur Reichsfinanzreform Bd. I u. II. Ferner die Artikel „Staatsschulden“ und „Gemeindeschulden“ in den verschiedenen Wörterbüchern. Über Gemeindeschulden s. ferner noch: Kähler, Die preussischen Kommunalanleihen 1897; Jastrow, über städtische Anleihepolitik und seine Organisation in Deutschland. Jahrb. N. Ock. 1900, 20 Bd. S. 289. Derselbe, Kommunale Anleihen, 1900. Heinle, Zur Reform des Gem. Finanzwesens 1905. v. Kaufmann, Die Kommunal Finanzen 1906. Bankarchiv 1905/06, Art. von Hatschek und Freund, S. 103, 115 und 185, sowie Silbergleit 217; Plate, Munizipalsozialismus und städtisches Anleihenwesen in England, Jahrb. G. Verw. V. W. 1906. S. 471, 1169. Klöse, Die Finanzpolitik der preussischen Grossstädte 1907; Freund, Die Rechtsverhältnisse der öffentlichen Anleihen 1907; Koch, Die städtische Anleihen- und Bankpolitik in Wutke, Die deutschen Städte 1904 I. 690. Rosenbusch, Die Organisation des Kommunalkredits 1908. Gayl, Städtische Finanzpolitik, Verw. Arch. 13, 33 ff. Most, Die Schuldenwirtschaft der deutschen Städte (1909) und die dort angezogene Literatur. Silbergleit, Preussens Städte 1908. Kutzer, Zur Organisation des Kredits der deutschen Städte, Schriften des Vereins für Sozialpolitik 126, Bd. I S. 163 ff. Schäfer, Die Befriedigung des Kreditbedürfnisses der grösseren deutschen Städte 1906—1909, 1909. Die Artikel „Landschulden“, „Landeskulturrenbank“ von Hermes, „Landeskreditkassen“ von Hermes & Schutte im Handwörterbuch der Staatswissenschaften. Dr. Zurhorst, Organisation des ländl. Bodenkredits in Deutschland, Zeitschr. f. d. ges. Staatsw., Tübingen 1912. Weyerermann, Geschichte des Inneren Kreditwesens, Karlsruhe 1911. S. auch die zu Abschnitt 42 angegebene Literatur.

A. Einleitung.

Den Begriff „Öffentlichen Kredit“ kann man in zweifachem Sinne verstehen, je nachdem man von dem kredit-suchenden Subjekt ausgeht oder — unter Absehen von der kredit-suchenden Persönlichkeit — auf die Form blickt, in welcher der Kredit begehrt wird. In ersterem Sinne handelt es sich um den Kredit aller öffentlichen Körperschaften, also des Reiches, der Bundesstaaten, der Gemeinden und anderer öffentlich-rechtlicher Korporationen. Im zweitgedachten Sinne würde der Kredit von Industriegesellschaften, Hypothekenbanken, also privater Institute dann als öffentlicher Kredit zu bezeichnen sein, wenn er in öffentlicher Form, auf dem allgemeinen Geldmarkt, also bei Jedem, der gewisse öffentlich bekannt gemachte Bedingungen erfüllen will, nachgesucht wird. Für uns kommt hier nur der Kredit der öffentlichen Körperschaften (Wirtschaften) in Betracht.

Ein irgend erhebliches Kreditbedürfnis öffentlicher Wirtschaften setzt ein politisch und wirtschaftlich schon vorgeschritteneres Staats- oder Gemeinwesen voraus. Nur dann, wenn die Organisation, Ordnung und Wohlhabenheit einer öffentlichen Körperschaft und ihrer Glieder den Gläubi-

gern die Sicherheit des Kapitals und regelmäßiger Zins- und Tilgungszahlung gewährleistet, werden sie bereit sein, den verlangten Kredit zu gewähren. Solange die Fürsten der älteren und mittelalterlichen Zeit nicht ein fest fundiertes, geordnetes Staatswesen hinter sich hatten und mehr auf Erträge ihres Domäniums als auf Steuern angewiesen waren, war eine Schuldaufnahme für sie ausserordentlich erschwert. Ursprünglich Kleinodien, Edelsteine, später die Domäneneinkünfte, die Regalien gewisser Länderstriche und sogar — entsprechend der damaligen lebens- und privatrechtlichen Rechtsauffassung vom Staat und Staatsgebiet — dieses letztere selbst mussten verpfändet werden. Viele Territorialveränderungen im Mittelalter sind darauf zurückzuführen, dass solche Pfänder schliesslich nicht eingelöst werden konnten. Dabei waren es meist einzelne wenige Gläubiger, mit denen paktiert wurde, Fürsten, reiche Kaufleute und Bankiers. Die Vertragsform war eine privatrechtliche.

Unter diesen Umständen ist es nicht zu verwundern, dass wir die ersten Vorbilder heutigen öffentlichen Schuldenwesens früher im Städte- als im Staatswesen vorfinden. Vor allem sind es die geschlossenen italienischen Städteorganismen des Mittelalters, die zuerst eine so wirtschaftlich erstarkte Bevölkerung, eine so gute und straffe Organisation für ihr Herrschaftsgebiet zeigten, dass sie öffentlich zur Gewährung von Darlehen an die Regierung auffordern, Städteobligationen im heutigen Sinne ausgeben und auch bereits Stadtschuldbücher einrichten konnten. In der Hansazeit sind dann die grösseren deutschen Handelsstädte ihrem Beispiele gefolgt.

Was die Schulden der deutschen Fürsten und Territorialherren anbelangt, so unterschied man hier zunächst von den reinen Privatschulden die sog. *Kammerschulden*, welche letzteren von dem Regierungsnachfolger anerkannt werden mussten, weil sie, wenn auch nur vom Landesherrn, nicht von den Ständen, doch im Interesse der Regierungsgewalt und damit des Landes gemacht wurden. Einen weiteren Schritt stellten die *Landesschulden* dar, Schulden, die ursprünglich *Kammerschulden*, von den Landständen als *Landesschulden* übernommen oder von ihnen ganz neu aufgenommen waren und aus ihren Steuerkassen verzinst und getilgt wurden, während für die *Kammerschulden* die landesherrliche oder Hofkasse zu haften und zu sorgen hatte.

Die absolute Monarchie, wie sie sich später in Preussen und anderwärts ausbildete, läumte wie mit dem Unterschiede von Kammer- und Landesgut auch mit dem von Kammer- und Landesschulden auf. Anleihen, die der König als Oberhaupt des Landes machte, wurden ohne weiteres Staatsschulden. Aber — zu einem Appell an den öffentlichen Geldmarkt gelangte man damit immer noch nicht. Zunächst war noch die Form der Anleiheaufnahme auf Grund privatrechtlicher Verträge mit einzelnen Bankiers, oft des Auslandes, mit kurzfristigen Rückzahlungsbedingungen usw. massgebend. Erst allmählich ging man zu Inhaberobligationen, Staatsschuldscheinen über.

Zu einer ausgedehnteren Anwendung dieser neuen Schuldforn der Staatsanleihen unter Anrufung des in- und ausländischen Geldmarktes konnten erst folgende Umstände führen: Einmal die Veröffentlichung des Staatshaushaltsetats, die der Allgemeinheit einen Einblick in die staatliche Finanzgebarung eröffnete (in Preussen, wenn auch in beschränktem Masse, seit 1820), ferner die Einführung des Verfassungstaates, welcher der Vertretung des Volkes das Recht gewährte, zur Aufnahme von Anleihen und zur Bereitstellung der zur Verzinsung und Tilgung erforderlichen Mittel im Steuerwege seine Zustimmung zu erteilen und damit die Haftung des ganzen Landes für die Landesschuld ausdrücklich anzuerkennen, endlich in letzter Linie der enorme wirtschaftliche Aufschwung, welcher seit dem 19. Jahrhundert in den grossen Kulturstaaten des Kontinents genug Kapitalisten erstehen liess, die ihre überflüssigen Mittel in Staatspapieren anlegen konnten.

Die damit eingeleitete Staatsschuldenperiode seit Beginn und Mitte des 19. Jahrhunderts weist im einzelnen wichtige Entwicklungsphasen auf. Anfänglich machte die Sicherheit der Gläubiger sowohl die Verpfändung gewisser Staatsgüter und Staatseinnahmen, wie die vertragliche Verpflichtung des Staats zur Rückzahlung des geliehenen Kapitals notwendig, bis später als einzige Sicherung der Gläubiger, selbst bei Anleihen für bestimmte Sonderzwecke, wie für produktive Anlagen (Eisenbahnen), lediglich die moralische Verpflichtung eines Staates, der gute Wille und die Fähigkeit der Regierung, ihre Obliegenheiten zu erfüllen, von den Gläubigern als genügende Sicherheit anerkannt und von diesen sogar



schliesslich auf das Recht auf allmähliche, ja auf Rückzahlung des Schuldkapitals überhaupt, verzichtet und lediglich die ordnungsmässige Verzinsung des angelehnten Kapitals als ausreichend angesehen wurde.

Durch die grossen Vorteile, welche der öffentliche Kredit dem Staatswesen gebracht hat, wurden in neuerer Zeit mehr und mehr auch andere, dem Staat untergeordnete Gemeinwesen auf die Betretung dieses Weges bei Erfüllung ihrer Aufgaben hingewiesen. Vor allem waren es die grossen Bevölkerungszentren, die sich im Verein mit den und infolge der politischen Freiheiten, der Verkehrs erleichterungen, der zunehmenden Industrialisierung und Handelstätigkeit des Volkes gebildet haben, die grossen Städte, welche im Laufe der letzten Dezennien in ausserordentlichem Masse den öffentlichen Kredit benutzt haben, um Bedingungen und Voraussetzungen für Gesundheit und kulturellen Fortschritt ihrer Bürger zu schaffen, Massnahmen, die nur grösste Bewunderung hervorrufen können. Die Inanspruchnahme des öffentl. Kredits dieser Körperschaften nimmt gegenwärtig bereits in einer Weise zu, dass bei gleichem Fortschreiten die Zeit nicht fern sein wird, wo der Jahreszuwachs an Gemeindschulden denjenigen an Reichs- und Staatsschulden überflügeln wird.

Andere, dem Staate untergeordnete Verbände, wie grössere Kommunalverbände, sodann aber auch Kirchen- und Schulverbände, Handelskammern, Innungen usw. haben, wenn auch vorläufig noch in bescheidenem Masse, sich ebenfalls den öffentlichen Kredit zu Nutze gemacht.

Eine bedeutsame Rolle spielt der öffentliche Kredit ferner schon seit Mitte des vor. Jahrhunderts auf dem Gebiete der Förderung des landwirtschaftlichen Personal- und Meliorationskredits, sowie des ländlichen und städtischen Boden(Gebäude-)kredits. Hier haben sich mit staatlicher und kommunaler Unterstützung gemeinnützige Kreditunternehmungen gebildet, die auf diesem Tätigkeitsgebiete ganz Hervorragendes geleistet haben, noch leisten und vielfach bahnbrechend gewesen sind für private Institute, die sich später in ausgedehntester Masse ähnlichen Zwecken widmeten (Hypothekenbanken). Ausführlicheres über diese Institute ebenfalls in der ersten Aufl. 184 ff.

Bevor wir in die Erörterung der einzelnen Arten von öffentlichen Krediten eingehen, müssen wir uns die Verschiedenheiten und Unterschiede zwischen öffentl. und Privatkredit kurz vergegenwärtigen.

Die allgemeinen Grundbegriffe und Elemente des Kredits und Kreditwesens gelten ebenso für den öffentlichen wie den Privatkredit. Aus der verschiedenen Natur und den verschiedenen Aufgaben der öffentlichen Wirtschaft einerseits und des Privathaushalts andererseits folgt indess notwendig eine Anzahl recht wesentlicher Unterschiede zwischen öffentlichem und privatem Kredit. Die Staats- wie Gemeindegewirtschaft ist nicht wie die Einzelwirtschaft auf Erwerb an sich, als Selbstzweck, sondern auf Durchführung gemeinsamer Ausgaben und Beschaffung der Mittel zu dieser Durchführung gerichtet. Der öffentliche Kredit ist daher überwiegend konsumtiv-, der private überwiegend produktiv- oder Geschäftskredit. Erst in neuerer Zeit, wo Staat und Gemeinde vielfach Geschäfte und Gewerbe nach Art privater Unternehmungen betreiben, (Eisenbahnen, Bergwerke, Gas- und Elektrizitätswerke u. s. f.), deren Anlage- und Betriebskapitalien aus Mitteln des Kredits beschafft werden müssen, nimmt auch der Produktivkredit im öffentl. Kredit eine grössere Rolle ein. Aber auch in diesen Fällen soll die aus dem Produktivunternehmen gewonnene Rente nicht zur blossen Vermögensvermehrung, sondern zur Verminderung der allgemeinen Steuerlasten dienen. Andererseits muss da, wo ein solches Unternehmen unrentabel wird oder mit Defizit arbeitet, der Steuerzahler helfend eintreten, um die erforderliche Zins- und Tilgungslast zu decken. Die Sicherheit des Gläubigers besteht daher beim öffentlichen Kredit in letzter Linie nicht wie beim Privatkredit in der Rentabilität des Unternehmens, sondern in der Zahlungskraft und Leistungsfähigkeit der Steuerzahler. Daneben liegen nicht unwesentliche Garantien für den Gläubiger in der Qualität der verwaltungsführenden Beamten und in den öffentlichen Kontrollen der Verwaltung.

Weitere Unterschiede zwischen öffentlichem und Privatkredit folgen aus dem Umstande, dass Staat und Gemeinden „ewige“ Wesen sind, deren Bestand begrifflich ein dauernder ist, weshalb



aus der Natur des Schuldners heraus der Gläubiger von seinem Standpunkte aus im Gegensatze zum privaten Kredit auf eine Rückzahlung in bestimmter Zeit verzichten oder doch die Rückzahlung ziemlich lange hinauschieben kann. Die Aufgaben, welche den öffentlichen Wirtschaften obliegen, machen ferner für diese in weit überwiegendem Masse langfristigen Kredit erforderlich, während bei dem privaten Geschäftsmann oft der kurzfristige Kredit eine weitaus grössere Rolle spielt.

Endlich fordert die mit der Grösse der öffentlichen Ausgaben zusammenhängende Höhe der Anleihe summen, die beim öffentl. Kredit in Frage kommen, dass die Form der Anleiheaufnahme (Namens- und Inhaberoobligation, Schuldbuch), von der im Privatleben üblichen Form der Schuld Aufnahme (Darlehen) erheblich abweicht. Erst seitdem in neuerer Zeit in der Volkswirtschaft die Gesellschafts- und Gesossenschaftsbildung immer mehr überhand genommen hat, hat die von öffentl. Kreditinstituten geschaffene Form der Namens- und Inhaberoobligationen auch im privaten Wirtschafts- und Kreditleben einen immer wachsenden Eingang gefunden (Industrieobligationen, Pfandbriefe usw.)

B. Staatliches Kreditwesen.

Entsprechend der Bedeutung und den Aufgaben des Staates spielt das staatl. Kreditwesen unter allen Arten des öffentlichen Kredits die weitaus bedeutendste und zugleich führende Rolle.

Die starke Rückwirkung, welche die Aufnahme staatlicher Kredite für den lebenden und zukünftigen Steuerzahler ausübt oder doch ausüben kann, lässt es fast als selbstverständlich erscheinen, dass im konstitutionellen Staat die Ermächtigung zur Aufnahme von Staatskredit nur durch Gesetz geschehen kann (R. V. Art. 73 Pr. V. U. Art. 103, Bayerische V. U. v. 26. Mai 1818, Tit. VII, §§ 11—13 usw.).¹⁾ Und nicht minder einleuchtend ist, dass die Vorbereitung und Ausführung der Kreditgesetze, auch wenn andere Ressorts der Kredite bedürfen, dem Finanzchef obliegt, der für die Übereinstimmung von Einnahmen und Ausgaben im staatlichen Haushalt zu sorgen hat. Er ist zugleich derjenige Minister, der über Art und Form der Kreditaufnahme regelmässig Entscheidung zu treffen hat.

Als hauptsächlichste Arten des Staatskredits hat man zu unterscheiden Staatspapiergeld, schwebende Schulden und feste oder fundierte Schulden.

1. Staatspapiergeld.

Staatliches Papiergeld spielt heute im Deutschen Reiche nur noch eine untergeordnete Rolle.

Durch das R. Ges. v. 30. April 1874 (Rgbl. S. 40) wurden an Stelle der verschiedenen Staatspapiergeldarten, welche binnen einer bestimmten Frist aufzurufen und schnellstens einzuziehen waren, 120 Mill. unverzinsliche Reichskassenscheine geschaffen, eine Summe, welche dem im Julisturm zu Spandau liegenden baren Reichskriegsschatze genau entsprach, aber nicht etwa auf derselben radiziert war.

Diese 1874 ausgegebenen Reichskassenscheine wurden unter die Bundesstaaten nach dem Masse ihrer durch die Zählung vom 1. Dezember 1871 festgestellten Bevölkerung verteilt. Doch durften die Bundesstaaten die Reichskassenscheine nur in dem Masse ausgeben, als sie ihr eigenes Papiergeld einzogen.²⁾

Hinsichtlich der Natur dieser Reichskassenscheine ist daran festzuhalten, dass sie kein eigentliches Papiergeld darstellen. Sie sind der Kategorie des uneigentlichen Papier-

¹⁾ Es handelt sich hier nur um die eigentlichen Finanzschulden, welche zur Ergänzung fehlender ordentlicher Deckungsmittel für den Staatsbedarf zu dienen bestimmt sind, nicht dagegen sog. Verwaltungsschulden d. h. Kreditmassnahmen, die in der gewöhnlichen Geschäftserledigung der Verwaltungsorgane vorkommen, aber sich im übrigen in nichts von den Kreditgeschäften des gewöhnlichen privaten Geschäftslebens unterscheiden und nicht dazu dienen sollen, fehlende Einnahmen des Staates dauernd oder vorübergehend zu ergänzen. Die Vornahme derartiger Schulden vollzieht sich in rein privatrechtlicher Form, ist ein Ausfluss der allgemeinen Ressortbefugnisse der Verwaltungsbehörden und bedarf einer besonderen gesetzlichen Ermächtigung nicht.

²⁾ Neues Staatspapiergeld dürfen die Bundesstaaten nur auf Grund eines Reichsgesetzes ausgeben (§ 8 R. Ges. v. 30. 4. 74).



geldes zuzuzählen, da sie uneinlösbar sind und ein Zwang zu ihrer Annahme im Privatverkehr nicht stattfindet. Dagegen werden sie (§ 5 aaO) bei allen Kassen des Reichs und sämtlicher Bundesstaaten nach ihrem Nennwerte in Zahlung angenommen (Steuerfundation) und von der Reichshauptkasse für Rechnung des Reichs jederzeit auf Erfordern gegen bares Geld eingelöst. Auch gelten sie als Teil des Barvorrats im Sinne des § 17 des Reichsbankgesetzes vom 14. März 1875. (R. G. Bl. S. 177).

Sie wurden ursprünglich in Höhe von 5,20 und 50 Mark ausgegeben.³⁾ Durch Ges. v. 5. Juni 1906 (R. G. Bl. S. 730) wurden sodann, um den durch Gesetz v. 20. 2. 1906 (R. G. Bl. S. 318) neu geschaffenen kleinen Banknoten von 20 und 50 Mark keine Konkurrenz zu bereiten, an Stelle der alten Reichskassenscheine neue Scheine zu 5 und 10 Mark ausgegeben (nach Bundesratsbeschluss v. 28. 6. 1906 30 Mill. M. 5 M.- und 90 Mill. M. 10 M.-Scheine).

Neuerdings findet auf Grund des Reichsgesetzes v. 3. 7. 1913 eine Vermehrung der Reichskassenscheine um 120 Mill. M. statt. Bisher ist indessen nur ein Teil dieser Scheine ausgegeben. Gegenwärtig (Dez. 1912) sind im Umlauf: 5 M.-Scheine: 41,5 Mill., 10 M.-Scheine: 150,9 Mill., 20 M.-Scheine: 0,7 Mill., 50 M.-Scheine: 0,9 Mill. Zus. 195 Mill. M. Das Staatspapiergeld wird voraussichtlich erst im Falle eines Krieges wieder eine Rolle zu spielen haben (sog. Darlehenskassenschein-Ges. v. 21. 7. 1870).

2. Schwebende Staatsschulden.

Die Schwebenden Schulden beruhen auf dem Gedanken und der praktischen Erfahrung, dass in einem grossen Finanzwesen vielfach die Eingänge der im Budget vorgesehenen Einnahmen später erfolgen, als die daraus zu deckenden Ausgaben notwendig werden, und dass die Betriebsfonds der Kassen (eiserne Bestände) zu grosse Summen und damit einen zu grossen Zinsverlust verursachen würden, wenn man lediglich aus ihnen den notwendigen zeitlichen Ausgleich herbeiführen wollte. Daraus geht zugleich hervor, welche grosse Bedeutung eine einheitliche wohlgeleitete Kassenverwaltung, ein möglichst viel Bargeld sparender Zahlungsverkehr indirekt auf die Niedrighaltung der schwebenden Schuld ausüben kann. Das vollkommenste System stellt, unter diesem Gesichtspunkte betrachtet, das englische und belgische dar, wo die Nationalbank zugleich als Staatskasse fungiert, wo alle Staatseinnahmen von dieser vereinnahmt, alle Ausgaben von ihr geleistet werden. Bei uns im Reiche ist die Reichshauptkasse zwar auch nur eine besondere Buchhalterei der Reichsbank. Doch bestehen daneben noch eine Anzahl Sonderkassen, deren Kassenfonds nicht durch die Bücher und Kassen der Reichsbank gehen, sondern die nur von den Reichshauptkassen nach Bedarf mit Geldmitteln ausgestattet werden und ihre Überschüsse an sie abführen (Generalmilitärkasse, Legationskasse usw.).

Infolge des Bedarfs dieser von der Reichshauptkasse zu versorgenden Sonderkassen und auch für die Zwecke etwaiger Vorschüsse an die Landeskassen für die von ihnen auf Rechnung des Reichs geführten Verwaltungen sind heute immer noch Betriebsfonds (Eiserne Bestände) in Höhe von 132,6 Mill. M. (Ende 1911) in den Reichskassen nötig.

Auch in Preussen und den anderen Bundesstaaten sind zwar die Staatskassen meist an die Reichsbank und die Privatnotenbank des betr. Landes, (Bayern, Sachsen, Württemberg, Baden) angeschlossen. Bei der Vielzahl von Kassen sind aber trotz Durchführung des Prinzips der Kasseeinheit im allgemeinen auch hier noch erhebliche Betriebsfonds erforderlich z. B. in Preussen etwa 140 Mill. M.

All diese Betriebsfonds können schon ihrer Natur nach nur für die nötigsten normalen Bedürfnisse der Kassenverwaltung ausreichen.

Sobald dagegen ein ausserordentlicher Bedarf eintritt, wie er z. B. in Reiche hervorgehoben wird durch erforderlicher werdende Ausgaben des noch nicht genehmigten ausserordentl. Etats, durch Nachtragsetats, durch eine — in früheren Jahren üblich gewesene — Stundung eines Teiles der nichtgedeckten Matrikularumlagen, Nichtgenehmigung von Steuer-

³⁾ Infolge des Reichsges. v. 21. 7. 84 (R.G.Bl. 172) wurden die mit Datum v. 11. 7. 74 ausgefertigten Reichskassenscheine eingezogen und neue angefertigt.



vorlagen, Vorschusszahlungen der Unfallrenten, welche die Reichspost und die bayerische und würtemb. Postverwaltung für Rechnung der Berufsgenossenschaften usw. gesetzlich zu leisten hatten, können die gewöhnlichen Betriebsfonds von vornherein nicht ausreichen. In solchen Fällen muss ergänzend die Aufnahme schwebender Schulden eintreten.⁴⁾

Die hierfür übliche Form ist, soweit das Reich in Frage kommt, die der unverzinslichen Reichsschatzanweisungen. Das sind Anweisungen auf Zahlung einer bestimmten Geldsumme zu einem bestimmten Termine seitens der Reichshauptkasse. Sie lauten in der Regel auf Beträge von 1000, 10 000, 50 000 oder 100 000 M.

Sie werden in der Regel von der Reichsbank⁵⁾ gegen Verrechnung eines Zinses in Höhe des Bankdiskonts diskontiert. Die Reichsbank hat das Recht, diese Schatzanweisungen weiter an andere Banken und Private zu rediskontieren, ein Recht, von dem sie namentlich im Interesse ihrer Diskontpolitik Gebrauch macht, um bei unerwünschter Geldfülle im offenen Markte den Geldmarkt durch Verkauf von Sch. zu verengen, zu versteifen. Der Reichskanzler hat zu bestimmen, wann und in welcher Höhe Sch. ausgegeben werden sollen, wie lange die Umlaufzeit dauern soll u. s. f. Bei den zu vorübergehenden Verstärkungen der ordentl. Betriebsmittel der Reichshauptkasse bestimmten Sch. darf die Umlaufzeit den Zeitraum von 6 Monaten nach Ablauf des betr. Rechnungsjahres nicht überschreiten (§ 7 der Reichsschuldenordng. in der Fassung der Nov. v. 22. 2. 1904).

Der etatsmässig zulässige Höchstbetrag des Umlaufs der Schatzanweisungen zur vorübergehenden Verstärkung des Betriebsfonds der Reichshauptkasse wird alljährlich im Reichsfinanzetatgesetz festgelegt (§ 1 Abs. 2 der Reichsschuldenordn. v. 19. 3 1900). So wurde diese Höchstsumme für 1877 und 1879 auf 24 Mill., für 1878, 1880—81 auf 40 Mill. festgesetzt. In den Jahren 1882—86 erhöhte man ihn auf 70 Mill., 1887—91 auf 100, von 1892—1901 auf je 175 Mill. Seitdem musste er gewaltig gesteigert werden; er betrug 1902—1904 je 275, 1905—1907 je 350. 1908 475, 1909, dem Jahre der Finanzreform, sogar 600 Mill. M. Erst infolge der Reichsfinanzreform konnte der Höchstsatz wieder 1910 auf 450, 1911 auf weitere 375 Mill. M. ermässigt werden. Seit 1912 ist der Höchstbetrag weiter auf 350 Mill. M. herabgemindert. Diese Zahlenentwicklung gibt jedoch insofern kein ganz vollständiges Bild, als Schatzanweisungen in den Grenzen jener Maximalsummen mehrfach im Jahre begeben werden können.

Der unverzinsliche Schatzanweisungskredit als schwebende Schuld zur Verstärkung der Betriebsfonds ist ausser im Reiche auch in einer Anzahl der grossen Bundesstaaten üblich. In Preussen, Bayern, Württemberg, Baden, Hessen, Elsass-Lothringen pflegt in den Finanz- und Etatsgesetzen ein Höchstbetrag für Ausgabe kurzfristiger Schatzanweisungen „zur vorübergehenden Verstärkung des Betriebsfonds“ der Staatshauptkasse festgesetzt zu werden.

Rechnet man die Inanspruchnahme des deutschen Geldmarkts durch Schatzanweisungen und sonstige kurzfristige Geldaufnahmen seitens des deutschen Reichs und der Bundesstaaten zusammen, so ergeben sich steigende und namentlich in gewissen Monaten, vor allem in der Winterhälfte oft erhebliche Summen.

Erst in neuerer Zeit hat sich diese Gesamtsumme namentlich infolge geringerer Bedürfnisse des Reiches erheblich vermindert. (Nähere Ziffern in der I. Aufl. S. 147.)

Der Form nach als schwebende Schulden auftretende, ihrem Wesen nach mehr den festen, fundierten Schulden zuzurechnende Schuldformen sind die verzinslichen (mehrere Jahre laufenden) Schatzanweisungen.

Als sich gegen Ausgang der 90er Jahre der deutsche Anleihemarkt erheblich verschlechterte und die Wirtschaftskrise des Jahres 1900 die Ausgabe 3% Reichsanleihen zu annehmbaren Preisen unmöglich machte, fing man zum ersten Male im Reiche wiederum an, längerfristige aber verzinsliche Schatzanweisungen auszugeben. Man begann zunächst mit Ausgabe von 80 Mill.

¹⁾ Schwebende Schulden finden sich dabei auch in England und Belgien.

²⁾ Gelegentlich werden auch an andere Banken oder Private Schatzanweisungen gegeben.

4 % Schatzanweisungen, in 4 Serien zu je 20 Mill. M., fällig in 4—5 Jahren, Begebungspreis: 99¼ %. Die Begebung erfolgte — was vielen Tadel erfuhr — zur Schonung des einheimischen Marktes in New-York, von wo übrigens bald wieder ein Rückfluss in die Heimat stattfand. Gegenwärtig hat das Reich 200 Mill. derartiger Schatzanweisungen ausgegeben (zu 4 %).

Was den Charakter dieser Schatzanweisungen anbetrifft, so werden sie von der Reichsfinanzstatistik den schwebenden Schulden zugerechnet, obgleich sie im letzten Grunde nichts anderes als eine feste langfristige Schuld sind, die nur in kurzfristiger Form aufgenommen wurde. Das sieht man deutlich daran, dass sie bei Verfallzeit meist immer wieder durch Schatzanweisungen eingelöst sind.⁶⁾

Die Ausgabe dieser Schatzanweisungen erfolgt in der Regel gar nicht in der Absicht, aus künftigen Einnahmen wieder eingelöst zu werden, sondern um den in Folge der allgemeinen Wirtschaftslage oder mit Reichs- und Staatsanleihen bereits übersättigten Kapitalmarkt augenblicklich zu schonen. Sie bereiten also vielfach nur neuere weitere feste Anleihen vor.⁷⁾

Die gesetzliche Ermächtigung des Reichsschatzsekretärs zur Wahl dieser Form der Schuldaufnahme für Zwecke, die sonst im Wege von Reichsanleihen gedeckt werden, ergibt sich einmal aus der neueren Fassung der Reichsanleihegesetze, sowie ferner aus einer Vorschrift der Reichsschuldenordnung v. 19. März 1900, § 1, wonach die im Wege des Kredits auf Grund des ausserordentl. Etats zu beschaffende Geldsumme entweder durch Aufnahme einer verzinslichen Anleihe oder durch Ausgabe von Schatzanweisungen zu erfolgen hat. Durch die Nov. v. 22. 2. 1904 wurde dann hinzugefügt, dass diese Ermächtigung zugleich die Befugnis in sich schliesse, Schatzanweisungen durch Ausgabe von neuen Schatzanweisungen und von Schuldverschreibungen in dem erforderlichen Nennbetrag einzulösen.

Preussen ist dem Vorgange des Reiches gefolgt und hat seit 1907 zum ersten Male 200 Mill. 4 % bis 1. Juni 1912 laufender Schatzanweisungen ausgegeben, die nicht zur vorübergehenden Verstärkung der Betriebsfonds, sondern zur Begebung von bereits genehmigten Anleihekrediten dienten. Gegenwärtig sind 635 Mill. derartiger Sch. ausgegeben.

C. Feste, fundierte Schulden.

1. Feste oder fundierte Reichsschuld.⁸⁾

Die 770 Mill. M. Schulden des Norddeutschen Bundes und die aus Anlass des Krieges aufgenommenen Schulden waren bereits 1873 fast restlos gedeckt. 1875 wurden sie noch mit 45 000 Mark ausgegeben. Sie sanken bis 1902 dann weiter bis auf 17 700 Mark, welche Ende 1902 verjährt waren.

Die erste Anleihe des neuen Deutschen Reiches wurde 1875⁹⁾ zu Marinezwecken bewilligt, aber zunächst nicht begeben, da die Einnahmen aus der Kriegskostenentschädigung noch zur Deckung hinreichten. Erst im Jahre 1877 wurden die ersten Reichsschuldverschreibungen ausgegeben. Es handelte sich dabei um 43 Mill. Reichsanleihe zu 4 %, die im Wege der öffentl. Subskription dem Publikum zum Kurse von 94,60 % angeboten wurden. Seitdem erhöhte sich

⁶⁾ Durch R.Ges. betr. Aenderung des Reichsschuldenwesens v. 22. 2. 1904 (RGBl. S. 66) ist es ausdrücklich für zulässig erklärt worden, dass bei Fälligwerden von Schatzanweisungen und zu ihrer Einlösung erforderlichenfalls — ohne spezielle Ermächtigung — neue Schatzanweisungen ausgegeben werden. Erst in neuester Zeit hat man angefangen, fällig gewordene derartige Schatzanweisungen wenigstens teilweise nicht zu erneuern.

⁷⁾ So diente die 1912 ausgegebene Anleihe des Reiches in Höhe von 80 Mill. zur Aufnahme einer fundierten Schuld an Stelle früherer Schatzanweisungen.

⁸⁾ Den festen und fundierten Schulden zuzurechnen sind auch die Garantieschulden, d. h. Schulden anderer Korporationen, Gesellschaften oder Institute, für welche Reich oder Staat die Garantie der Zins- Tilgungszahlung pp. übernehmen haben. Auch sie bedürfen im Verfassungsstaate eines Gesetzes. (R.V.A. 73, Pr.V.U.A. 103.) Im allgemeinen spielen diese Schulden keine finanziell bedeutende Rolle.

⁹⁾ R. G. v. 27. 1. 1875. RGBl. S. 18.

die Reichsanleihe schuld von Jahr zu Jahr, jedoch anfänglich in durchaus mässigem Tempo. Anfang 1882 war die fundierte Reichsschuld erst auf annähernd 300 Mill. M. gestiegen, wovon 88 Mill. für Post, Telegr. u. Eisenbahnen und 48 Mill. für Durchführung der Münzreform, also ein erheblicher Teil für sog. produktive Zwecke ausgegeben worden waren. Auch in den nächsten Jahren stieg die Reichsschuld zunächst noch langsam an bis 1886. Seit 1887 aber vermehrte sie sich in weit stärkerem Tempo wie bisher. Und zwar überwogen nunmehr immer mehr die Heeres- und Flottenanleihen gegenüber den produktiven Anleihezwecken. Sehr begünstigt wurde die Schuldenaufnahme durch die Einführung des **a u s s e r o r d e n t l i c h e n E t a t s** im Reiche, welcher mit dazu verführte,¹⁰⁾ die zur Etatsbalancierung fehlenden **o r d e n t l i c h e n** Einnahmen durch Anleihen im ausserordentlichen Etat zu ersetzen, indem man Ausgaben, die eigentlich ihrer wirtschaftlichen Natur nach in den ordentlichen Etat gehörten, in den ausserordentl. Etat einstellte. Der Versuch im Jahre 1893/94 u. 1894/95, durch eine Reichsfinanzreform die laufenden Einnahmenquellen des Reiches zu erhöhen, scheiterte leider, und so blieb der Reichsregierung zur Durchführung ihres militärischen und Flottenprogramms kaum anderes übrig, als den ausserordentlichen Etat und das Anleihekonto übermässig zu belasten. Von dieser Zeit an muss man die **s c h l e i c h e n d e** **F i n a n z k r a n k h e i t** datieren, welche über ein Jahrzehnt die Gesundheit der Reichsfinanzen untergrub und schliesslich zu einer akuten Finanzkrise in den Jahren 1906 bis 1909 führte, die durch eine sehr einschneidende Sanierung mittelst der Reichsfinanzreformen von 1906 und 1909 geheilt werden musste. Namentlich in dem Gebiete der Heeres- und Marineverwaltung waren es eine Anzahl von Ausgaben, die ihrer Natur nach keinesfalls eine Deckung aus Anleihe rechtfertigten und die auf Anleihe zu nehmen man in Frankreich und auch in England nicht dachte. So wurden Ausgaben zur Heeresverstärkung, Truppendislokationen, Steigerung der Operations- und Schlagfertigkeit des Heeres, Komplettierung des Waffenmaterials, Torerweiterungsbauten, Garniseinrichtungen, Kasernenbauten auf Anleihe übernommen, im Gebiete der Marineverwaltung wurden Armierungskosten durch Anleihe gedeckt usw.

Dadurch steigerten sich die Ziffern der Schuld allmählich bis 1901 auf 2315,6 Millionen Mark.

Erst im Jahre 1901, nachdem sich die Reichsschuld mittlerweile auf 2,3 Milliarden M. erhöht hatte, wurde in dieser Verschuldungsfreudigkeit insofern etwas Wandel geschaffen, als Regierung und Reichstag bestimmte **G r u n d s ä t z e** vereinbarten, welche Arten von Ausgaben allein in Zukunft auf Anleihen verwiesen werden sollten. Diese Grundsätze sind enthalten in einer Denkschrift zum Etat 1901. Eine weitere Ausbildung erfuhren sie in einer Denkschrift zum Etat für 1907.

Danach sollen auf die Anleihe nur verwiesen werden:

1. im Bereiche des **R e i c h s a m t s d e s I n n e r n**: die Kosten der diesem Reichsamt übertragenen Wohnungsfürsorge (Baudarlehen und Geländeerwerb für Erbbauzwecke), ferner etwaige grössere bauliche Änderungen am Kaiser-Wilhelm-Kanal, die schon wegen des erheblichen Aufwandes über den Begriff der laufenden Unterhaltung und der durch die regelmässige Fortentwicklung des Verkehrs bedingten Erweiterung hinausgehen;
2. bei der **H e e r e s v e r w a l t u n g**:
 - a) die Ausgaben für Festungszwecke,
 - b) die Kosten für die Vervollständigung des deutschen Eisenbahnnetzes im Interesse der Landesverteidigung;
3. bei der **V e r w a l t u n g d e r K a i s e r l i c h e n M a r i n e**: diejenigen Ausgaben, welche zur Weiterentwicklung der Marine bestimmt sind. Bei den Ausgaben für Schiffsbauten wird der zur Erhaltung des bestehenden Zustandes notwendige Betrag mit 6% vom Schiffswerte der Flotte auf ordentliche Mittel, der Mehrbedarf in Gestalt eines Zuschusses des ausserordentlichen Etats auf Anleihe übernommen. Dabei sollen Schiffsbaukosten für die Übernahme auf Anleihe — unter Einbeziehung auf die Schiffbaugemeinschaft bei den einmaligen Ausgaben des Marine-Etats — zur Infrage kommen, soweit es sich um Schiffe oder Fahrzeuge handelt, welche die Kriegsflotte zu führen berechtigt sind und mit ihrem Indiensthaltungskosten demgemäss dem Kapitel 52 des Marine-Etats zur Last fallen. Die Baukosten aller übrigen Fahrzeuge werden auf den ordentlichen Etat verwiesen. Ausgaben für die artilleerische, Torpedo- oder Minenarmierung der Schiffe sind von der Übernahme auf die Anleihe ausgeschlossen;

¹⁰⁾ S. O. Schwarz, Formelle Finanzverwaltung. Berlin 1907, S. 21.

4. bei der Post- und Telegraphenverwaltung :
 - a) die Ausgaben zur Erwerbung von Telegraphenkabeln, sowie zur Herstellung unterseeischer und unterirdischer Telegraphenlinien, letztere nur insoweit, als andere Telegraphenverwaltungen dabei interessiert sind, oder militärische Interessen mit in Frage kommen oder Stadtfernsprechdrähte unter die Erde verlegt werden müssen;
 - b) die Ausgaben für solche Fernsprechanlagen, die vorzugsweise der Zukunft zugute kommen, einen dauernden Wert besitzen und auch eine ausreichende Verzinsung gewähren, soweit die Ausgaben nach Art und Umfang über den Rahmen der blossen regelmässig wiederkehrenden Ausgestaltung des Fernsprechwesens hinausgehen;
 - c) die Ausgaben für die zur Vermietung an minderbesoldete Beamte oder an Arbeiter bestimmte und sich angemessen verzinsende Gebäude, sofern ihre Einrichtung hauptsächlich aus Rücksichten der sozialen Fürsorge erfolgt und eine Verweisung auf den im Etat des Reichsamtes des Innern ausgebrachten allgemeinen Fonds nicht angängig ist;
5. bei der Eisenbahnverwaltung :
 - a) die Ausgaben für solche Anlagen, Einrichtungen und Beschaffungen, welche der Eisenbahn einen für sie noch nicht erschlossenen Verkehr zuführen sollen, mit Ausnahme derjenigen, welche, obwohl ihrer Natur nach zum Erwerb einer zu der vom Reiche für seine Anleihen aufzuwendenden Zinshöhe im angemessenen Verhältnisse stehenden Verzinsung bestimmt, dennoch dauernd oder doch auf absehbare Zeit eine solche nicht erwarten lassen. Anlagen, Einrichtungen und Beschaffungen, welche die Bewältigung eines bereits bestehenden Verkehrs ermöglichen oder zur Erhöhung der Betriebssicherheit dienen sollen, oder welche aus der Entwicklung eines bereits bestehenden Verkehrs notwendig werden, also entweder durch die schon eingetretenen Zunahme des Verkehrs veranlasst werden oder einen bereits vorhandenen Verkehr zu erweitern bestimmt sind, sind auf den ordentlichen Etat zu übernehmen;
 - b) die Ausgaben für ungewöhnlich kostspielige Anlagen, Einrichtungen und Beschaffungen, deren Übernahme auf den ordentlichen Etat das finanzielle Ergebnis (Überschuss der Einnahmen über die ordentlichen — fortdauernden und einmaligen — Ausgaben) der Verwaltung — der Regel nach für mehrere Jahre — aussergewöhnlich beeinträchtigen würde, und zwar bei solchen Anlagen, Einrichtungen und Beschaffungen, die einer verhältnismässig schnellen Abnutzung unterworfen sind, unter Verzinsung und entsprechend abgekürzter Tilgung des aufgewendeten Anleihekapitals zu Lasten des ordentlichen Eisenbahnetats;
 - c) die Ausgaben für sich angemessen verzinsende, zur Vermietung an minderbesoldete Beamte oder an Arbeiter bestimmte Gebäude, sofern ihre Errichtung hauptsächlich aus Rücksichten der sozialen Fürsorge erfolgt und eine Verweisung auf den im Etat des Reichsamtes des Innern ausgebrachten allgemeinen Fonds nicht angängig ist.

Wären diese Grundsätze früher festgehalten worden, so würden allein in der Zeit von 1887—94 etwa 8—900 Mill. M. weniger Schulden gemacht worden sein.

Tatsächlich stieg die Reichsschuld von 1901 ab wie folgt:

31. März 1902	2733,5	31. März 1908	3643,5	} Mill. Mark.
„ 1903	2733,5	„ 1909	3893,5	
„ 1904	3023,5	„ 1910	4556,6	
„ 1905	3023,5	„ 1911	4523,7	
„ 1906	3383,5	„ 1912	4582,2	
„ 1907	3643,5	1. Oktober 1913	4897,2 ^{10a)}	

Auch in dieser späteren Periode haben den Löwenanteil der Anleiheerträge Heer und Marine davongetragen.

Das der Reichsschuld gegenüberstehende werbende Aktivvermögen des Reichs ist gegenwärtig hinsichtlich der Post- und Telegraphenverwaltung auf etwas über 1 Milliarde, hinsichtlich der Reichseisenbahnverwaltung auf 900 Mill. bis 1 Milliarde M., hinsichtl. der Reichsdruckerei auf 15 Mill., zusammen also auf 2 Milliarden M. zu veranschlagen. Der kapitalisierte Reichsbankanteil würde auf etwa 3—400 Mill. M. zu bewerten sein, so dass der gegenwärtige Gesamtbestand der Reichsschuld von rund 5 Milliarden M. fast zur Hälfte durch werbende Aktivwerte gedeckt ist. Unter den nicht werbenden Aktivwerten sind namentlich der Flottenbestand, die Kriegshäfen, Werften, die Kasernen, Festungen, militärischen Werkstätten, Depots usw. zu nennen.

^{10a)} Die Summe setzte sich zusammen aus 1072 Mill. M. 4%, 1970 Mill. M. 3½%, 1634 Mill. M. 3% Schuldverschreibungen und 220 Mill. M. 4% Schatzanweisungen.



Was die Verzinsung der Reichsschulden anbelangt, so wurde, wie bereits hervor-
gehoben, die erste Anleihe von 43 Mill. M. des Reiches im Jahre 1877 mit 4% zu 94% begeben
und dem Publikum (im Wege der öffentl. Zeichnung) zu 94,6% angeboten. Es wurden aber
1877 noch einige kleinere Anleihen durch freihändigen Verkauf zu Kursen zwischen 94,25–96
begeben. Der Durchschnittskurs der im Jahre 1877 begebenen 72,2 Mill. M. nominal stellte
sich auf 94,33%, was einen Realzinsfuß von 4,24% bedeutete. Von da an besserten sich die
Zinsbedingungen von Jahr zu Jahr in fast ununterbrochenem Tempo bis
zum Jahre 1889. Die Emissionskurse der bis zum Jahre 1886 neu aufgenommenen 4% An-
leihen stiegen allmählich bis auf fast 106% (105,99%) an, wodurch der Realzins bis auf 3,77% her-
abgemindert wurde. In diese Zeit (4.3.85) fiel in Preussen eine grosse Konversion 4½% iger
Konsols (545¼ Mill. M.) und die Umwandlung von über 1½ Milliarden Eisenbahnprioritäten, zu
meistenteils 4½% verzinslich, in 4% Konsols. Zugleich ging Preussen (seit Juli 1885) zum 3½% igen
Typ über. Dieser Tatsache gegenüber glaubte die Reichsregierung berechtigt zu sein, nunmehr auch
ihreits den 4% Typ verlassen zu können, und gab 1886 neben 10 Mill. M. 4% zum ersten Mal
36,2 Mill. M. 3½% iger Reichsanleihe aus. Wie richtig die Massnahme war, ergab sich am besten daraus,
dass die neuen 3½% igen Titres fast genau zu pari (zu 100,03%) ausgegeben werden konnten,
wodurch sich der Realzins von 3,77 auf 3,36% herabminderte. Im folgenden Jahre, 1887, konnte
dieser Emissionskurs allerdings nicht ganz aufrecht erhalten werden, was wohl vor allem daran
lag, dass, während bisher die Jahresaufnahme von Anleihen sich zwischen Summen von 24–79
Mill. M. bewegte, in diesem Jahre mit einem Male nicht weniger wie 235 Mill. M. Schulden auf-
genommen wurden. Der Emissionskurs konnte daher nur auf 99,28% festgestellt werden, was
den Realzins auf 3,53% erhöhte. In den Jahren 1888 und 1889 hob sich aber, obgleich die sehr
erheblichen Summen von 163 und 234 Mill. M. aufgenommen werden mussten, der Emissions-
kurs bereits wieder auf 102,99 und 102,70%, der Realzins senkte sich also auf 3,41% und 3,40%.

So hatte die Regierung in dieser ganzen Zeit mit dem System der Emission nominell
hoch verzinslicher Schulden recht gute Erfolge erzielt. Für die in der Zeit von 1877
bis 1889 begebenen Anleihen im Nominalbetrage von insgesamt 1 117 981 800 M. wurden bei der
Emission in Wirklichkeit erzielt 1 225 555 904 M.¹¹⁾

Das Jahr 1890 brachte eine wesentliche Wandlung in der Anleihepolitik der Regierung insofern,
als diese mehr zum System nominell niedrig verzinslicher Schulden
übergang. Es wurden nämlich in diesem Jahre zum ersten Mal neben 29,8 Mill. M. 3½% iger zu
98,58% auf 170 Mill. M. 3% ige Reichsanleihe zu 86,38% ausgegeben.

Der Erfolg der Anleihe vom rein fiskalischen Standpunkte war zunächst ein
günstiger. Während die 3½% Anleihe des Jahres 1890 von 29,8 Mill. den Realzins wieder
auf 3,55% gesteigert hatte, senkte sich nun bei 3% und einem Emissionskurse von 86,38%
der Realzins wieder auf 3,47%. Für die Besitzer der bestehenden 4 und 3½% Reichsanleihen be-
deutete diese Einführung des 3% Typs aber einen gewissen Schreckschuss, indem sie nunmehr
ernstlich genötigt wurden, sich auf Konvertierungsmassnahmen vorzubereiten. Namentlich mussten
die Besitzer 4% Titres mit einer solchen Massnahme rechnen. Für diese Anleihen war daher die
aufsteigende Richtung der Kursbewegung nunmehr dauernd vorbei. Während sich ihr Durch-
schnittskurs von 1877 bis 1889 von 95,99% allmählich bis auf 108,16% (Höchstsatz 1889 sogar 109,90%)
gesteigert hatte, wurde ein solcher Kurs von nun an nicht mehr erreicht. Der Kurssteigerung
von Beginn der 90er Jahre bis 1896 von 98,39% auf 104,59% bei den 3½% igen und bis 1895
von 87,16% bis 100,36% bei den 3% igen stand bei den 4% igen eine rückläufige Entwicklung
des Börsenkurses von 106,75%¹²⁾ bis 103,81% im Jahre 1897 gegenüber.

Bei der Frage, ob jenes Übergehen der Reichsregierung zum 3% igen Typ — das
Hand in Hand ging mit der Einführung des 3% igen Typs in Preussen — berechtigt war, oder
nicht, wird zu berücksichtigen sein, dass der Anleihemarkt damals mit 3½% igen Anleihen
durch die starken Anleiheaufnahmen in Preussen und im Reich sehr wesentlich überlastet war,

¹¹⁾ S. Bericht der Reichsschuldenkommission Reichst.-Session 90,92 Aktenst. 422.

¹²⁾ Nur um 1892 u. 1893 fand eine kleine Steigerung auf 106,30 und 107,24% statt.



die Regierung also nur zu starken Kursabschlägen ihren erheblichen Anleihebedarf bei Festhaltung eines $3\frac{1}{2}\%$ Typ hätte decken können. Deshalb riet namentlich die Bankwelt die Wahl 3% iger Anleihen an. Für die Regierung spielte dabei noch der Wunsch, das Ansehen des deutschen Staatskredits gegenüber dem Auslande aufrecht zu erhalten, eine erhebliche Rolle. In London hatte soeben die grosse Goschen'sche Konversion stattgefunden, welche den grössten Teil der englischen Staatsschuld von 1891 von 3 auf $2\frac{3}{4}\%$ Nominalzins — mit automatischer Weiterverminderung auf $2\frac{1}{2}\%$ in 1903 — herabsetzte und zunächst vollen Erfolg gehabt hatte. Auch in Frankreich plante man eine Konvertierung von 6,3 Milliarden für $4\frac{1}{2}\%$ ige in $3\frac{1}{2}\%$ ige Staatsrente (durchgeführt 1893). Da erschien es der preussischen und Reichsregierung offenbar nicht recht würdig, Anleihen zu $3\frac{1}{2}\%$ wesentlich unter Pari aufnehmen zu müssen.

Zunächst schien die weitere Entwicklung des Anleihemarktes der Politik der Regierung Recht geben zu wollen. Das Jahr 1891 (das Jahr der Baringkrisis), in welchem 8,2 Mill. M. $3\frac{1}{2}\%$ iger und die ausserordentlich hohe Summe von 360 Mill. M. zu 3% begeben wurden, hob bei 97,99% bzw. 83,81% Emissionskurs zwar den Realzins vorübergehend wieder auf 3,57% bzw. 3,58%. Von 1892 an aber stiegen die Emissionskurse sowohl bei den $3\frac{1}{2}\%$, sowie den 3% igen Reichsanleihen ununterbrochen, wodurch der vom Staate zu zahlende Realzins fortgesetzt sank. 1895 konnten 34,6 Mill. M. 3% Anleihe sogar zu 99,83%, also fast zu Pari ausgegeben werden, wodurch der Realzins bis auf 3,02% ermässigt wurde. Damit aber war der Höhepunkt der günstigen Entwicklung erreicht. Von nun an begann sich langsam aber stetig die Misere unserer 3% igen anzubahnen. Von 1895 bis 1901 sanken die Emissionskurse der in dieser Zeit aufgenommenen 3% igen allmählich von 99,53% herab bis auf 87,48%, wodurch der Realzins wieder von 3,02 bis auf 3,43% anstieg.

Die günstige Kursentwicklung der $3\frac{1}{2}\%$ igen Titres seit Beginn der 90er Jahre und noch mehr die Erreichung des Parikurses der 3% igen im Jahre 1895 (Höchstkurs 100,30%) liess den schon längst gehegten Gedanken einer Ermässigung des Nominalzinses der 4% igen Titres in den Vordergrund treten. Der Markt bereitete sich immer mehr darauf vor. Die Höchstkurse der 4% igen sanken von 1894 bis 1897 allmählich von 108,40 auf 104,70, die Durchschnittskurse von 106,89 auf 103,84%. Nachdem Preussen 1896 zur Konvertierung seiner 4% auf $3\frac{1}{2}\%$ ige übergegangen war, konnte das Reich nicht mehr zurückbleiben. Durch R.G. v. 8. März 1897 wurde die Konvertierung der umlaufenden 450 Mill. M. 4% igen Reichsanleihe in $3\frac{1}{2}\%$ ige verfügt.

Mit diesem Zeitpunkte hatte man gerade noch den letzten Augenblick der Möglichkeit einer wirksamen Konversion wahrgenommen, nachdem man vielleicht ein bis zwei Jahre zu lange geögert hatte, wenn man überhaupt entschlossen war, sie durchzuführen. Ein bis zwei Jahre später wäre der Zeitpunkt verpasst gewesen. Die aufsteigende wirtschaftliche Entwicklung und verschiedene andere Momente führten von nun an bei allen Reichs- u. Staatsanleihen eine rückläufige Kurse und steigende Realzinsbewegung herbei. Die konvertierten $3\frac{1}{2}\%$ igen fielen im Kurse von 1898 bis 1900 von 103,84% auf 95,81%, die nicht konvertierten $3\frac{1}{2}\%$ igen von 103,89 auf 95,90%, die 3% igen von 97,66 sogar auf 86,74%. Für 1901, 1902 und 1903, in denen sich als Nachwirkung der Wirtschaftskrise von 1900 auf dem Industrie-Anlagemarkt eine gewisse Stagnation einstellte, zogen die Kurse wieder etwas an. Die $3\frac{1}{2}\%$ igen stiegen bis 102,30% (im Höchstatz auf 103,30%) in 1903. Dann aber trat eine fortgesetzt rückläufige Kursbewegung ein, die erst 1908 einen gewissen Abschluss fand bei 92,85 (niedrigster Satz 90,90). Das Jahr 1909 brachte eine Erhöhung im Durchschnitt auf 95,15%, während 1910 wieder ein Rückschlag auf 93,17% stattfand.

Bei den weit empfindlicheren 3% igen Anleihen trat der Rückschlag schon etwas früher ein. Während der Durchschnittskurs sich 1902 bis auf 92,18% (Höchstkurs 93,60%) gehoben hatte, ging derselbe schon 1903 auf 91,49 (Höchstsatz 93,40%) herab und sank nun fortgesetzt von Jahr zu Jahr bis auf 83,24 in 1908 (niedrigster Satz 81,20 in 1907), 1909 hob er sich wieder auf durchschnittlich 85,84 (Höchstsatz 87,70), ging aber 1910 wieder herunter auf 84,41 (Höchstsatz 85,80, niedrigster 82,75). Seitdem erfolgte ein weiterer Abstieg. Stand am 25. März 1912: 81,30%.

Bei dieser Entwicklung war es dauernd nicht möglich, die zahlreich notwendig werdenden neuen Anleihen weiter in 3% igen Typ aufzunehmen. Die letzte Aufnahme von 290 Mill. M.

zu 3% erfolgte im Jahre 1903 zu dem noch annehmbaren Emissionskurse von 91,33%, was einem Realzins von 3,28% entsprach. Dann aber musste man definitiv zum 3½% igen Kurse zurückkehren. 1904 half man sich zunächst mit 100 Mill. langfristigen zu 3½% verzinslichen Schatzanweisungen (Kurs 99,60, Realzins 3,52). Dann folgten 1905 360 Mill. u. 1906 260 Mill. 3½% Reichsanleihe zu 100,46 bzw. 99,38% Kurs d. h. zu 3,48 bzw. 3,52% Realzins.

Aber auch damit kam man auf die Dauer nicht aus. So sehr sich die Reichsregierung und der preussische Finanzminister gegen den Gedanken, zum 4% Typ wieder zurückzukehren, den man seit 1886 verlassen und nur einmal in 1900 in beschränkter Masse wieder hervorgeholt hatte, sträubten, die Verhältnisse des Marktes erwiesen sich als stärker.

1907 gab man im Reiche zum ersten Male zunächst 5jährige Schatzanweisungen (200 Mill.) zu 4% aus, die bei einem Begebungskurse von 98% einen Realzins von 4,08% trugen. (Übernahmeprovision 1%). Die Verhältnisse entwickelten sich weiter ungünstig. Das Ende des Jahres 1907 brachte eine von Amerika ausgehende starke wirtschaftliche Störung des gesamten Kapitalmarktes. So musste man bei der infolge der Reichsfinanznöte unumgänglich nötigen 250 Mill.-Anleihe im April 1908 nunmehr zum 4% igen Typ übergehen und dabei noch die Unkündbarkeit bis 1918 aussprechen. In Preussen hatte man die Fiktion einer nur vorübergehenden Massnahme anfangs Januar bei Ausgabe einer Anleihe von 210 Mill. noch dadurch festzuhalten gesucht, dass man diese Anleihe nur für 10 Jahre bis zum 1. April 1918 mit 4% Nominalzins ausstattete, während an diesem Tage der Zins ohne weiteres auf 3¼% und vom 1. April 1923 auf 3½% zurückgehen sollte. (System der sog. gleitenden Skala, „Staffelanleihe“.) Die weiter im April 1908 notwendige 400 Mill. Anleihe wurde dagegen ebenso wie im Reiche zu 4% unkündbar bis 1918 aufgenommen.

Die ferneren Anleihen im Reich von 1909 und 1910 sind ebenso wie in Preussen (Reich 3. 5. 09 160 Mill. u. 5. 2. 10 340 Mill. M. Preussen: 270 bzw. 170 Mill. M.) nach dem gleichen Typ (4%, bis 1918 unkündbar) emittiert.

Die allerneueste gemeinsame Emission aus Anfang 1912 (Preussen 420 Millionen, das Reich 80 Mill. M.) in 4% igem ebenfalls bis 1918 unkündbarem Typ erzielte einen Zeichnungspreis von 101,23 M. für Stücke, die unter Sperrung bis 15. Jan. 1913 in d. Reichs- oder Staatsschuldbuch eingetragen werden, für sonstige Stücke 101,40 M. pro 100 M. Nennwert. — Für 1913 musste man den Gläubigern aber erheblich weiter entgegenkommen. Im März 1913 mussten für 50 Mill. 4% Schuldverschreibungen, Unkündbarkeit bis 1925, im Juni für weitere 50 Mill. sogar bis 1935 zugesichert werden. Dabei betrug der Zinsfußzins nur 98,40 bzw. 98,60 und im Juni nur noch 97,70 bzw. 97,90 %.

Was die Schuldentilgung anbelangt, so hatten die ersten Anleihen des Norddeutschen Bundes noch an der Zwangstilgung festgehalten. Die Anleihe, welche durch R. G. v. G. 11. 67 (RGL. S. 157) bis zur Höhe von 10 Mill. Thl. = 30 Mill. M. für Marine- u. Heereszwecke genehmigt wurde, gewährte den Inhabern der Schuldverschreibungen zwar kein Kündigungsrecht, ordnete aber eine gesetzliche Zwangstilgung von mindestens 1% des Schuldkapitals unter Zurechnung der ersparten Zinsen vom Jahre 1873 ab an. Verstärkte Tilgung oder gänzliche Rückzahlung mit 6monatl. Kündigungsfrist war zugelassen. Die Tilgung hatte durch Ankauf oder, wenn die Anleihe pari und darüber stand, durch Auslosung zu erfolgen.

Infolge der preuss. Konsolidierungs-Gesetzgebung von 1869 und des hier grundsätzlich eingeführten Prinzips der freien Tilgung wurde auch für die genannte Reichsanleihe die Zwangstilgung aufgehoben und bestimmt, dass der jährliche Bundesetat die Höhe der Tilgungsmittel zu bestimmen habe: R. G. v. 6. 4. 70 (RGL. S. 65). Ähnlich R. G. v. 21. Juli 1870 (RGL. S. 491) u. 29. Nov. 1870 (RGL. S. 620) u. v. 26. April 1871 (RGL. S. 91).

Die Rückzahlung der Kriegsanleihen erfolgte trotzdem in der Hauptsache bald und zwar aus den Geldern der Kriegskontribution (R. G. v. 28. 10. 71 RGL. S. 343).

Solange sich die Reichsschuld auf einem verhältnismässig geringen Stande hielt, konnte man über das Nichtvorhandensein jeglicher Tilgung hinwegsehen. Als aber seit Ausgang der 80er Jahre die Vermehrung der Reichsschuld ein rapides Tempo anzunehmen begann und der Schuldenzinsendienst von Jahr zu Jahr stärker auf das Budget drückte, begann bei der Regierung wie



bei einsichtigen Männern des Parlaments das Fehlen jeglicher Tilgungsvorschrift als bedenklich empfunden zu werden. Man muss es als das Verdienst des Zentrums (Abg. Lieber) anerkennen, zuerst auf die Notwendigkeit einer Schuldentilgung nachdrücklich hingewirkt zu haben.

Die Massnahmen der Clausula Franckenstein, welche im Laufe der 80er Jahre den Einzelstaaten alljährlich erhebliche Beträge aus den Reichszöllen u. -steuern auch über die Matrikularumlagen hinaus zuwies, musste gegenüber der dabei stark steigenden Reichverschuldung als eine unbedachte und in gewissem Masse leichtsinnige Finanzwirtschaft des Reiches erscheinen. So wurden denn auf Antrag derjenigen Partei, welcher die Verantwortung der Cl. Fr. in erster Linie zufiel, des Zentrums, die sog. leges Lieber erlassen, welche bestimmten, dass der grössere Teil des etwaigen Überschusses der Gesamtsumme aller Überweisungen an die Bundesstaaten über die Matrikularbeiträge des betr. Jahres hinaus zur Tilgung der Reichsschuld zu verwenden sei.¹³⁾ Leider erwiesen sich die Vorschriften der leges Lieber in der Wirklichkeit nicht als so nützlich, wie sie gedacht waren, weil sie Überschüsse voraussetzten, während die steigende Finanznot des Reiches seit Ende des 19. Jahrhunderts die glückliche Zeit der Mehrüberweisungen an die Bundesstaaten endgültig beseitigte.

Der Gedanke, in irgendeiner Form eine obligatorische Tilgung im Reiche einzuführen, kam gleichwohl nicht mehr zur Ruhe, um so weniger, nachdem Preussen in seinem Gesetze v. 8. 3. 97 (GS. S. 43) eine gesetzliche Prozentaltilgung durchgeführt ($\frac{3}{5}\%$) und zugleich bestimmt hatte, dass alle rechnermässigen Überschüsse (die *etats*mässigen Überschüsse waren schon nach Ges. v. 18. 12. 1871 (RGBl. 593) grundsätzlich zur Tilgung zu verwenden) zur ausserordentl. Schuldentilgung verwendet werden mussten. So wurde zunächst in der kleinen *lex Stengel* von 14. 5. 1904 (RGBl. S. 169) im § 2 bestimmt, dass — unter Abänderung des Art. 70 der RV. — in Zukunft etwaige Überschüsse aus den Vorjahren, insoweit durch den Reichshaushalt nicht ein anderes bestimmt wird, zur Deckung gemeinschaftl. ausserordentlicher Ausgaben dienen sollten, was einer Tilgung bezw. Schuldminderung gleichkam.

Weiter bestimmte der § 4 des Reichs-Ges. v. 3. 6. 06 (RGBl. S. 620), dass von 1908 ab jährlich $\frac{3}{5}\%$ der Reichsschuld aus bereiten Staatsmitteln getilgt werden sollten (evtl. durch Verweisung auf Anleihe).

Aber es stellte sich bald heraus, dass alle gesetzlichen und Zwangstilgungen das Vorhandensein genügender laufender Mittel zur wesentlichsten Voraussetzung ihrer Wirksamkeit haben. Wenn beim Mangel solcher 1908 u. 1909 von der Durchführung der Bestimmung in § 4 a. a. O. abgesehen werden musste, so hatte diese beschämende Tatsache den guten Erfolg, dass man die durch die Reichsfinanzreform neu zu schaffenden Mittel reichlich genug bemass, um die erforderlichen Beträge für eine angemessene Schuldentilgung sicherzustellen. Die Erörterungen in der Öffentlichkeit über die enorme Schuldenvermehrung verfehlten ihre Wirkung auch auf das Parlament so wenig, dass auf Anregung aus dessen Mitte eine über die in Preussen festgesetzte Schuldentilgung noch weit hinausgehende Tilgung der Reichsschulden vorgeschrieben wurde. Nr. 3 des R. G. v. 15. 7. 09 (RGBl. S. 743) bestimmte, unter Ausserkraftsetzung der Tilgungsbestimmungen des R. G. v. 1906, dass — abgesehen von etwa 100 Mill. Anleiheschulden, die in den letzten Jahren für Fernsprechanlagen, Reichseisenbahnen, Arbeiterwohnungen und Darlehen für Kolonien gemacht und mit besonderen Tilgungsplänen versehen waren, die aufrecht erhalten blieben, — alle bis 30. September 1910 aufgenommenen Anleihen mit mindestens 1%, die nach dieser Zeit aufgenommenen Anleihen, soweit sie für verbende Zwecke aufgenommen sind, mit mindestens 1,5%, alle anderen Schulden sogar mit mindestens 3% getilgt werden mussten. Die ersparten Zinsen, welche mit $3\frac{1}{2}\%$ anzusetzen sind, müssen ebenfalls zur Tilgung verwendet werden. Die Tilgung kann ebenso, wie dies das Preuss. Tilgungsgesetz von 1897 vorgesehen hatte, auch durch Verrechnung auf Anleihe erfolgen. Doch hat man neuerdings, um die Kurse der Reichs- und Staatsanleihen zu heben, mehr auf den Rückkauf von Anleihetires als auf Verrechnung auf Anleihen Wert gelegt (s. darüber den Artikel: Die Kurse unserer Reichs- und Staatsanleihen.)

¹³⁾ Näheres s. Schwarz u. Strutz, Staatshaushalt, Bd. III, Buch 3, S. 122.

Bisher ist es in der Tat gelungen, die reichsgesetzlich angeordnete Tilgung in den Etats aufrecht zu erhalten, und es ist zu hoffen, dass dies auch in der Zukunft geschehen könne. Neuerdings haben sogar noch über dieses Mass hinaus erhebliche ausserordentliche Tilgungen aus Überschüssen im Reichsetat und bei den Überweisungssteuern stattgefunden. S. dazu R.G. vom 15. Juli 1909 § 3 (RGBl. S. 743), v. 21. 3. 1910 § 6 (RGBl. S. 525) u. R.G. v. 7. 4. 1911 § 4 (RGBl. S. 113). —

Die Übernahme (Emission) von Anleihen erfolgt in Deutschland in der Regel durch ein Konsortium auf eigene Rechnung. Dabei hat sich im Laufe der Zeit, beginnend mit den 50er Jahren, für preussische und später auch für die Reichsanleihen eine gewisse feste und dauernde Gruppe von Banken gebildet, die regelmässig die Staats- und Reichsanleihen zu übernehmen pflegen. Es ist das sog. „Preussenkonsortium“, welches im Laufe der 90er Jahre erheblich erweitert wurde.

Die Verwaltung der Reichsschulden lässt sich nur zugleich mit der Verwaltung der preussischen Staatsschuld darstellen. Für Preussen fungiert auf Grund des Ges. v. 24. 2. 1850 (GS. S. 57) als Verwaltungsorgan für die Verwaltung der Staatsschulden die Hauptverwaltung der Staatsschulden, welche als eine von der allgemeinen Finanzverwaltung abgesonderte, selbständige Behörde unbedingt verantwortlich ist für An- und Ausfertigung, sowie Ausgabe der Staatsschuldverschreibungen (Konsols) und Zinsscheine, für die regelmässige Verzinsung, für die vorgeschriebene Tilgung, für Löschung, Kassation und Aufbewahrung der eingelösten sowie der behufs Eintragung ins Staatsschuldbuch eingereichten Schuld Dokumente, endlich dafür, dass sie nicht über den Betrag der gesetzlich genehmigten Anleihe dokumente hinaus ausgegeben werden. Nur soweit es mit dieser unbedingten Verantwortlichkeit vereinbar ist, unterliegt die H. d. St. der oberen Leitung des Fin. Min. (Ges. v. 24. 2. 50 §§ 1, 6 u. v. 20. 7. 83 § 23).

Im übrigen ist ihre Aufgabe Verwaltung der Staatsschuld und der zu diesen Zwecken ihr überwiesenen Mittel, An- und Ausfertigung, Ausweisung, Wiedereinziehung der Schuld Dokumente, Einrichtung von Staatsgarantien, Ermittlung und Verfolgung von Fälschungen pp. und endlich Führung des Staatsschuldbuchs.

Sie ist eine kollegiale Behörde. Präsident und Mitglieder werden vom König ernannt und leisten vor dem Ob. Verw. Ger. einen Eid auf die besonderen Pflichten ihres Amtes nach gesetzlich bestimmter Formel. Als nachgeordnete Organe sind ihr unterstellt 1. Die Kontrolle der Staatspapiere 2. die Staatsschuldentilgungskasse, 3. das Staatsschuldbuchbureau.

Die parlamentarische Kontrolle über die Hauptverw. d. Staatssch. bezieht sich nur auf die ihrer eigenen Verantwortlichkeit unterliegenden Geschäfte und ist eine fortlaufende, durch die Staatsschuldenkommission ausgeübt. Letztere besteht aus je 3 auf 3 Jahre gewählten besonders vereidigten Mitgliedern der beiden Häuser des Landtags und dem Präsidenten der O. R. K. Alljährlich hat sie dem Landtag über ihre Tätigkeit und die Verwaltung des Schuldenwesens schriftlichen Bericht zu erstatten.

Unter dem Titel „Reichsschuldenverwaltung“ hat die H. d. St. zugleich auch die Reichsschuld zu verwalten. Die Funktionen des Fin. Min. hat hier der Reichskanzler, diejenigen der Staatsschuldenkommission die Reichsschuldenkommission zu übernehmen, welche letztere aus dem Vorsitzenden des Ausschusses des Bundesrats für das Rechnungswesen oder einem Stellvertreter des Vorsitzenden und 5 vom Bundesrat alljährlich gewählten Mitgliedern des Rechnungsausschusses, 6 vom Reichstag gewählten Mitgliedern und den Präsidenten des Reichsrechnungshofes besteht. Ihr Bericht ist dem Bundesrat und dem Reichstage zu erstatten. (Reichsschuldenordnung v. 19. März 1900 §§ 9—15).

Zur Zuständigkeit der Hauptverwaltung der Staatsschulden in Preussen und der Reichsschuldenverwaltung gehört auch die Verwaltung des preussischen Staats- und des Reichsschuldbuches.

Hinsichtlich der Einrichtung des Schuldbuchs sind für Preussen die Gesetze v. 20. 7. 83 (GS. S. 120) v. 21. 4. 86 u. 8. 6. 91 (GS. S. 124 bezw. 105) v. 24. 7. 04 (GS. S. 167) und v. 22. 5. 1910 (GS. S. 47), für das Reich die R. Gesetze v. 31. 5. 91 (RGBl. S. 321) v. 28. 6. 04 (RGBl. S. 251) und v. 6. 5. 1910 (RGBl. S. 665) massgebend.



Dem Beispiele Preussens und des Reiches in der Schaffung von Staatsschuldbüchern sind mehrere andere Bundesstaaten gefolgt, so Sachsen (Ges. v. 24. 4. 84, 11. 6. 1906), Hessen (Ges. v. 27. 3. 98, 31. 3. 1908, 1. 4. 09), Bremen (Ges. v. 2. 12. 98), Hamburg (14. 4. 1902), Sachsen-Weimar (G. v. 20. 1. 1900). Neuerdings auch Württemberg, (Ges. v. 12. 8. 11), ferner Bayern (Ges. v. 20. 7. 12), Baden (Ges. v. 8. 6. 1912).

Stand der fundierten Staatsschulden zu Beginn der Rechnungsjahre
(Beträge in 1000 M.)

Bundesstaat	1881	1891	1901	1906	1909	1910	1911	1912
Preussen	1965313,0	5634782,6	6602802,5	7228616,0	8225149,8	8776770,8	8921677,2	8788874,0
Bayern	1341078,1	1331499,1	1362511,6	1707063,0	16)1794767,6	2165942,9	2165942,9	2285976,1
Sachsen	673445,6	625780,7	829822,5	941266,8	896837,6	893042,6	871467,6	868894,6
Württemberg	418751,8	439105,2	495168,6	551431,0	584789,8	606042,8	600509,6	624793,3
Baden	322915,8	339045,9	335726,5	446992,4	506308,9	557178,3	546951,9	567219,6
Hessen	31752,8	35109,7	284450,0	366843,3	390037,0	428664,4	441242,0	431283,6
Mecklenburg-Schwerin	37908,0	94549,7	108583,4	129065,3	130588,9	129566,7	139948,1	139900,2
Grossherzogtum Sachsen	6068,4	4675,8	1823,1	1721,8	2401,6	2361,6	2321,2	1772,1
Mecklenburg-Strelitz	567,4	737,2	1465,2	1636,2	2235,2	2370,8	2734,1	2680,2
Oldenburg	36811,3	36450,6	56821,9	59317,7	58419,3	73847,2	73581,0	75071,0
Braunschweig	84164,4	69384,7	58452,2	52651,3	49823,9	48771,3	47443,9	45619,1
Sachs.-Meiningen	11540,8	12512,9	9243,6	8718,0	8680,6	7847,6	7012,5	7287,8
Sachs.-Altenburg	2125,7	2128,6	882,7	981,7	882,7	882,7	882,7	882,7
Sachsen-(Coburg)Gotha	12688,7	4807,1	5999,3	15)5534,2	4379,8	4344,9	4293,9	4241,2
Anhalt	8000,0	1260,0	—	—	—	—	—	—
Schwarzburg-Sondershausen	884,4	904,6	733,9	677,4	654,3	—	629,3	1303,9
Schwarzburg-Rudolstadt	4279,9	3852,3	4013,6	4307,5	4702,6	654,3	4635,0	4600,0
Waldeck	3496,6	3243,7	1902,3	1755,3	1635,9	4668,6	1551,9	1508,4
Reuss ält. Linie	995,2	171,1	—	—	—	1594,2	—	—
Roussjüng. Linie	—	—	1040,6	1040,6	1040,6	1040,6	1040,6	1040,6
Schaumburg-Lippe	310,9	379,6	266,1	433,7	402,8	336,9	325,7	369,6
Lippe	1149,7	810,4	1268,0	835,8	907,9	1096,0	1006,0	913,8
Lübeck	23742,4	11309,4	37549,3	47922,3	64596,8	64109,8	63387,7	62715,3
Bremen	80702,3	80283,6	160068,3	220695,0	264757,8	263431,4	263097,5	301606,1
Hamburg	160821,0	271392,3	406736,7	491524,8	607692,4	654421,6	675804,7	742970,0
Elsass-Lothringen	19806,8	25798,2	30332,6	36671,4	37569,1	39758,1	42167,0	43725,9
Summe Bundesstaaten	5244320,9	9229974,7	10796684,8	2307093,2	13679464,1	14728745,9	14879653,9	15005249,8

Die Summe der bundesstaatlichen Schulden hat sich also
 seit 1881 um 9 761,0 Mill. M.
 „ 1891 „ 5 775,3 „ „
 „ 1901 „ 4 208,6 „ „
 vermehrt.

15) Stand am 1. Juli 1906.

16) Stand am 1. Jan. 1908.



In den anderen Bundesstaaten ist die Verwaltung der Staatsschuld, wie hier ebenfalls gleich bemerkt sein mag, insofern ähnlich geregelt, als auch hier überall besondere Schuldenverwaltungen eingerichtet sind, deren Tätigkeit vom Finanzchef, aber auch vom Parlament kontrolliert wird.

2. Feste oder fundierte Schulden der Bundesstaaten.

Wenn wir die Zwecke betrachten, für welche die Schulden der Einzelstaaten aufgenommen sind und aufgenommen werden, so scheiden Anleihen für Heer- und Flottenkosten und damit die wichtigsten der sog. unproduktiven Ausgaben hier naturgemäss aus. In den Bundesstaaten sind die Anleihen vor allem für sog. produktive Zwecke aufgenommen worden. Ganz genau lässt sich der auf produktive Ausgaben entfallende Anleihebetrag namentlich in den Ländern nicht feststellen, welche nur eine einheitliche, die konsolidierte Schuld besitzen und Sonderschulden für besondere Verwaltungszweige z. B. Eisenbahnschulden nicht kennen. Dies ist z. B. der Fall in Preussen. In mehreren anderen Bundesstaaten mit Staatsbahnbesitz ist wenigstens die Eisenbahnschuld von der allgemeinen Schuld getrennt. So in Bayern, Baden, Hessen, Mecklenburg-Schwerin; bei Sachsen, Oldenburg, Sachsen-Meiningen ist die Trennung nicht ganz scharf durchgeführt.

In manchen Einzelstaaten findet sich noch eine weitere Zerlegung der Staatsschuld in besondere Schuldzweige. So teilt sich die Bayerische Staatsschuld in 4 grosse Fonds: Die Allgemeine Staatsschuld, die Eisenbahnschuld, die Grundrentenablösungsschuld und die Landeskurrentenschuld. Hessen hat eine eigentliche Staatsschuld, eine Landeskreditkassen-Schuld, eine Staatsrenten-Ablösungsschuld und eine Landeskulturrentenschuld. Auch die kleineren Bundesstaaten sind meist noch nicht zu einer einheitlichen konsolidierten Schuld vorgeschritten.

Die Entwicklung der Schulden aller Bundesstaaten ergibt die Tabelle auf Seite 157.

3. Schulden der deutschen Schutzgebiete.¹¹⁾

Die deutschen Schutzgebiete sind nicht Teile des Reichsgebiets und den Bundesstaaten nicht gleichstehend, sondern sind als Pertinenzien des Reichs anzusehen, die aber in vermögensrechtlicher Hinsicht als besondere Rechtssubjekte behandelt werden und besondere Landesfisci bilden. Die gesetzliche Grundlage ihrer vermögensrechtlicher Stellung bildet das Ges. v. 30. 3. 1892 RGBl. S. 369. Als Landesfisci solche können sie selbständig Vermögen besitzen und Schulden machen. Eine Einrichtung besonderen Papiergeldes und besonderer schwebender Schulden für die Schutzgebiete besteht nicht. Um dringliche Ausgaben decken zu können, sind für die Schutzgebiete besondere Ausgleichsfonds, früher Reservefonds genannt, geschaffen worden, welche gespeist werden aus den etatsmässigen Einnahmen und aus Ersparnissen bei den fortdauernden und einmaligen Einnahmen, sowie aus Rückeinnahmen bei Verkaufserlösen. Die Verfügung über diese Fonds erfolgt durch den Etat, der meist einen Posten „zu unvorhergesehenen Ausgaben“ aufweist. Die Fonds sind in Schuldverschreibungen der Schutzgebiete oder in Schuldverschreibungen bzw. verzinslichen Schatzanweisungen des Reichs oder deutscher Bundesstaaten anzulegen. Bis 1911 sind in die Ausgleichsfonds geflossen für Ostafrika 2 745 738 M., Kamerun 2 110 709 M., Südwestafrika 3 288 223 M., Togo 430 551 M., Samoa 82 916 M.

Besondere feste oder fundierte Schutzgebietsanleihen giebt es für die Schutzgebiete erst seit dem Gesetz v. 18. Mai 1908 (RGBl. S. 157). Bis dahin waren im Falle der Notwendigkeit der Aufbringung ausserordentlicher Einnahmen für die Schutzgebiete (für fehlende ordentliche Einnahmen werden Reichszuschüsse gewährt) Anleihen vom Reiche als solchem aufgenommen worden, deren Erlös den Schutzgebieten als rückzahlbares Darlehen gegeben wurde. S. Ges. v. 23. Juli 04. RGBl. S. 329, 18. Mai 08 RGBl. S. 206 betr. Darlehen in Togo (7, Mill.) und R. G. v. 16. März 07 RGBl. S. 73 betr. Darlehen an das südwestafrikanische Schutzgebiet (40, Mill. M.).

¹¹⁾ S. Dr. v. Osterroth, Das Schuldenwesen der deutschen Schutzgebiete, Leipzig 1911.



Betreffs der ausserordentlichen Bedürfnisse der Schutzgebiete hatte § 4 Ges. v. 30. 3. 92 bestimmt, dass, im Falle solche die Aufnahme einer Anleihe oder die Übernahme einer Garantie erfordern sollten, dies durch Gesetz zu geschehen habe. Diese Bestimmung wurde in der schon erwähnten Novelle v. 18. Mai 08 durch einen § 4 a dahin ergänzt, dass die in den — durch Dernburg neu eingerichteten — ausserordentl. Etat eingestellten Ausgaben, für welche nicht andere Einnahmen vorhanden sind, auf dem Wege der Anleihe zu Lasten dieser Schutzgebiete, (wobei das Reich für Verzinsung und Tilgung die Bürgschaft übernimmt), und zwar entweder zu Lasten eines einzelnen Schutzgebietes oder mehrerer Schutzgebiete aufzubringen sind. Die Tilgung der Anleihen hat mit mindestens $\frac{3}{5}\%$ unter Hinzurechnung der ersparten Zinsen zu erfolgen (§ 4 e). Die alte Form der Darlehensgewährung bleibt daneben zulässig.

Für die Verzinsung und Tilgung der Anleihen haftet jedes beteiligte Schutzgebiet dem Gläubiger gegenüber als Gesamtschuldner. Im Verhältnis zueinander haften die einzelnen Schutzgebiete indessen nur für ihren Anteil (§ 4 e).

Auf diesem Wege waren bis 1908 35 325 000 M. Schutzgebietsanleihen aufgebracht. Ende 1910 betrug die Schutzgebietsschuld bereits 98 175 000 M.

Nach dem Etatsentwurf für die Schutzgebiete für 1914 beläuft sich die Schutzgebietsschuld bereits auf 136 150 000 M. In dem Entwurf sind weitere Anleihenkredite 56 856 440 M. für 1914 vorgesehen.

Garantien seitens der Schutzgebiete sind bisher nicht nötig geworden.

D. Kommunales Kreditwesen.

Für den Kommunalkredit gilt nicht minder, wie für den Staatskredit, dass ohne ihn die grossartige Entwicklung kommunalen Lebens, wie wir sie in den letzten 3—4 Dezennien erlebt haben, nicht denkbar gewesen wäre. Die Milliardensummen, welche in dieser Zeit auf dem Kreditwege beschafft worden sind, um zahlreiche nutzbringende Gemeindegewerke zu schaffen, stellen allerdings eine schwere Last dar, die der zukünftigen Generation auferlegt wird, aber letztere wächst dafür auch unter so gesicherten, gesundheitlich günstigen, wirtschaftlich und sozial vorgeschrittenen Bedingungen auf, wie es der gegenwärtigen und vergangenen Generationen nicht entfernt beschieden war. Man muss sich nur einmal vergegenwärtigen, welche Errungenschaften die mit Anleihen hergestellten oder von früher privaten Gesellschaften übernommenen Kanalisationen, Beleuchtungsanstalten (Gas-, Elektrizitätswerke), Wasserleitungen, Schlachthofanlagen, Markthallen, Feuerwehranstalten, Strassenbahnen, Häfen, Brücken, Strassenbauten, Krankenhäuser Badeanstalten, neuerdings auch Talsperren, Hypothekenämter usw. für die Bevölkerung bedeuten, um sich zu überzeugen, dass diese Gegenwerte mit der gegenüberstehenden Schuldenlast an sich keineswegs zu teuer erkaufte sind. Ein Teil dieser Anlagen ist zudem werbender Natur, deren Überschüsse oft nicht nur die eigenen Schuldzins- und Tilgungsquoten, sondern auch einen Teil des sonstigen Verwaltungsaufwandes decken, für die Benutzung anderer können Gebühren erhoben werden, welche einen wenn auch oft nur geringen Teil des Schuldendienstes aufbringen können. Vielfach mussten allerdings namentlich in Städten mit stark wachsender Bevölkerung (Verkehrszentren, Industriegebiete) auch Schul- und ähnliche reine Verwaltungskosten auf Anleihe genommen werden. Derartige sog. unproduktive Anlagen ganz auf Steuern zu verweisen, ist oft eine vollständige Unmöglichkeit. Trotz der in Preussen geltenden scharfen Bestimmungen über die Einschränkung der Aufnahme von kommunalen Anleihen entfielen nach einer Berechnung Silbergleichs 1908 bei 104 preussischen Städten mit mehr als 25 000 Einwohnern von 2 456 937 000 M. auf andere als gewerbl. Zwecke also auf sog. unproduktive 1 161 827 000 M. oder 47,3%. (Gleiches ist übrigens auch in England der Fall.)

Da ein grosser Teil der Schulden zu Anstalten werbender Natur aufgenommen ist, hat der Wert des werbenden Gemeindevermögens in den letzten Jahren ganz erheblich zugenommen. So wurde 1908 der Wert der Gemeindebetriebsanstalten im Deutschen Reich von Jaffé in Hirths

Annalen auf rund 3—4 Milliarden M. geschätzt. Rechnet man zu diesen Werten noch das Grundstücks-Domänen-, Forst- und Kapital-Vermögen hinzu, so dürfte das Gemeindegeldkapital durch das gegenüberstehende werbende Aktivvermögen reichlich ausgeglichen, ja sogar überdeckt sein. Von dem Grund- und Forstvermögen sind leider Anfang des vorigen Jahrhunderts namentlich zur Tilgung von Kriegsschulden grosse Komplexe veräussert worden. Immerhin wurde 1900 noch ein Gemeindeforstbesitz in Deutschland von insgesamt 2 258 090 ha amtlich ermittelt ($\frac{1}{2}$ der Gesamtforstfläche). 1210 Städte und 37 Landgemeinden Preussens mit mehr als 10 000 Einwohnern verfügten nach einer amtlichen Statistik von 1906 allein über eine Gesamtfläche von 586 028 ha an Forsten, Gütern, Äckern, Wiesen, Weiden u. Seen. Ihr Kapitalvermögen betrug über $\frac{1}{2}$ Milliarde (557 Mill. M.). Über die Vermögensentwicklung gegenüber der Schuldenentwicklung liegen namentlich für Bayern amtliche Materialien vor. Von 1892 bis 1907 vermehrten sich dort die Gemeindegeldschulden von 215,3 auf 701,7 Mill. M., dagegen das Vermögen von 577,9 auf 1350,7 Mill. M., darunter das werbende Vermögen (sog. rentierendes Vermögen) von 401,1 auf 952,5 Mill. M.

Trotz dieses günstigen Verhältnisses darf das gewaltige Anschwellen der Gemeindegeldschulden in neuerer Zeit nicht ganz ohne Besorgnis betrachtet werden. Das Mass dessen, was ein Gemeinwesen den Bürgern an nützlichen Anstalten und Annehmlichkeiten bietet, ist an sich unbegrenzt. Nach der Rechtsprechung des Oberverwaltungsgerichts in Preussen ist die Gemeinde in der Ausdehnung ihres fakultativen Aufgabenkreises theoretisch nahezu unbeschränkt. In der Praxis muss aber ein Mass gefunden werden in dem Druck der Steuerlast und dem Widerwillen des Kapitalmarkts zur fortwährenden Neuaufnahme festverzinslicher Werte, wie er in dem Kurszettel zutage tritt. Und schliesslich sollte auch die Möglichkeit wirtschaftlicher Rückschläge, kriegerischer Verwicklungen und die Rücksichtnahme auf den namentlich in ersten Zeitläuften ungeheuer wichtigen Staatskredit der Unternehmungslust allzu tatendurstiger Bürgermeister und allzu freigiebiger Stadtparlamente Zügel anlegen. In diesem Sinne kann der vor kurzem ergangene Pr. Min.-Erl. v. 1. Febr. 1912, wonach sich die Regierungs-Präsidenten in möglichst frühem Stadium um die Frage der Finanzierung grösserer Anleiheprojekte in den ihrer Aufsicht unterstellten Gemeinden kümmern sollen, nur dankbar begrüsst werden. Denn sehr häufig sind die Vorarbeiten zu Gemeindeanleihen bei Nachsichtung der Anleihegenehmigung schon soweit gediehen, dass für die die Anleihen zu diesem Zwecke genehmigenden Behörden ohne schwere Schädigung gemeindlicher Interessen eine Versagung kaum mehr möglich ist. Ähnliche Erlasse sind auch in anderen Bundesstaaten ergangen. (Sachsen).

Was die Schuldfornien der Gemeinden anbetrifft, so würden begrifflich unkündbare a'so Renten-Schuldobligationen für Städte ebenso wie für Staaten zulässig sein, da ja auch Gemeinden als ewige Wesen gelten müssen. Der Staat hält indessen regelmässig streng an dem Erfordernis einer angemessenen Tilgung bei Genehmigung aller kommunalen Anleihen fest, schon um den Gemeinden das Schuldenmachen nicht zu sehr zu erleichtern, und weil die Entwicklungsbedingungen einer Gemeinde immerhin leichter einem Wechsel unterworfen sind, als diejenigen des gesamten Staatswesens (Änderungen der Verhältnisse, wirtschaftlicher Konjunkturschwung bei industriellen Gemeinden, Fortzug reicher Steuerzahler, Kriegführung namentlich im eigenen Lande u. A. m.) In einigen deutschen Gesetzgebungen ist dies Prinzip sogar gesetzlich zum Ausdruck gebracht worden, z. B. Bayersch. G.O. rechtsrh. Art. 62, Hess. St. O. Art. 117 Sächs. Rev. St.O. § 131. In den anderen Staaten wird im Verwaltungswege auf sachgemässe Tilgung gehalten. In Preussen war schon in dem bereits zitierten Erlasse von 1891 vorgeschrieben, dass der Mindesttilgungssatz 1% sein müsse, dass aber bei den rascher sich abnutzenden Pflasterungen mindestens 2, bei Kanalisationen $1\frac{1}{2}$ % des Anlagekapitals unter Zuwachs der ersparten Zinsen usw. als Mindestsätze zu gelten hätten. Ein Erlass von 1907 erhöht alle diese Mindestsätze auf $1\frac{1}{4}$, $2\frac{1}{2}$ bzw. 2%.

Die Schulden der höheren Kommunalverbände in Deutschland treten gegenüber den Gemeindegeldschulden an Bedeutung sehr zurück. Die Ursache liegt nicht allein in der geringeren Zahl dieser Verbände, in dem jüngeren Datum der kommunalen Bedeutung dieser ursprünglich meist mehr als Verwaltungsbezirke gedachten Institutionen, sondern auch in der weit eingeschränkteren Zahl der ihnen obliegenden Aufgaben.

Die Reichsfinanzstatistik gibt die Gesamtsumme der Inhaberoobligationen der grösseren Selbstverwaltungskörper am 31. Dez. 1912 auf nicht weniger wie 1685 Mill. M. an (davon die preussischen mit 1623, die bayerischen mit 23, die braunschweigischen mit 16 Mill. M., die lothringischen und sächsischen mit je 7 Mill. M.)

Zurzeit betragen die sämtlichen öffentlichen Kredite in Milliarden M. rund:

Schulden	Summe	davon Obligationenschuld
des Reichs ¹⁸⁾	5,1 ₃	5,1 ₃
der Bundesstaaten	ca. 16,0	16,0
„ deutschen Schutzgebiete	0,1	0,1
„ Gemeinden	8,5	4,5
„ höheren Kommunalverbände	0,9	0,2
„ Kirchengemeinden und Schulen	0,1	0,02
„ Handwerkskammern, Innungen pp.	0,1	0,04
sonstiger öffentl. Kreditinstitute	5,2	5,2
Sa. öffentliche Kredite	36,0₂	31,2₄

Dazu Obligationenschulden nicht öffentlicher Körperschaften:

Hypothekenfandbriefe u. -kommunalobligationen rund	11,4
Eisenbahnobligationen	0,8
Industrieobligationen (im weiteren Sinne)	4,8

Sa. Private und öffentliche Obligationenschulden: 47,2₄

Die Summe der öffentlichen Kredite in Deutschland kann hiernach gegenwärtig auf **36—37 Milliarden Mark** geschätzt werden, wovon 31—32 Milliarden in der Form von festverzinslichen Obligationen — meist auf den Inhaber — aufgenommen bzw. in Schuldbücher eingetragen sind.

Die Summe der festverzinslichen Obligationenschulden, sowohl öffentlicher wie privater Kreditnehmer im deutschen Reich ist auf **47—48 Milliarden Mark** anzusprechen.

¹⁸⁾ S. darüber auch die Broschüre „Die Kurse der Reichs- und Staatsanleihen“. S. 31.



42. Abschnitt.

Der Kurs der deutschen Reichs- und Staatsanleihen.

Vom

Wirklichen Geheimen Obertinanzrat Dr. Otto Schwarz,¹⁾

Vortragender Rat im Preussischen Finanzministerium, Berlin.

Literatur:

Ausser allgemeinen finanzwissenschaftl. Werken (A. Wagner, L. von Stein pp.) Karl Kimich, Die Ursachen des niedrigen Kursstandes deutscher Staatsanleihen. Stuttgart und Berlin 1906. (Münchener volkw. Blätter.) Alfred Neymark, Les mouvements des Fonds d'Etat des Grands Pays. Paris 1909. G. S. Freund, Die Rechtsverhältnisse der öffentl. Anleihen. 1907. Herm. Albert, Die geschichtl. Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895—1908. Leipzig 1910. W. Mahlberg, Zum Kursstand unserer Anleihen in den Pr. Jahrb. 142 Bd. (Okt.-Dez. 1910) S. 241 und 143 Bd. 2. Heft, S. 264. Jul. Wolff, Vorschläge zur Hebung der Kurse der deutschen Staatsanleihen. Leipzig 1911. Hugo Heymann, Die deutschen Anleihen. Berlin 1911. B. Dernburg, Kapital und Staatsaufsicht. Berlin 1911. Elster, Der Kursstand der deutschen Reichsanleihen und Pr. Staatsanleihen im Jahrb. der Nationalökonomie und Statistik. Februar 1911. S. 153. Wallich, Beiträge zur Geschichte des Zinsfußes von 1800 bis zur Gegenwart im Jahrb. für Nationalökonomie und Statistik. September 1911 S. 289. Wachler, Staatspapiere und Sparkasse in den Pr. Jahrbüchern 144. Bd., S. 492. A. v. Dombois, Der Kursstand der deutschen Staatsanleihen. Hannover 1911. B. Dernburg: Zwangsanlagen in Staatspapieren. Im „Bankarchiv“ v. 15. Oktober 1911. M. Warburg, Geeignete und ungeeignete Mittel zur Hebung des Kurses der Staatsregierung. Verhandlungen des IV. Allgem. Deutsch. Bankertags 1912, S. 15 ff. Kimich im Bank-Arch. v. 15. 6. 1912 über engl. Consols. Schmalenbach, Die Methoden der Emissionstechnik. Zeitschr. f. handelswiss. Forschungen 1907/08, Bd. II, S. 81 ff. Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts, 1890. Landmann in Schanz Fin. Archiv zur Entwicklung d. Formen u. der Organisationen des öffentl. Kredits, 29. Jahrg. I. Bd. S. 1 ff.

Die rückläufige Entwicklung der Kurse unserer Reichs- und Staatspapiere, die seit Beginn der 2. Hälfte der 90er Jahre einsetzte und nun schon 1½ Dezennien (mit nur kleinen Unterbrechungen) andauert, ohne dass irgendeins der zu ihrer Besserung angewandten Mittel in nennenswerter Weise einschlagen will, trägt um so mehr einen phänomenartigen Charakter, weil dieser Entwicklung einmal seit Mitte der 70er Jahre, also über 2 Dezennien lang eine fast stetige Steigerung der Staatspapierkurse vorausgegangen war (die 4% preuss. Konsols stiegen im Jahresdurchschnitt von 1879 bis 1893 von 97₈₀ auf 107₁₂ %, die 3½ % von 1885—96 von 99₀₆ auf 104₆₁, die 3%igen von 1890—96 von 86₆₀ auf 99₃₈), und sodann, weil der Niedergang der Kurse gerade in eine Zeit beispielloser wirtschaftlicher Fortentwicklung, Vermehrung des gesamten Wohlstandes in Staat und Reich fiel, weil langdauernde, tiefergehende Wirtschaftskrisen, (diejenigen von 1901 und 1907 wird man als solche kaum bezeichnen können), dem Lande erspart geblieben sind, und weil endlich das Land auch in kriegerische Aktionen von Bedeutung nicht verwickelt war.

Um die Ursachen dieser aussergewöhnlichen Erscheinung zu erkennen, darf man den Blick nicht nur auf Deutschland allein ruhen lassen. Um das Phänomen in seinem ganzen Umfange zu erfassen, muss man sich vielmehr vor Augen halten, dass die gegenwärtige rückläufige Bewegung der Kurse der Staatspapiere, wie auch die aufsteigende der Vorperiode keineswegs ein nur Deutschland eigentümlicher Vorgang ist. Einige der wichtigsten Kulturstaaten der alten Welt weisen mehr oder weniger gleichartige Erscheinungen auf.

¹⁾ S. hierzu meine ausführlichere, im gleichen Verlag erschienene Sonderbroschüre mit dem Titel „Die Kurse der deutschen Reichs- und Staatsanleihen“



Der Abstand des gegenwärtigen Kurses gegenüber den Höchstkursen von Mitte der 90er Jahre ist bei der französischen Rente rund 17 Prozent, bei den 3 % deutschen Anleihen 24 Prozent, bei den engl. Konsols fast 40 Prozent. Berücksichtigt man, dass die englischen Konsols 1897 noch 23/4 % Zins trugen und rechnet den damaligen Kurs (113,7) nach einem 2 1/2 %igen Zins um, so bleibt immerhin noch ein Kursrückgang von ca. 30 Prozent bestehen.

Ähnliche Entwicklungsgänge zeigen die österreichischen Staatspapiere, holländische, belgische, schweizerische, schwedische, norwegische, dänische Staatsfonds.

Weiter muss aber berücksichtigt werden, dass Hand in Hand mit diesem Rückgang der Bewertung erstklassiger Werte der ältesten, u. z. Teil grössten Kulturstaaten Europas eine steigende Wertschätzung der Staatspapiere kleinerer, vor 2 bis 3 Dezennien zum Teil noch notleidender europäischer und aussereuropäischer Staaten einhergegangen ist.

Dass all' diese Kursverschiebungen bei der eminenten Wichtigkeit der öffentlichen Verbände, um deren Kredit es sich handelt, und den gewaltigen Milliardensummen, die dabei in Frage kommen (die Schulden von England, Deutschland, Frankreich, Österreich-Ungarn betragen allein ca. 80 Milliarden, die Schulden aller Staaten der Welt ca. 200 Milliarden Mk.) zahlreiche und ernste Erörterungen in Publikum, Presse und Parlamenten hervorgerufen haben und noch hervorrufen, kann nicht wundernehmen.

A. Ursachen der Kursrückgänge der Staatspapiere und vorgeschlagene Massregeln zur Abhilfe.

Dieser Ursachen ist eine grosse Anzahl. Ihre Bedeutung ist aber eine sehr verschiedenartige. Wir werden versuchen, die wichtigsten derselben u n g e f ä h r in der Reihenfolge ihrer Bedeutung zu behandeln und dabei zugleich die zur Abhilfe empfohlenen Massregeln mit erörtern.

I. Fehler der Emissionstechnik.

Theoretiker und Praktiker haben namentlich in Preussen der Staatsregierung häufig fehlerhafte Emissionstechnik zum Vorwurf gemacht. Diese Vorwürfe sind zum Teil berechtigt. So ist unter anderen in den 80er Jahren und Anfang der 90er Jahre der Fehler gemacht worden, durch fortwährenden freihändigen Verkauf kleinerer und grösserer Posten Staatsanleihen den Markt dauernd unter Druck zu halten. Man hat mehrfach zu ungünstigem Zeitpunkte emittiert (zu spät im Jahre 1903), kurz vor dem Ausbruch des russisch-japanischen Krieges (1904). Das häufig uneinheitliche Vorgehen von Kommunen, Bundesstaaten und Reich bei Emittierung ihrer Anleihen ist nicht zu billigen, freilich auch nicht leicht zu beseitigen. Was die Massnahmen behufs guter Klassierung der Anleihen anbetrifft, so sind die ersten Zeichner, namentlich in früherer Zeit—neuerdings ist das erheblich besser geworden—, oft nicht genügend vor den sog. Konzertzeichnern bevorzugt worden. Man ist wohl manchmal zu ängstlich gewesen, den „Banken die Finger zu vergolden“, und hat die Marge und Bonifikation der Banken zu gering bemessen, um diese Institute an dem Vertrieb und der Empfehlung des Ankaufs von Staatspapieren hinreichend zu interessieren. Bei grossen Summen wäre vielleicht zur Erleichterung der Klassierung eine grössere Differenz zwischen Tageskurs und Übernahmekurs richtig gewesen, als sie im allgemeinen üblich ist. Die Form der Staffelanleihe (1908) war angreifbar, ebenso das Verfahren der Preussischen Regierung in 1908, keinen bestimmten Schuldbetrag bei der Emission zu nennen, in 1909, die Wahl zwischen 4 % und 3 1/2 % Titres freizustellen usw. Auf diesem Gebiete ist zweifellos manches zu bessern und unsere Finanzverwaltungen haben in neuerer Zeit auch ernstlich versucht, zu einer besseren Emissionstechnik vorzuschreiten.

So wichtig eine gute Emissionstechnik ist, so darf man ihre Wertschätzung doch nicht so hoch anschlagen, dass man aus den von der Regierung gemachten Fehlern etwa den gewaltigen Rückgang der Kurse unserer Staatspapiere auch nur annähernd würde erklären können.



2. Kauf und Verkauf von Staatstitres. Stückelung. Staatsschuldbücher.

Anerkanntermassen hat die starke Demokratisierung und Popularisierung der französischen Rente, der überaus breite Markt, der dadurch für sie geschaffen wird — man nimmt an, dass in Frankreich über die Hälfte aller Börsenoperationen in Rente abgeschlossen wird und dass der Rentenbesitz unter 2—3 Millionen Besitzer verteilt ist — viel zur Stabilisierung des Kurses der französischen Rente beigetragen. Erreicht worden ist diese Demokratisierung vor allem durch die Stückelung der Rententitres bis zu 2 und 3 Frs. herab und durch die leichte Möglichkeit des Rentenan- und -verkaufs bei allen Steuereinnahmestellen. Couponeinlösungsstellen für Staatsrente gibt es in Frankreich an 6000.

In beiden Hinsichten steht hinter Frankreich namentlich England zurück. Infolge des starken Rückganges der Konsolkurse macht sich indessen in England schon seit Jahren eine starke Bewegung für grössere Popularisierung und Erleichterung der Übertragungsmöglichkeit der Konsols geltend. Sie hat dahin geführt, dass man neuerdings durch Vermittlung der Postämter schon für die kleinsten Summen, von 1 sh an, gegen eine geringe Kommissionsgebühr Staatsgläubiger werden kann.

Was die Stückelung der Staatspapiere in Deutschland anbelangt, so geht sie in Preussen und einigen anderen Staaten, wie Oldenburg, Sachsen bis zu 100 Mk., im Reiche und in Baden, Bayern, Braunschweig, Hessen, Lübeck, Württemberg bis zu 200 Mk., in Hamburg und Bremen nur bis 500 Mk. herab. Bei uns sind also kleinere und mittlere Kapitalbesitzer sehr wohl in der Lage, ihre Kapitalien in Staatspapieren anzulegen. Neuerdings ist in Preussen die Verkauf- und Ankaufsmöglichkeit dadurch erleichtert worden, dass der Verkauf von Reichs- und Staatspapieren durch die Seehandlung provisionsfrei und an Bankiers und Sparkassen auch courtagefrei erfolgt.

Weiter hat man in Deutschland, wo die Form der Staatsverschuldung im Gegensatz zu England und Frankreich ursprünglich diejenige der Inhaberpapiere war, seit 1881 mehrfach Staatsschuldbücher und ein Reichsschuldbuch eingeführt, um dem Staatsgläubiger die Überführung der Inhaber- in eine Buchschuld zu ermöglichen (s. darüber Näheres unter „Öffentl. Kredite“), ein Vorgehen, in dem die Absicht einer Erschwerung häufigeren Umsatzes der Staatspapiere hervortritt.

Hat das zielbewusste Vorgehen Frankreichs auf diesem Gebiete der Rente einen starken widerstandsfähigen Markt geschaffen, so darf der Erfolg dieser Massnahmen doch auch nicht überschätzt werden. Die grossen englischen Banken und Gesellschaften haben jahrelang sehr grosse Verluste in ihrem Staatspapierbestand erlitten, ehe sie denselben eingeschränkt haben. Ob der kleine Rentner, der genauer rechnen muss, bei starkem Sinken der Rentenkurse, namentlich in gefährvollen, in Kriegszeiten ebenso so lange aushalten würde, ist zweifelhaft. Auch sonst ist es fraglich, ob eine so starke Demokratisierung der Rente, wie sie sich in Frankreich vorfindet, trotz ihrer unleugbaren Vorteile für die Kursgestaltung als restlos idealer Zustand anzusehen ist, da sie die Regierung nötigt, bei allen ihren politischen und wirtschaftlichen Massnahmen in einem Masse deren Rückwirkung auf die Rentenkurse in Rücksicht zu ziehen, die kaum immer dem staatlichen allgemeinen Interesse dienlich erscheint.

3. Zinspolitik. Konvertierungen.

Von grosserer und nachhaltiger Bedeutung für den Rentenkurs als die mehr formalen Massnahmen der Emission und Umsatzmöglichkeiten ist die materielle Zinspolitik des kreditnehmenden Staates. Hier sind es namentlich die Kapitalkündigungen und Zinsenherabsetzungen bei sinkendem Landeszinssuss, die Konvertierungen, welche vielfach als eine der Hauptursachen des Rückganges der Staatsanleihenurse angeführt werden. In Frage kommen namentlich für England die Goschen'sche Konvertierung aus dem Jahre 1888, durch welche 560 Mill. £ 3 % Konsols in 2½ % mit weiterer automatischer Zinsermässigung auf 2½ % vom Jahre 1903 ab, konvertiert wurden, und für Deutschland die Konvertierungen mehrerer Bundesstaaten aus Mitte der 80er Jahre von 5 und 4½ in 4 %ige und ferner die grossen Konversionen von 4 % in



3½%ige Reichs- und Staatspapiere, die Mitte der 90er Jahre (1895/97) im Reich und in mehreren Bundesstaaten in Höhe von zusammen etwa 5,7 Milliarden Mk. zur Durchführung gelangten. Alle diese Konvertierungen sind seinerzeit von vollstem Erfolge begleitet gewesen, ein Zeichen, dass die damalige Marktlage sie durchaus rechtfertigte. Wenn man gleichwohl heute rückschauend sagen kann, dass namentlich die engl. Konvertierungen und die Konvertierungen bei uns aus der Mitte der 90er Jahre mit zu der heutigen Unbeliebtheit von englischen und preussischen Konsols und deutschen Reichsanleihen beigetragen haben, so wird man doch Konvertierungen nicht allgemein verdammen und namentlich den Männern, die jene Konversionen durchgesetzt haben (Goschen, Miquel), nur in sehr eingeschränktem Masse Vorwürfe aus ihrem Vorgehen machen dürfen.

Wenn man über unsere Konvertierungspolitik der 90er Jahre klagen hört, kehrt häufig die Behauptung wieder, es sei damals eine Konvertierung der 4% Schuldtitel in 3%ige erfolgt. Oder es wird unter Berufung auf jene Konvertierung dargelegt, welche Verluste an den 3% Papieren, soweit sie Mitte der 90er Jahre gekauft seien, entstanden seien. Damit vermengt man zwei durchaus nicht gleich zu bewertende Tatsachen miteinander: Die Konvertierung der 4% Anleihen in 3½%ige und den Übergang zu dem neuen 3% Typ im Anfang der 90er Jahre.

In Wirklichkeit wird man sagen müssen, dass der Übergang zum 3% Typ im Jahre 1890 ein weit grösserer Fehler der Miquelschen Finanzpolitik war, als die Konvertierung Mitte der 90er Jahre der 4 in 3½%ige.

Die Aussicht auf Kursgewinne bei Veräusserung niedrig verzinslicher Papiere zu steigenden Preisen ist es hauptsächlich, welche den niedrig verzinslichen Typ für das anlagesuchende Publikum begehrenswert erscheinen lässt, und die sogar dazu führt, dass sich die Käufer dieser Anleihen meist mit einem niedrigeren Realzins begnügen als die Käufer höher verzinslicher Anleihen. Infolgedessen hatte sich die Spekulation in starkem Masse der 1890 eingeführten 3% Titres bemächtigt und zwar nicht nur die inländische, sondern, nachdem von Miquel die Zulassung der 3% Reichsanleihe an der Londoner Börse durchgesetzt war, auch die ausländische Spekulation, so dass gerade mit Hilfe dieser der Kurs der 3% deutschen Papiere in wenigen Jahren bis auf Pari getrieben werden konnte. Als sich dann Ende der 90er Jahre die Marktverhältnisse änderten, erwiesen sich die 3% Anleihen als am wenigsten widerstandsfähig und hatten den relativ stärksten Rückgang zu verzeichnen. Während in dem Zeitraum 1895 bis 1910 der höchste Kurs der 3% Reichsanleihe 100,80, der niedrigste 81,70 war, was eine Differenz von 19,10% bedeutete, betrug der höchste Kurs der 3½% im gleichen Zeitraum 105,70, der niedrigste 90,90, was nur eine Differenz von 14,80% ausmachte. Und dabei kann man annehmen, dass die Kursgestaltung der 3% Rente die Kurse der 3½% Titel nach oben wie nach unten noch mit fortgerissen hat, sodass, wenn ein 3% Typ überhaupt nicht bestanden hätte, die Spannung der höchsten und niedrigsten Kurse der 3½%igen wohl noch eine geringere als 14,80% gewesen sein würde. Die Vermeidung des 3% Typs würde also das gesamte Bild der Kursentwicklung unserer Staatsanleihen in wesentlich besserem Lichte haben erscheinen lassen.

4. Wirtschaftliche und steuerliche Vorteile für den Staatsgläubiger.

Staatspapiere sind wie andere Wertpapiere eine Ware, für deren Preisbildung Angebot und Nachfrage entscheidend sind. Deshalb stehen die Staatspapiere derjenigen Staaten, welche die Nachfrage nach ihren Anleihen durch Zusicherung steuerlicher und wirtschaftlicher Vorteile für den Rentenbesitzer verstärkt haben, besser da, als die Staatswerte anderer Länder, in denen dies nicht oder nur in geringerem Masse je geschehen ist. Zu letzteren gehört vor allem Deutschland.

In steuerlicher Beziehung ist die wirksamste Bevorzugung die Befreiung von der Einkommensteuer. Man findet sie aber nur in Ländern mit sog. speziellen Einkommen(Kapitalrenten)steuern, wie in Frankreich und Italien, dagegen nicht in Ländern mit allgemeiner Einkommenbesteuerung, wie in den deutschen Bundesstaaten, weil die Steuerbefreiung schon aus steuerrechtlichen Gründen kaum durchführbar wäre. Bei indirekten Steuern (Stempelsteuern) werden die Staatswerte fast in allen Staaten (auch bei uns) bevorzugt.

Es ist klar, dass durch ihre Steuerfreiheit die französische und italienische Rente gegenüber anderen einheimischen festverzinslichen Werten einen so erheblichen Vorsprung haben, dass er deutlich im Kurse zum Ausdruck kommen muss.

Einen wirtschaftlichen Vorteil haben alle Staaten ihren Staatsfonds durch Beilegung des Charakters der sog. Mündelsicherheit geschaffen. In neuerer Zeit ist dieser Vorteil freilich vielfach auch den Schuldbobligationen anderer öffentlicher Körperschaften zuteil geworden. Die weiteste Ausdehnung des Kreises der mündelsicheren Werte hat in England durch Aufnahme der Kolonialwerte in die Liste der Trustee securities stattgefunden, und ohne Zweifel hat diese Massnahme ganz besonders mit zu dem ausserordentlich starken Kursrückgange in jenem Lande beigetragen.

5. Zwangsanlagen.

Die Staaten haben sich, um die Unterbringung ihrer Staatsschuldscheine zu fördern, nicht darauf beschränkt, ihren Gläubigern besondere steuerliche und wirtschaftliche Vorteile zuzusichern. Auch vor einem direkten Zwange gewisser Institute und Gesellschaften zum Ankauf von Staatspapieren ist man nicht zurückgeschreckt. Dies ist namentlich der Fall gewesen in Frankreich, England, Ver. Staaten und Italien, erst neuerdings auch in Deutschland.

In der Tat kann die Schaffung einer ständigen Nachfrage nach Staatspapieren seitens der genannten Institute und Gesellschaften gewisse Kursbesserungen und eine Kursstabilisierung zur Folge haben.

a) Öffentliche Sparkassen.

In England wie in Frankreich und Italien müssen die sämtlichen Einlageüberschüsse oder doch der weitaus grösste Teil derselben und das Vermögen der Sparkassen in Staatspapieren angelegt werden. Eine solche Bestimmung in Deutschland durchzuführen, würde schon deshalb nicht angängig sein, weil sich hier das Sparkassenwesen ganz anders entwickelt hat, wie in jenen Ländern. Dort ist letzten Endes der Staat derjenige, welcher den Einlegern einen gewissen Zins garantiert und daher auch die Auswahl der Anlagewerte bestimmen kann. Entstehen dabei Verluste, so muss er konsequenterweise zu deren Deckung mit eigenen Mitteln einspringen und hat dies auch getan. Bei uns sind es dagegen Gemeinden und weitere Kommunalverbände, welche etwaige Verluste zu tragen haben. Diese Verbände würden sich nur an den Einlegern durch Verringerung der ihnen zugesicherten Zinsquoten schadlos halten können oder die ihnen aus den Sparkassenüberschüssen zufallenden Gelder vermindert sehen. Von einer Zwangsanlageverpflichtung in dem Umfange wie in E. und F. kann schon aus diesem Grunde nicht die Rede sein. Es kommt hinzu, dass nach der ganzen historischen Entwicklung unseres Sparkassenwesens der Hypothekenmarkt auf die Unterstützung durch Sparkassengelder in einer Weise angewiesen ist, dass eine völlige Entziehung derselben die grössten wirtschaftlichen Schäden hervorrufen könnte. Ähnliches gilt für Österreich.

Auf der anderen Seite lässt sich ein in massigen Grenzgehaltener Zwang für die Sparkassen, einen Teil ihrer Gelder dem Staatspapiermarkte zuzuführen, ganz abgesehen von den Rücksichten auf den Staatskredit, schon durch die heute zweifellos nicht genügende Liquidität unserer Sparkassen rechtfertigen. (Näheres in unserer Sonderbroschüre S. 15 ff.)

In Preussen hat man daher neuerdings — nach einem vergeblichen Versuche im Jahre 1906 — durch Ges. vom 23. Dez. 1912 (G.-S. 1913 S. 3.) bestimmt, dass die kleineren Sparkassen (bis 5 Mill. Einlagen) 15%, die mittleren (bis 10 Mill. Einl.) 20%, die übrigen 25% des Vermögens in mündelsicheren Inhaberbobligationen und davon $\frac{3}{5}$ in Schuldverschreibungen des Deutschen Reichs oder Preussens anzulegen haben. Die Anlage erfolgt aber erst allmählich (§ 3 a. a. O.).

b) Pensions-, Öffentliche Versicherungsanstalten usw.

In Preussen und im Reiche hat man den Gedanken der Schaffung von Zwangsanlagen noch in anderer Richtung verfolgt. Infolge einer Resolution des Hauses der Abgeordneten vom 10. Juni 1910 (Sten.-Ber. Sp. 6943) hat der Minister der öffentlichen Arbeiten angeordnet, dass



die Pensionskasse für die Arbeiter der Eisenbahnverwaltung, welche Ende 1908 ein Vermögen von 136 Millionen Mark angesammelt hatte, stets ein Viertel desselben in Reichs- und Staatsanleihen anzulegen hat. Entsprechende Verpflichtungen sollen den Kleinbahnen- und Privat-eisenbahngesellschaften für bestimmte Fonds auferlegt werden. Bei der durch die Ostpreussische Landschaft gegründeten Lebensversicherungsanstalt hat man ähnliche Vorschriften in das Statut aufgenommen. In der Reichsversicherungsordnung vom 19. 7. 1911 R. G. Bl. S. 509, § 718 ist ferner g e s e t z l i c h angeordnet, dass die Berufsgenossenschaft mindestens $\frac{1}{4}$ ihres Vermögens in Anleihen des Reiches oder der Bundesstaaten anlegen muss und ausserdem nicht mehr als die Hälfte in anderen als mündelsicheren und denen gleichgestellten Werten (§ 26) anlegen darf. Auch das Vermögen der Versicherungsanstalten für Privatangestellte und der sog. Ersatzkassen (§§ 226 u. 381 R. G. v. 20. 12. 1911 RGBl. S. 909) ist zu $\frac{1}{4}$ in Reichs- und Staatsanleihen anzulegen. Ebenso bestimmt das Preussische Gesetz über die öffentlichen Feuerversicherungsanstalten vom 25. Juli 1910 (G. S. S. 241) in § 19, dass die Anstalten ihr Vermögen mindestens zu $\frac{1}{4}$ in Anleihen des Reiches oder des Preussischen Staates anlegen müssen und bis zur Erreichung dieses Besitzstandes ein Drittel ihres jährlichen Vermögenszuwachses in derartigen Werten anzulegen haben.

c) Kreditgenossenschaften und Banken.

Auch für Kreditgenossenschaften und Banken fordert man aus Gründen der Liquidität vielfach die Einführung eines gesetzlichen Zwanges zum Ankauf von Staatspapieren. Was die K r e d i t g e n o s s e n s c h a f t e n anbelangt, so lässt deren Liquidität allerdings zu wünschen übrig. Wenn auch Ziele und Geschäftstätigkeit der Genossenschaften andere, den Banken mehr als den Sparkassen ähnelnde sind, wenn ferner bei den Genossenschaften durch die unbeschränkte Haftung der Mitglieder, in dem Rückhalt, den die Genossenschaften an den Zentralorganen, namentlich der Pr. Zentralgenossenschaftskasse u. der Bayerischen Zentraldarlehnskasse haben, und in der von diesen und den Revisionsverbänden geübten Aufsicht und Kontrolle ein gewisser Ersatz für die Liquidität der Bestände gefunden werden kann, muss doch eine Besserung des Deckungsverhältnisses der Passiven in Hinsicht ihrer Liquidität selbst auf Kosten der Erzielung höherer Gewinne nachdrücklichst angestrebt werden.

Neuere Vorschläge gehen dahin, die Grossbanken zu vermehrter Anlage von Staatspapieren zu zwingen oder gar besondere Depositenbanken zu gründen¹⁾, die ihre Depositen hauptsächlich in Staatspapieren anlegen sollen. Nun ist es richtig, dass in England wie in Frankreich die grossen Banken verhältnismässig grössere Bestände in Staatspapieren angelegt haben, als bei uns. Und wenn bei der Deutschen Bank neuerdings der Staatspapierbesitz sehr erhöht worden ist, so ist das in verschiedener Hinsicht erfreulich. Man darf auch hoffen, dass die Einrichtung der Veröffentlichung von Zweimonatsbilanzen in der erweiterten Form die Banken veranlassen wird, grössere Bestände in Staatspapieren anzulegen. Aber die Verhältnisse all dieser reinen Erwerbsgesellschaften liegen doch von Land zu Land und selbst innerhalb des einzelnen Landes so verschieden, dass die Einführung von Zwangsvorschriften grosse wirtschaftliche Nachteile im Gefolge haben könnte.

d) Reservefonds der Aktiengesellschaften.

Die Forderung, die Aktiengesellschaften zur Anlegung des g e s e t z l i c h e n R e s e r v e f o n d s (§ 262 H. G. B.) oder doch wenigstens der Hälfte desselben in Staatspapieren zu zwingen, wird meist mit Bezugnahme auf zahlungsunfähig gewordene Betriebe (z. B. Leipziger, Niederdeutsche Bank) begründet, wo die Depositengläubiger eine bessere Befriedigung erhalten haben würden, wenn die Reserven anstatt in sonstigen Aktiven in Staatspapieren angelegt gewesen wären. Das mag richtig sein. Aber mit solchen Beispielen lassen sich wirtschaftlich so einschneidende Massnahmen, wie die hier in Frage kommende, nicht rechtfertigen. Der Zweck der Bestimmung des gesetzlichen Reservefonds ist, die wirtschaftliche Kraft der Unternehmungen

¹⁾ S. hierüber auch O. Schwarz, Diskontpolitik, Leipzig 1911, S. 177 ff.



durch Gewinnrücklagen zu stärken, um denselben auch in schweren und Verlustzeiten einen festen Rückhalt zu verleihen. Daraus allein lässt sich die Notwendigkeit absolutester Liquidität für diesen Reservefonds, die natürlich auf Kosten seiner Ertragsfähigkeit gehen müsste, offenbar noch nicht ableiten. Denn Verluste brauchen in einem Geschäft nur ausnahmsweise in bar beglichen zu werden, in der Regel geschieht dies durch Abschreibungen, d. h. Verminderung des Wertansatzes der Aktiven. Wünschenswert wird die Anlage eines grösseren Teiles der Reservefonds unserer Aktiengesellschaften insbesondere auch der Grossbanken immer bleiben, und namentlich die Aktionäre und Aufsichtsräte sollten in dieser Richtung ihren Einfluss geltend machen, aber schematischer Zwang ist zu widerraten.

6. Tilgung und Tilgungsformen.

Nicht minder wichtig, als die vorgedachten Massnahmen, ist die Herbeiführung einer Nachfrage im richtigen Augenblick, d. h. dann, wenn, wie das gerade bei uns öfters vorzukommen pflegt, schon verhältnismässig kleine Beträge oder auf vorübergehenden Zufälligkeiten beruhende Verkäufe wegen Mangels an Käufern den Kurs erheblich gefährden können.

Mit zu diesem Zwecke ist bekanntlich das Grundkapital der Seehandlung vor einigen Jahren von 33 auf 100 Mill. Mk. erhöht worden, und es haben mehrfach Interventionskäufe nicht ohne Erfolg stattgefunden. Der Jahresumsatz in Reichs- und Staatsanleihen beläuft sich auf etwa 1 Milliarde Mk. In 1908 hat die Seehandlung 176, 1909 197, 1910 78, 1911 54 und 1912 71 Millionen Mark zurückgekauft.

Neuerdings hat man vielfach die langjährige Übung der Preussischen und Reichsregierung, die Tilgungssummen zur Verrechnung auf bewilligte Kredite, statt zum Ankauf von Staatspapieren und damit zur Steigerung der ständigen Nachfrage nach solchen zu verwenden, nicht ganz ohne Grund angefochten. Doch wird die Wirkung derartiger Massnahmen etwas überschätzt. (Näheres in der Sonderbroschüre S. 23 ff.)

7. Schuldvermehrung.

Eine starke Vermehrung der Staatsschuld, also ein starkes Angebot von Staatspapieren für längere Zeit muss kursdrückend wirken. Bei über 20 Milliarden Mk. Reichs- und Staatsschulden in Deutschland werden natürlich einige 100 Millionen Mark Neuemissionen eine solche Wirkung noch nicht haben. Aber wenn, wie es bei uns in dem letzten Dezennium der Fall war, Reich und Staaten alljährlich mit vielen Hunderten Millionen, stellenweise sogar mit die Milliarde überschreitenden Neuemissionen an den Markt kommen, so muss die Klassierung erschwert, der Kurs gedrückt werden. Selbst für ein so reiches Land wie England hat die plötzliche Neuemission innerhalb weniger Jahre von 3½ Milliarden Mark aus Anlass des Burenkrieges dem Markte erhebliche Schwierigkeiten bereitet. Auch in Frankreich sind die Neuemissionen anlässlich des Ankaufs der Westbahn nicht spurlos an dem Kursstande der Rente vorübergegangen.

Ausser in Deutschland hat auch in Österreich-Ungarn die grosse Schuldenvermehrung des letzten Jahrzehntes zweifelsohne die Rentenkurse besonders ungünstig beeinflusst.

Dass man bei uns neuerdings, namentlich im Reiche ernstlich bestrebt ist, ein langsames Tempo in der Schuldenvermehrung eintreten zu lassen, verdient daher vollste Anerkennung. In Preussen ist es namentlich der weitere Ausbau des Eisenbahnnetzes, der fortwährende Neuemissionen nötig machte.

8. Konkurrenz einheimischer, festverzinslicher Werte.

Eine starke Beeinflussung des Anlagemarktes der Staatspapiere kann auch durch Vorgänge auf dem Markte anderer sicherer, niedrigverzinslicher inländischer Werte, wie auf dem Pfandbrief-, dem städtischen Anleihemarkt usw. stattfinden. Ein starkes Angebot auf diesen Märkten, wie auch eine starke Nachfrage, wenn letztere auf Kosten der Nachfrage nach Staatspapieren erfolgt, kann den Kurs der letzteren nachteilig beeinflussen.

In Deutschland ist es namentlich die mit dem guten Grundbuch- und Hypothekenrechte zusammenhängende Mobilisierung des Grundbesitzes, welche durch starke Hypotheken-



belastung und grosse Pfandbriefemissionen von Jahr zu Jahr den staatlichen Schuldpapieren sehr erhebliche Konkurrenz bereitet.

Vor allem kommen die „öffentlichen Kredite“ der *Landschaften*, *Landeskreditinstitute*, *Rentenbanken* usw. als Konkurrenzpapiere in Betracht, weil diesen Papieren wie den Staatspapieren das Recht der Mündelsicherheit eingeräumt ist.

Von den privaten *Hypothekenbanken* sind nur etwa 4 Milliarden Pfandbriefe (der süddeutschen Staaten) mit dem Rechte der Mündelsicherheit begabt. Aber auch die nicht mündelsicheren Pfandbriefe (etwa 5—6 Milliarden) machen, namentlich infolge der grossen Pflege, welche die Hypothekenbanken ihren Pfandbriefen angedeihen lassen, den Staatspapieren recht erhebliche Konkurrenz.

Endlich sind noch alle diejenigen Hypothekenanlagen als Konkurrenten der Staatspapiere zu nennen, die nicht von Hypotheken- pp. Instituten und von Sparkassen, sondern von Privaten, Mündelgeldverwaltern, Stiftungen pp. direkt gewährt werden, deren Summe schwer festzustellen ist, die man aber nach den Eberstadt'schen Schätzungen von 1901 (der deutsche Kapitalmarkt S. 231) verbunden mit der seitherigen Zunahme, wie sie amtliche Statistiken aufweisen, gegenwärtig auf etwa 40—45 Milliarden Mark schätzen kann.

Neben Pfandbriefen und Hypotheken sind es namentlich die *kommunalen Inhaberpapiere*, deren Beträge in Deutschland absolut und relativ in fortwährendem Wachsen begriffen sind und welche den Staatspapieren immer erstere Konkurrenz machen.

Man wird die zunehmende Verschuldung unserer Gemeinden, namentlich unserer grossen Städte, nicht in Grund und Boden verdammen dürfen. Die grossen Aufgaben, die diesen Körperschaften aus der oft rapide steigenden Bevölkerungszahl, der enormen Entwicklung des wirtschaftlichen und Verkehrslebens, den Anforderungen der Hygiene, Volkswohlfahrt und Sozialpolitik erwachsen, sämtlich aus laufenden Mitteln zu bestreiten, würde eine unlösbare Aufgabe sein. Aber auch hier gilt es, das richtige Augenmass nicht zu verlieren.

Bei unserer gegenwärtigen politischen und wirtschaftlichen Lage wird man zwar von einer Überverschuldung der Gemeinden nicht sprechen können, zumal etwa die Hälfte der kommunalen Schulden für rentable, Überschüsse abwerfende Gemeindezwecke gemacht sind (1908 entfielen bei den preussischen Städten mit mehr als 25000 Einwohnern 52,7% der Schulden auf gewerbl. Unternehmungen) und viele Gemeinden über erhebliches Gemeindevermögen verfügen. Zeiten rückläufiger Konjunktur und politischer Krisen, die nicht ausbleiben dürften, werden aber kommenden Generationen die gewaltige Gemeindefschuldenlast vielleicht weit drückender fühlbar werden lassen, als dies die schuldenbewilligenden Stadtväter sich heute träumen lassen. Das Recht der staatlichen Aufsichtsbehörde, findet leider Schranken in dem städtischen Selbstverwaltungs- und Selbstbestimmungsrecht, die nicht so leicht zu überwinden sind, wie dies der Theoretiker oft glaubt und der Praktiker wünschen möchte. Wie in Reich und Staat, so müssen auch in den Gemeinden vor allem die Vertreter der Steuerzahler sich mehr bewusst bleiben, dass Ausgaben leichter bewilligt als gedeckt sind, dass die Gemeinwirtschaft nicht Selbstzweck ist und dass sie nicht auf Kosten der Einzelwirtschaften zu sehr aus dem Vollen leben darf.

Eine in neuerer Zeit immer mehr hervortretende Erscheinung auf dem Kapitalmarkt der festverzinslichen Papiere in England und Deutschland ist endlich die Zunahme der *Industrieobligationen*. Sie werden bei uns auf bereits 3—4 Milliarden M. geschätzt, nach neuerer amtlicher Statistik kommen 3,9 Milliarden M. in Frage, wobei allerdings auch die Obligationen anderer als industrieller Erwerbsgesellschaften oder Privatbetriebe mitingerechnet sind. Für eine Einschränkung der Industrieobligationen bringt man namentlich die Einholung staatlicher Genehmigung und ferner eine besondere Couponsteuer (1—1½%) in Vorschlag, Vorschläge, die aber nicht empfohlen werden können.

Insgesamt stellt sich die Höhe der öffentlichen Kredite in Deutschland gegenwärtig auf 37—38 Milliarden Mk. und die Summe der festverzinslichen Obligationenschuld (öffentl. wie privater Schuldner) auf nicht weniger wie 47—48 Milliarden Mk.



9. Konkurrenz ausländischer Werte.

Der neueren Entwicklung auf dem Effektenmarkte charakteristisch ist die Konkurrenz, welche dem inländischen Kapitalmarkte und vor allem dem Markt der festverzinslichen Werte durch ausländische Werte, Staatspapiere und sonstige Obligationen gemacht wird.

In Deutschland sind aus dem Nachbarstaat Russland grosse Posten an Staatswerten und staatlich garantierten Eisenbahobligationen, ferner erhebliche Summen amerikanischer Eisenbahnfonds, endlich viele Goldminen- und Diamantminenshares, Gummiwerte pp. untergebracht. Immerhin halten sich die Jahresemissionen ausländischer Werte an der Berliner Börse durchschnittlich erst auf der Höhe einiger hundert Millionen Mark. In Frankreich und England dagegen spielt die Anlage ausländischer Werte eine von Jahr zu Jahr steigende und manchen der dortigen Patrioten beängstigende Rolle. Sie machen dort jährlich je 2—4 Milliarden M. aus.

Wir begnügen uns an dieser Stelle damit, diese Konkurrenz der ausländischen Werte für unsere Staatsanleihen zu konstatieren. Die Frage der Zulässigkeit und Bedeutung der Anlage von einheimischen Kapitalen in ausländischen Werten zu erörtern, erscheint uns hier nicht der Ort. Die Frage kann nicht allein oder auch nur vorwiegend unter dem Gesichtspunkte der Stellung des Staatskredits beurteilt, sondern muss vor allem unter allgemein volks- und weltwirtschaftlichen, wie politischen Gesichtspunkten betrachtet werden.

10. Einfluss der intensiven Wirtschaftsentwicklung.

Haben wir in Vorstehendem eine ganze Reihe von Ursachen kennen gelernt, welche zu dem Kursrückgange unserer Staatspapiere mehr oder weniger beigetragen haben, so sind sie doch alle nicht ausreichend, einen so grossen Kurssturz herbeizuführen, wie wir ihn tatsächlich seit 1½ Dezennien erlebt haben. Es muss neben ihnen ein bisher noch nicht berührter Faktor mitgewirkt haben, der um so mehr als die weitaus wichtigste Ursache anzusehen ist, als er selbst wieder mehrere der schon genannten Ursachen seinerseits erst hervorgerufen oder doch wenigstens stark befördert hat. Das ist der starke wirtschaftliche Aufschwung, welchen National- wie Weltwirtschaft in dem in Rede stehenden Zeitraum genommen haben. Die Tatsache dieses Aufschwungs selbst hier näher zu erweisen, wird entbehrlich sein. Dass sie aber auf die Entwicklung der Staatspapierkurse und in den grossen Kulturstaaten, welche am stärksten an diesem Wirtschaftsaufschwung beteiligt waren und die zugleich ihren Staatsanleihebedarf an eigenen Märkte decken, besonders nachteilig wirken musste, und gewirkt hat, lässt sich ebenso a priori wie a posteriori beweisen.

Zunächst ist klar, dass bei den starken wirtschaftlichen und technischen Fortschritten von Handel, Industrie und Landwirtschaft enorme, zum grossen Teil dem Markte der sicheren Anlagen entgehende oder ihm entnommene Kapitalien zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs, wie vielfach auch zu Neu-, Vergrösserungs-, Erweiterungsanlagen erforderlich wurden. Dieser Mehrbedarf äusserte sich zum Teil in der Vermehrung von Wertpapieren, von Aktien und Dividendenwerten, sowie von Industrieobligationen. Die zahllosen privaten Einzelbetriebe hielten aber natürlich ebenfalls viele ersparte Kapitalien für sich zurück, die in wirtschaftlich stilleren Zeiten ganz oder zum Teil an den Staatspapiermarkt geflossen sein würden. Denn eine volle wirtschaftliche Hochkonjunktur macht sich schliesslich in dem Betriebe des kleinsten Krämers bemerkbar. Dass die steigende Gewinnquote das anlagesuchende Publikum zum Teil dem Markte der niedrig, aber fest verzinslichen Werte entfremdete und demjenigen der industriellen und Dividendenwerte zuführen musste, liegt hiernach auf der Hand. Dazu kommt, dass gute Dividendenpolitik, grosse Rücklagen usw. es grossen Werken und Banken vielfach ermöglicht haben, eine solche Stetigkeit in ihre Dividendenverteilungen zu bringen und dem Publikum die Überzeugung von einer solchen Sicherheit und Gefestigkeit ihrer Unternehmungen einzuflöszen, dass auch der Vorzug der Festigkeit und Gleichmässigkeit der Verzinsung der Staatswerte jenen Werten gegenüber an Zugkraft einbüssen musste. Auch bei anderen Dividendenwerten liess der mit geringen Unterbrechungen fort dauernde wirtschaftliche Aufschwung den Gedanken der Notwendigkeit einer angemessenen

Risikoprämie bei Dividendenwerten immer mehr zurücktreten, bzw. in den hohen Dividenden einen genügenden Risikoersatz finden. So wurden die festverzinslichen Werte immer mehr durch die Dividendenwerte verdrängt.

Auch in sekundärer Weise muss eine wirtschaftliche Hochkonjunktur die Staatspapierkurse nachteilig beeinflussen.

Die mit wirtschaftlicher Hochkonjunktur meist Hand in Hand gehende stärkere Bevölkerungszunahme, die Steigerung des gesamten Staats- und Gemeindebedarfs, die zunehmende Bautätigkeit und damit Belebung und Inanspruchnahme des Hypotheken- und Pfandbriefmarktes, die mit der gesteigerten Weltwirtschaftskonjunktur in engstem Zusammenhange stehende Steigerung des Anleihebedarfs der produzierenden, am Weltmarkt von Jahr zu Jahr mehr beteiligten auswärtigen Länder, all diese Folgen und Begleiterscheinungen einer Hochkonjunktur zeigen deutlich an, dass dieselbe in letzter Linie auch für mehrere der schon behandelten Vorgänge und Ursachen (Nr. 7 und 9) zum grossen Teile mit verantwortlich zu machen ist.

Als weitere indirekte Folge der wirtschaftlichen Hochkonjunkturperiode ist die Steigerung der Lebens- und Genussmittelpreise und vieler Gebrauchswaren anzusehen, die in manchen Ländern noch durch erhöhte Schutzzölle weitere Steigerungstendenzen erfuhren. Dies hat die allgemeine Lebenshaltung sehr verteuert, und die Bevölkerungskreise, welche für ihre Lebensführung ganz oder teilweise auf Zinserträge angewiesen sind, haben stellenweise geradezu gezwungenermassen den ertragreicheren, wenn auch weniger sicheren vor den sicheren aber niedrigverzinslichen Werten den Vorzug gegeben.

Auch a posteriori, in induktiver Weise lässt sich nachweisen, dass die intensive Wirtschaftstätigkeit der weitaus wichtigste Grund für den Kursrückgang unserer, der englischen pp. Staatspapiere, ja der fest, aber niedrig verzinslichen Werte überhaupt gewesen ist.

Vergleicht man nämlich (wie es in unserer Sonderbrochure unter Beifügung von mehreren Diagrammen geschehen ist) die Entwicklungslinien der Jahresemissionen, des Aussenhandels und des Bankdiskonts, die für das Auf und Ab des Wirtschaftslebens eine Art Thermometer bilden, mit dem Verlauf der Kurse der Staatspapiere, so tritt der Zusammenhang der Kursentwicklung mit der Wirtschaftskonjunktur in auffälligste Weise zutage.

B. Beurteilung der Bedeutung der Kursrückgänge vom Standpunkt des kredit-suchenden Staates und der Staatsgläubiger.

Mit den vorangeführten Ursachen ist die Aufzählung aller Gründe, welche einen Kursrückgang der Staatsfonds herbeiführt haben oder herbeiführen können, natürlich nicht erschöpft. Von Kurstürzen im Kriegsfall ist ganz abgesehen worden. Aber auch Kriegsbefürchtungen (Marokkowirren, Balkankriege) können den Rentenkurs stark beeinflussen. Ebenso können Positionslösungen infolge grosser Bankbrüche (Birkbeckbank) oder von Ultimo- und Quartalsliquidationen, wie wir es im September 1911 und 1912 in ziemlich augenfälliger Weise an unseren und anderen Börsen beobachten konnten, eine herabdrückende Wirkung haben. Hier pflegt es sich aber stets mehr um Ursachen vorübergehender Natur zu handeln.

Dagegen dürften die nachhaltigeren und ständigen Ursachen des Kursrückganges unserer Reichs- und Staatsanleihen und zugleich das Mass ihrer Stärke und Bedeutung in Vorstehendem vollständig dargelegt sein. Nach ihrem Ergebnis können wir die vielfach aufgeworfene Frage: ob der Staatskredit in den letzten anderthalb Dezennien bei uns in seinem Innersten gelitten habe, und ob etwa aus dem starken Rückgang der Kurse der Staatspapiere die Besorgnis hergeleitet werden könne, wir möchten nicht in der Lage sein, im Falle der Not und bei kriegerischen Verwickelungen uns die erforderlichen Anleihemittel zu beschaffen, nur glatt verneinen. Denn keine der behandelten Ursachen hat irgend etwas mit verminderter Bewertung unserer staatlichen Kreditfähigkeit zu tun.

In der Tat wird — abgesehen von Kriegszeiten — sowohl bei uns wie in England, Österreich oder Frankreich selten jemand aus Zweifeln an der Sicherheit des Staatskredits sich seines

Besitzes an Staatspapieren entledigt haben. Ein vernünftiger Grund für solche Befürchtungen wäre auch schlechterdings nicht zu finden. Der Wohlstand sowie die Steuerkraft haben bei uns wie in England und übrigens auch in Frankreich und Österreich gerade während des Rückganges der Rentenkurse ganz ausserordentlich zugenommen, und wir sahen bereits („Öffentliche Kredite“), dass es gerade die Steuerkraft der Bevölkerung ist, welche in letzter Linie über die Stärke und Sicherheit des Staatskredits entscheidet.

Wären die deutschen Regierungen gezwungen, in neuerer Zeit von 3 und 3½ % Nominalzins wieder zum 4%igen Typ hinaufzuziehen, so ist das im wesentlichen eine Folge des infolge der steigenden Wirtschaftskonjunktur gestiegenen Kapitalgebrauchswertes überhaupt. Diese Tatsache ist aber so wenig ein Zeichen für Minderung des Staatskredits, so wenig man von einer Minderung des Kredits einer Bank sprechen wird, wenn sie bei steigenden Geldbedürfnissen des Marktes oder vermehrter Geldknappheit den Zins für ihre Depositionen erhöhen muss.

Wir haben aber den Rückgang der Rentenkurse nicht allein vom Standpunkte des kreditbedürftigen Staats, sondern auch von dem seiner Gläubiger, des anlageseuchenden Publikums, zu betrachten. Den grossen Verlusten derer, die ihre Kapitalien in Staatsfonds angelegt haben und durch die Kursrückgänge erhebliche Summen eingebüsst haben, seien es nun einzelne Private, öffentliche Institute oder Gesellschaften, kann und darf der Staat, auch abgesehen von dem eigenen finanzieller Interesse, schon aus ethischen und moralischen Gründen nicht teilnahmslos gegenüberstehen. Wenn man neuerdings einerseits den Realzins des Staates mit dem anderer festverzinslicher Werte im Lande verglichen und dabei festgestellt hat, dass der Kurs der Staatspapiere immer noch um 1 bis 2 % denjenigen dieser anderen Werte übertrifft, oder wenn man den Realzins unserer Staatspapiere mit demjenigen Frankreichs und Englands vergleicht und konstatiert, dass bei unserm verhältnismässig weit höheren kurzfristigen Leihzins der Realzins unserer Staatspapiere gegenüber jenen Ländern noch verhältnismässig hoch zu nennen sei, und wenn man aus diesen Vordersätzen ableiten will, dass Regierunqs-Massnahmen zur Hebung der Rentenkurse im Grunde überflüssig, nutzlos und fast unberechtigt seien, so kann dem keineswegs beigestimmt werden. So gut wie Frankreich und Italien durch steuerliche und sonstige Massnahmen erreicht haben, dass die Kurse ihrer Staatswerte mehrfach weit grössere Spannungen gegenüber andern erstklassigen festverzinslichen Werten aufweisen, als 1 bis 2 %, wie gegenwärtig bei uns, muss es auch bei uns das Ziel der Regierung bleiben, das bestehende Spannungsverhältnis zugunsten der Staatspapiere zu verbessern.

Die Herbeiführung eines günstigen Kursstandes der Staatsanleihen auf jede nur irgend zulässige Weise zu fördern, wird auch in der Tat nicht nur bei uns, sondern anderwärts überall für ein eminentes Staatsinteresse angesehen. Die Reichsregierung wie die Bundesregierungen haben daher allen Anlass, nicht müde zu werden, kein geeignetes Mittel unversucht zu lassen, um eine Besserung und grössere Stabilität der Rentenkurse zu erzielen. Das ist der Staat nicht nur dem eigenen Kreditinteresse, sondern auch den Staatsgläubigern schuldig.

Man wird der Reichs- und preussischen Staatsregierung das Zugeständnis nicht vorenthalten können, dass sie nicht nur seit Jahr und Tag eifrig und unverdrossen an der Hebung der Staatsrentenkurse arbeitet und nichts unversucht lässt, was sie auf diesem Wege weiter bringen kann, sondern auch, dass sie sich in ihren gesetzgeberischen Massnahmen durchaus in angemessenen und massvollen Grenzen gehalten hat.

Die Lehren, welche die Staaten aus der Kursentwicklung ihrer Schuldpapiere in den letzten Dezennien zu entnehmen haben, müssen nach allem Vorgesagten dahin gehen, dass sie einmal ihre Zinspolitik zu verbessern haben, indem sie einerseits bei ihren Konvertierungen grössere Vorsicht walten lassen, andererseits nicht durch Wahl nominell zu niedriger Zinsfüsse ein zu grosses Spekulationsmoment in ihre Staatswerte bringen. Dass sie ferner



bei Neuemissionen den veränderten Marktverhältnissen durch schnellere Anpassung an den jeweiligen allgemeinen Zinssuss Rechnung tragen, wobei die Politik der Pfandbriefinstitute ihnen vorbildlich sein kann. Sodann müssen sie in der Schuldenvermehrung grössere Zurückhaltung üben und müssen für eine fortdauernde angemessene Tilgung sorgen. Endlich müssen sie der Emissionstechnik, der Entwicklung des Marktes und seiner Pflege ihre dauernde und vollste Aufmerksamkeit widmen, dürfen den Markt nicht „sich selbst überlassen“, und müssen behufs Interventionierung mit Tilgungs- und sonstigen zur Verfügung stehenden Staatsgeldern rechtzeitig am Platze sein. Die Einführung gesetzlichen Zwanges zur Anlage gewisser Gelder und Vermögenswerte von Instituten und Gesellschaften, die ihre Mittel besonders liquide zu gestalten haben, dem Staate besondere Kosten für ihre Beaufsichtigung verursachen oder besondere Vorteile von ihm geniessen, ist ins Auge zu fassen, wird sich aber in Grenzen zu halten haben, welche nachhaltige allgemeinwirtschaftliche Schäden ausschliessen.

Den Staatsgläubigern müssen die Erfahrungen der letzten Jahrzehnte zum Bewusstsein gebracht haben, dass die Forderung unbeweglichen Zinssusses und gleichzeitig stabiler Kurse eine unerfüllbare Utopie ist, und dass die grösste Sicherheit des Staatskredits die Kursenkungen, welche die Erhöhung des allgemeinen Kapitalgebrauchswertes hervorruft, in Zeiten wirtschaftlicher Hochkonjunktur nicht verhindern kann. Wer in der ersten Hälfte der 90er Jahre, wo die Kurse der 3% und 3½% Staatspapiere im Laufe von 5 Jahren um 7 bezw. 14% gestiegen waren, wo die wirtschaftliche Unternehmungslust auf dem Nullpunkt stand, der Kapitalnutzungswert ein minimaler war und das Kapital, scheu geworden durch grosse wirtschaftliche Krisen und finanzielle Zusammenbrüche vieler Staaten, die Sicherheit von Kapital und Zins aufs höchste bewertete — wer damals Anleihen kaufte, in der Meinung, dass sich bei so geringer Verzinsung jene hohen Kurse dauernd halten liessen oder gar noch steigen würden, hat eben die Grundlagen der Preisbildung für Staatspapiere verkannt und kann hierfür nicht lediglich den Staat verantwortlich machen, selbst wenn die Staatsbehörden s. Zt. dem gleichen Irrtum unterlagen.

Die so gewonnene Erkenntnis muss zugleich den heutigen Rentenbesitzer und denjenigen, der einer Neuemission von Staatspapieren gegenübersteht, mit der Überzeugung erfüllen, dass mit rückläufiger Entwicklung der Wirtschaftskonjunktur und der allgemeinen Zinsverhältnisse, die sich nach Erfahrung und nach allgemeinen Wirtschaftsgesetzen immer mit Zeiten aufsteigender Tendenz ablösen werden, auch das Kursniveau der Staatspapiere wieder eine ansteigende Richtung nehmen wird. Mit dem Umschwung der Konjunktur, der in absehbarer Zeit eintreten muss, und mit den damit zumeist verbundenen wirtschaftlichen Zusammenbrüchen und oft auch finanziellen Schwierigkeiten kreditschwacher Staaten wird der Sicherheitsfaktor der Kapitalsanlagen wieder stärker in den Vordergrund treten. Dann werden auch den Staatswerten wieder zahlreiche Freunde und Käuferschichten zugeführt werden.

