

# DER ZINSFUSS

seit 1895

Preisschrift der rechts- und staats-  
wissenschaftlichen Fakultät der Kaiser  
Wilhelms-Universität zu Straßburg i. E.

von

Dr. rer. pol. Heinrich Bichmann

1912

Puttkammer & Mühlbrecht

Buchhandlung für Staats- und Rechtswissenschaft

:: :: Berlin W. 56, Französische Straße 28 :: ::

990

TICA

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

Neuerscheinungen

Einfluß der deutschen  
Bankenkonzentration  
auf  
Krisenerscheinungen

von  
Dr. rer. pol. St. Wiewiórowski

8°. 134 Seiten und 3 Tabellen

Preis M. 2.80, in Leinen gebunden M. 3.60

Das hervorstechendste Merkmal der Entwicklung im modernen deutschen Bankwesen ist die Konzentrationsbewegung. Dies ist ein Urteil, zu welchem man sehr bald bei Beschäftigung mit neuerem deutschen Bankwesen kommt.

Die vorliegende Arbeit beleuchtet nun die vielgestaltigen Beziehungen zwischen Banken und Krisen und trägt zur Klärung einiger mit der modernen deutschen Bankentwicklung, insbesondere mit der Konzentrationsbewegung zusammenhängenden Probleme bei.

Die Diskontierung  
von Buchforderungen

in banktechnischer, volkswirtschaftlicher und rechtlicher Beziehung  
erschöpfend dargestellt

Ein Handbuch für Theorie und Praxis

Von Dr. iur. Georg Hartrodt

8°. 138 Seiten. Preis M. 2.80.

Das Thema gehört zu den zur Zeit am meisten erörterten Fragen der Volkswirtschaft und des Bankwesens. In dem vorliegenden Werk wird nun der Gegenstand vom banktechnischen, volkswirtschaftlichen und rechtlichen Gesichtspunkt aus behandelt und bietet eine erschöpfende Behandlung der Frage. Bei dieser ist u. a. der kaufmännische und gewerbliche Mittelstand erheblich interessiert. Der Autor kommt in seinen Ausführungen zu dem Ergebnis, daß die Diskontierung von Buchforderungen eine legitime Art der Kreditbefriedigung ist und eine Lücke in unserem Kreditsystem ausfüllt, indem sie dem gewerblichen und kaufmännischen Mittelstande den ihm gebührenden Kredit zu teil werden läßt.

III - 252

# DER ZINSFUSS

seit 1895

Preisschrift der rechts- u. staatswissenschaftlichen Fakultät  
der Kaiser Wilhelms-Universität zu Straßburg i. E.

von

5701136469

Dr. rer. pol. **Heinrich Bichmann**



Berlin 1912

:: Verlag von Puttkammer & Mühlbrecht ::  
Buchhandlung für Staats- und Rechtswissenschaft  
Französische Straße 28

N.ro INVENTARIO PRE 15712

A. E. FISCHER, Buch- und Kunstdruckerei, GERA-R.

P 990

## Vorwort.

Das vorliegende Buch soll eine geschichtliche Darstellung der neueren Zinsfußbewegung in Deutschland geben. Es sucht diese Aufgabe in der Weise zu lösen, daß es die für die Volkswirtschaft bedeutungsvollsten Arten des Zinsfußes getrennt behandelt und im einzelnen die Wirkung der wirtschaftlichen und politischen Erscheinungen seit Mitte der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts auf die Gestaltung der Zinsfußarten abzuwägen strebt. Dabei ergibt sich, daß in erster Linie die wirtschaftliche Konjunktur den Geldpreis beeinflußt hat. Daneben soll aber das Walten anderer Einflüsse nicht unterschätzt werden. Die Darstellung beginnt mit dem Jahre 1895, weil damals das Steigen des Zinsfußes in Deutschland seinen Anfang nahm.

Die rechts- und staatswissenschaftliche Fakultät der Kaiser Wilhelms-Universität in Straßburg i. E. hat ihre Anerkennung für die Arbeit durch die Verleihung eines Sonderpreises zum Ausdruck gebracht.

Magdeburg, im Januar 1912.

Der Verfasser.

## Inhaltsangabe.

	Seite
Inhaltsangabe . . . . .	IV
Literaturnachweis . . . . .	V—VI
Einleitung . . . . .	7—12
1. Begriff, Berechnung und Arten des Zinsfußes . . . . .	7—11
2. Die vorige Zinsfußperiode (1871—1895) . . . . .	11—12
Geschichtliche Entwicklung der verschiedenen Arten des Zinsfußes seit 1895 . . . . .	13—137
I. Kapitel: Der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit . . . . .	15—79
A. Der Diskont . . . . .	15—75
1. Der steigende Diskont von 1895 bis Sommer 1900 . . . . .	15—32
2. Die Krisis und der wirtschaftliche Niedergang von April 1900 bis Ende 1902 . . . . .	32—42
3. Der wiederum steigende Diskont Ende 1902 bis Sommer 1907 . . . . .	43—57
4. Der hohe Diskont Herbst 1907 bis Frühjahr 1908 und das folgende Abschwollen der Zinssätze . . . . .	57—75
B. Der landwirtschaftliche Personalkredit . . . . .	75—79
II. Kapitel: Der Wertpapierzinsfuß . . . . .	80—134
A. Der Staatspapierzinsfuß . . . . .	80—130
1. Von 1894—1900 . . . . .	80—93
2. Von Herbst 1900 bis Frühjahr 1903 . . . . .	93—99
3. Von Frühjahr 1903 bis Herbst 1907 . . . . .	99—120
4. Seit August 1907 . . . . .	120—130
B. Der Zinsfuß der Stadtoptionen . . . . .	131—133
C. Landschaftliche und landschaftähnliche Pfandbriefe . . . . .	134
III. Kapitel: Der Hypothekenzinsfuß . . . . .	135—137
Schlußwort . . . . .	138—152
Anhang: Statistischer Teil	
Verzeichnis . . . . .	153—154

## Literaturnachweis.

- Böhm-Bawerk, Art. „Zins“ im Handw. d. Staatsw., 2. Aufl. 1901.
- Calwer, Richard, Arbeitsmarktkorrespondenz.  
— — Das Wirtschaftsjahr.
- Conrad, J., Volkswirtschaftliche Chronik, enthalten in den Jahrb. f. Nat. u. Stat. 1898 bis 1909.  
Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betr. Aenderungen im Finanzwesen. 1908.
- Delbrück, Ludwig, Reichs- und Staatsanleihen (Preußische Jahrbücher. 116. Band. 1904).
- Die Reichsbank 1876 bis 1900. Jubiläumsschrift. 1900.
- Eberstadt, Rudolf, Der deutsche Kapitalmarkt im Jahre 1900.
- Eßlen, Jos., Konjunktur und Geldmarkt 1901 bis 1908, eine Untersuchung der Wechselwirkung beider in Deutschland. 1909.
- Evert, Georg, Reichsfinanzreform und Landwirtschaft (Konservative Monatsschrift 1908).
- Hecht, Felix, Die Organisation des Bodenkredits in Deutschland, 2. Abt. 1. Band: Die Statistik der deutschen Hypothekenbanken. Leipzig, 1903.
- Helfferrich, Karl, Das Geld im russisch-japanischen Kriege.  
— — Der deutsche Geldmarkt 1895 bis 1902 und der kurzfristige Kredit (Schriften des Vereins für Sozialpolitik, CX. Band). 1902.
- Homburger, Paul, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870 bis 1903. Frankfurt a. M., 1905.
- Kimmich, K., Die Ursachen des niedrigen Kursstandes deutscher Staatsanleihen. 1906.
- Lotz, Art. „Diskonto u. Diskontopolitik“ im Handw. d. Staatswissenschaften, 2. Aufl. 1900.
- Maync, Reg., Der Diskont 1899.
- Most, Otto, Die Anleiheaufnahme der größeren deutschen Städte im Jahrzehnt 1897 bis 1907 („Mitteilungen der Zentralstelle des Deutschen Städtetages“, Sonderheft vom 28. Juni 1908).

- Rießler, Zur Entwicklungsgeschichte der deutschen Großbanken mit besonderer Rücksicht auf die Konzentrationsbestrebungen. 1905.
- Sartorius Freiherr von Waltershausen, A., Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Auslande. Berlin, 1907.
- Schanz, Georg, Finanzarchiv.
- Schumacher, Hermann, Die Ursachen der Geldkrise 1908.
- — Die Ursachen und Wirkungen der Konzentration im deutschen Bankwesen (Schmollers Jahrbücher 1906).
- Voye, Ernst, Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfußes in Preußen von 1807 bis 1900. Jena, 1902.
- Weill, N. E., Die Solidarität der Geldmärkte. Frankfurt a. M., 1903.
- Zahn, Friedrich, Der preußische Sparkassengesetzentwurf vom Standpunkt städtischer Finanzpolitik (Jahrb. f. Nat. u. Stat., III. Folge, 33. Band, 1907).
- — Die Finanzen der Großmächte. 1908.
- — Zeitschrift des Kgl. Bayr. Statist. Bureau's. 1908.
- Verwaltungsberichte der Reichsbank 1894 ff.
- Jahresberichte der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin, seit 1903 „Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie“, Jahrgang 1894 ff.
- — der Handelskammer zu Frankfurt a. M., seit 1905 „Frankfurter Wirtschaftsbericht“, 1894 ff.
- — zahlreicher Effekten- und Hypothekenbanken usw.
- Festschrift zum 25 jährigen Bestehen des Reichsverbandes der deutschen landwirtschaftlichen Genossenschaften. Darmstadt, 1908.
- Taschenbuch für landwirtschaftliche Genossenschaften desselben Verbandes. Darmstadt, 1908.
- Verhandlungen der Bankiertage.
- Bankenquete 1908. (Tabellenwerk.)
- Bankarchiv, mehrere Jahrgänge.
- Salings Börsenpapiere.
- Neumanns Kurstabellen.
- Handbuch der Aktiengesellschaften.
- Kurszettel der Berliner, Frankfurter, Hamburger, Münchener und anderer Börsen.
- Prospekte von Anleihen.
- Berliner Tageblatt, mehrere Jahrgänge.
- Frankfurter Zeitung, 1894 ff.
- Deutscher Reichsanzeiger.
- Der deutsche Oekonomist, 1894 ff.

## Einleitung.

### 1. Begriff, Berechnung und Arten des Zinsfußes.

Der Zins ist der Preis für die Nutzung von Kapitalgütern auf eine bestimmte Zeit; er stellt ihren Ertrag dar, die Rente, welche sie ihrem Besitzer abwerfen. In einem engeren Sinne bedeutet er den Geldzins, d. h. den Ertrag von Kapitalien in Geldform. Seine Höhe wird durch dieselben Preisbestimmungsgründe bedingt wie die Höhe des Preises bei den Waren. In übertragenem Sinne spricht man daher auch von einem Geldmarkt, auf dem Angebot und Nachfrage von und nach Leihkapital sich begegnen, und von teurem oder billigem Geld, d. h. Leihkapital, welches zu hohem oder niedrigem Zinsfuß begeben ist.

Der Geldzins steht also einerseits im Gegensatz zum Pacht- oder Mietzins, andererseits zum Kapitalzins im weiteren Sinne; denn unter Kapital braucht ja nicht notwendig das in der Form von Edelmetall oder gemünztem Geld vorhandene Geldkapital verstanden zu werden, Kapital kann vielmehr jede bewegliche und unbewegliche Sache sein, sofern ihr nur nach den jeweiligen menschlichen Machtverhältnissen, Leistungen und Bedürfnissen schätzungsweise ein realer Wert zuerkannt wird. Kapital in diesem weiteren Sinne kann daher außer geschaffenen Produktionsmitteln alle Waren, die in die Konsumtion eingehen sollen, dann Naturkräfte, Grund und Boden, Rechtsverhältnisse, welche privatrechtlich oder durch Gesetz entstanden sind, umspannen<sup>1</sup>. In diesem weiteren Begriffe bedeutet Kapitalzins demnach die Kapitalrente und umfaßt dann außer dem Leihzinse auch das durch Eigenbenutzung des Kapitals erzielte Erträgnis (sogenannten ursprünglichen Kapitalzins)<sup>2</sup>.

Ferner wird der Geldzins auch Rohzins genannt und setzt sich dann zusammen aus dem Reinzins und der Risikoprämie. Welcher Teil des Rohzinses Risiko- oder Assekuranzprämie und welcher Reinzins ist, läßt sich aber nicht genau feststellen. Die

<sup>1</sup> Nach Sartorius Freiherrn von Waltershausen, Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Auslande. S. 10, 11.

<sup>2</sup> Nach Böhm-Bawerk, Artikel „Zins“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 2. Aufl., 1901.

Assekuranzprämie ist bald sehr hoch, bald verschwindend klein, je nach der Person des Schuldners und je nach der geleisteten Sicherheit. Eine praktisch brauchbare Untersuchung über die Zinsfußbewegung muß daher, will sie nicht ein Beitrag zur Geschichte der Spekulation werden, solche Darlehen, welche eine besonders hohe Risikoprämie enthalten, möglichst ausschalten und auf sichere Darlehen sich zu beschränken suchen<sup>1</sup>.

Viel verbreitet ist auch die Bezeichnung „landesüblicher“ oder „Landeszinsfuß“. Welche konkrete Art des Zinsfußes aber als landesüblicher Zinsfuß schlechthin aufzufassen ist, ist eine Streitfrage, welche in der Literatur verschieden beantwortet wird. Viele meinen, der Zinsfuß auf sichere erste Hypotheken, als der stabilste und am wenigsten Aenderungen unterworfen, verdiene am meisten, als Landeszinsfuß angesehen zu werden<sup>2</sup>. Dagegen nehmen andere<sup>3</sup> mit ebenfalls nicht schlechten Gründen dieselbe Bezeichnung für den Staatspapierzinsfuß in Anspruch. Wir sind nun der Ansicht, daß dieser sehr allgemein lautende Ausdruck nicht leicht auf einen Spezialzinsfuß anwendbar ist — und daß er überhaupt nicht nötig ist, wie die Verschiedenheit des unter diesem Ausdruck Verstandenen ohne weiteres beweist. Wir glauben vielmehr, auch ohne diese, in Literatur und Presse häufig als Schanze für Ungenauigkeiten benutzte, im Grunde nichts und alles sagende Bezeichnung ganz gut auskommen zu können und hoffen, daß die folgende Darstellung durch die Vermeidung derselben an Klarheit nicht verlieren wird.

Die Höhe der Zinsen wird durch den Zinsfuß ausgedrückt, der angibt, wieviel von dem heute fast allgemein zugrunde gelegten Kapital von 100 in einem Jahre an Zinsen zu zahlen ist.

Man unterscheidet schließlich noch den Anlagezinsfuß (bei Kapitaldarlehen auf längere Zeiträume), insbesondere den hypothekarischen Zinsfuß, und den Handels- oder Bankzinsfuß, der bei dem in Handels- besonders Bankgeschäften üblichen kurzfristigen Kredit gewährt wird. Besondere Arten des letzteren sind der Lombardzinsfuß für kurzfristige, durch Faustpfand gewährleistete Darlehen, der Wechselzinsfuß oder Diskont, der Depositenzinsfuß, der Kontokorrentzinsfuß und der Reportsatz.

Beide Zinsarten, die langfristige und die kurzfristige, werden Gegenstand der folgenden wirtschaftsgeschichtlichen Untersuchung sein müssen. Entsprechend der Abhängigkeit, in welcher sich der Anlagezinsfuß wie der Handels-

<sup>1</sup> Wir folgen hier den Grundsätzen Paul Homburgers in seiner Dissertation, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903. Frankfurt a. M., 1905.

<sup>2</sup> Z. B. Julius Kahn in seiner „Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815 und die Ursachen seiner Veränderung“. 1884, S. 16; Felix Hecht, Die Organisation des Bodenkredits in Deutschland, und Paul Homburger, a. a. O. ebenso.

<sup>3</sup> Z. B. E. Voyer, Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten . . . . S. 15; ferner Conrad, Volkswirtschaftl. Chronik.

zinsfuß gegenüber den Zeitverhältnissen befinden,<sup>1</sup> werden wir den primären, beweglichen, den Zeitströmungen mehr Rechnung tragenden Handelszinsfuß an erster Stelle betrachten. Der festere Anlagezinsfuß kann sich zwar dem von den Zeitverhältnissen ausgeübten Zwang, seinem launischeren Bruder zu folgen, auf die Dauer nicht entziehen, zeigt aber doch eine viel ruhigere und langzügigere Wellenlinie.<sup>2</sup> Er wird im voraus für längere Zeitabschnitte festgesetzt und ist weniger den politischen und wirtschaftlichen Tagesereignissen und Stimmungen als längerwirkenden Konjunkturen unterworfen.

Für unsere Zwecke dürfte es nun genügen, wenn wir aus den verschiedenen Arten des kurzfristigen Kredits die volkswirtschaftlich wichtigsten und interessantesten herausgreifen. Es ist dies einmal der Diskontsatz, welcher als Zinsfuß des Wechselverkehrs in erster Linie für den Kaufmann, aber auch für zahlreiche andere Berufsstände das höchste Interesse beansprucht, dann der Zinsfuß für den landwirtschaftlichen Personalkredit, der wiederum besondere Eigenarten aufweist, wie wir später zu sehen Gelegenheit haben werden. Die genauere Charakterisierung dieser erst neuerdings ausgebreiteten, daher auch in den älteren geschichtlichen Darstellungen des Zinsfußes noch nicht beachteten, für den Landwirt aber bereits heute ganz unentbehrlichen Kreditform wird des Zusammenhanges wegen eben dort gegeben werden.

Unter Diskont<sup>3</sup> schlechthin versteht man den Wechselzins, d. h. den Abzug an der Wechselsumme, welchen der Erwerber eines Wechsels vornimmt, um sich für die Erwerbung eines noch nicht fälligen Wechsels bezahlt zu machen, mit anderen Worten: der Unterschied zwischen der effektiv geleisteten Zahlung und der nominellen Wechselsumme bildet den Preis für die Nutzung der gezahlten Summe während der Zeit zwischen Zahltag und Verfalltag des Wechsels.<sup>4</sup>

Nun gibt es bekanntlich zwei Arten des Diskonts, den Markt- oder Privatdiskont und den offiziellen Satz des Zentral-

<sup>1</sup> Welcher Art die Beziehungen zwischen Diskont und Anlagezinsfuß sind, werden wir im Laufe der Zinsfußdarstellung an praktischen Beispielen sehen. Wir möchten nur an dieser Stelle vorausschickend bemerken, daß, wenn E. Voyer a. a. O. S. 17 ff. sich um den Nachweis bemüht, die Veränderungen des Zinsfußes für langfristigen Kredit seien von den Bewegungen des Diskontes abhängig, und wenn er sich schließlich dazu versteigt, von einer „Herrschaft des Diskontes über den Hypothekenzinsfuß“ zu sprechen, er entschieden zu weit geht.

<sup>2</sup> Siehe Diagramm 3, 4 und 38.

<sup>3</sup> Theoretisch und praktisch behandelt von Reginald Maync, *Der Diskont*. 1899.

<sup>4</sup> Daher ist ein nomineller Diskont von 5% effektiv etwas mehr als eine 5%ige Verzinsung, folglich auch höher als ein nominell 5%iger Hypothekar- oder sonstiger Anlagezinsfuß. Vergleiche auch Lotz, Artikel „Diskont und Diskontopolitik“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 2. Aufl. 1900.

noteninstituts — in Deutschland der Reichsbank, in Frankreich der Bank von Frankreich, in England der Bank von England. Der Privatsatz ist das Ergebnis von Angebot und Nachfrage, welche sich auf dem offenen Markte begegnen. Er ist also das natürlich Gewordene, das Primäre. Der offizielle Satz hingegen wird von der Leitung des Zentralnoteninstituts festgesetzt und ist „schon mehr eine Schlußfolgerung unter dem Gesichtspunkt der Sicherheitspolizei über den Goldvorrat des Landes“.<sup>1</sup> Gerade deshalb aber, weil der Reichsbankdiskont die Meinung hervorragender Wirtschaftspolitiker über die gesamte Lage hervorragender nationalen Wirtschaft unter gleichzeitiger Berücksichtigung der internationalen Beziehungen des Deutschen Reiches zum Ausdruck bringt, und weil er zugleich den mit staatlicher Autorität ausgerüsteten Hebel für die zukünftige Gestaltung der nationalen Wirtschaft darstellt, ist er so eminent wichtig und interessant und verlangt er, an erster Stelle betrachtet zu werden.

Gegenüber dem Diskontgeschäft treten die anderen kurzfristigen Darlehensformen an Bedeutung stark in den Hintergrund, ja sie stehen mehr oder weniger in einem Abhängigkeitsverhältnis zu jenem. So beispielsweise das Lombardgeschäft, d. h. das Darlehen gegen Verpfändung von Wertpapieren, Hypothekenscheinen, Edelmetallen, Waren usw., welches gleichfalls zu den Aktivgeschäften der Banken zählt und für die Reichsbank im deutschen Bankgesetz vom 14. März 1875 § 13 Nr. 3, für die Privatbanken ebenda § 44 Nr. 1 geregelt ist. Der Lombardzinsfuß wird regelmäßig  $\frac{1}{2}$ —1% höher als der jeweilige Diskontsatz bemessen. Bei der Reichsbank beträgt der Unterschied, seitdem der Vorzug der Reichs- und Staatsanleihen im Jahre 1897 beseitigt worden ist, stets 1%.<sup>2</sup>

Den so gewonnenen Lombardzinsfuß der Reichsbank verwenden die deutschen Banken meist als Zinsfuß für die Schuld des Kunden im Kontokorrentverkehr, während sie Guthaben des Kunden mit 1% unter Bankdiskontsatz zu verzinsen pflegen, so daß die Spannung und damit der Gewinn der Bank 2% beträgt.

Tonangebend für die in Betracht kommenden Arten des kurzfristigen Kredits ist demnach der Diskont, und deshalb erübrigt es sich, abgesehen von dem besonders gearteten landwirtschaftlichen Personalkredit, andere Zinsfüße des kurzfristigen Kredits neben ihm zu behandeln.

Diese knappen Worte, in welchen wir die wichtigsten Grundsätze der Zinsfußlehre, soweit sie in unser Thema einschlagen, zusammenzufassen suchten, dürften wohl einen Teil der Gründe

<sup>1</sup> Der offizielle Satz wird regelmäßig höher angesetzt als der Privatsatz. (Siehe Tabelle 1 und 2)

<sup>2</sup> Vgl. Tabelle 2.

andeuten, welche uns veranlaßt haben, unserer folgenden praktisch historischen Darstellung die oben mitgeteilte Stoffgliederung unterzulegen.

## 2. Die vorige Zinsfußperiode (von 1871 bis 1895).

Bevor wir die Kurven unserer neuesten Zinsfußbewegung zeichnen, dürfte es wohl auch noch von Nutzen sein, die Linien der vergangenen Wirtschafts- und Zinsfußepoche mit flüchtigem Blicke zu streifen.

Nachdem während der 50er und 60er Jahre des 19. Jahrhunderts (Zeit des Eisenbahnbaues und politischer Spannungen und Kriege) das Niveau der Zinssätze verhältnismäßig hoch geblieben war, begann seit der Ueberwindung des deutsch-französischen Krieges und des großen Zusammenbruches von 1873 ein Sinken des Zinsniveaus, das sich über die ganze Kulturwelt und auf die verschiedenen Arten des Zinsfußes — auf den Zinssatz für kurzfristigen wie für langfristigen Kredit — erstreckte. Während die Preußische Bank mit ihrer offiziellen Rate niemals unter 4% herabgegangen war, setzte die Reichsbank im ersten Jahre ihres Bestehens (1876) ihren Diskont auf  $3\frac{1}{2}\%$  und im Jahre 1879 zum ersten Male bis auf 3% herunter. Mit ihrem Privatsatze kam die Reichsbank seit 1886 sogar häufig auf 2% an, und die Sätze des offenen Marktes standen zeitweise noch beträchtlich niedriger, zuletzt noch im Anfange des Jahres 1895 auf  $1\frac{1}{8}\%$ .

Auch der Anlagezinsfuß folgte in jener Periode der sinkenden Tendenz. Die Kurse der festverzinslichen Papiere, namentlich der Staats- und Kommunalanleihen, der Pfandbriefe usw. stiegen entsprechend. Die neu aufzunehmenden Anleihen wurden daher mit einem niedrigeren Zinsfuße untergebracht und zahlreiche alte Anleihen konvertiert. Während die 4%igen Preußischen Konsols im Durchschnitt des Jahres 1876 nur einen Kurs von  $96,92\%$  erreichen konnten, gingen die 3%igen Preußischen Konsols im Jahre 1895 bis  $100,40\%$  in die Höhe. Der Zinsfuß für erstklassige Hypotheken, welcher Anfang der 70er Jahre mindestens 5% notiert hatte, betrug um die Mitte der 90er Jahre nur noch  $3\frac{1}{4}\%$  bis  $3\frac{1}{2}\%$ . Dieser Zinsfußrückgang vollzog sich zwar nicht ohne Unterbrechung, aber die gegenläufigen Bewegungen sind zu unbedeutend, als daß sie das Gesamtbild der Entwicklung beeinflussen könnten. Die Ursache des Zinsfußrückganges ist in der außerordentlich starken Zunahme des Kapitalreichtums nicht nur Deutschlands, sondern auch der meisten anderen wirtschaftlich tätigen Länder und in einer mit dem wachsenden Kapitalangebot nicht schritthaltenden Nachfrage nach Kapital zu suchen. Rein äußerlich betrachtet, tritt der Unterschied jener Periode gegenüber der mit dem Jahre 1895 beginnenden Periode des steigenden Zinsfußes darin zutage, daß, während die erste

in 24 Jahren eine Vermehrung der Bevölkerung des Deutschen Reiches um nur 11 Millionen brachte, die uns interessierende Periode die gleiche Vermehrung in der Hälfte der Zeit ermöglichte.<sup>1 2</sup>

<sup>1</sup> Vgl. über die frühere Periode Kahn a. a. O., Homburger a. a. O., Voyer a. a. O., Jubiläums-Denkschrift der Reichsbank. Eine Tabelle des ersten „Allgemeinen Deutschen Bankiertags“ (19. und 20. September 1902), Frankfurt a. M. unterscheidet 3 wirtschaftliche Aufschwungs- und 3 Niedergangsepochen.

Die ersteren sind:		dagegen die Zeiten des Niedergangs:			
1871—1874	4 Jahre	} zusammen 11 Jahre	1875—1879	5 Jahre	} zusammen 13 Jahre.
1880—1883	4 „		1884—1887	4 „	
1888—1890	3 „		1891—1894	4 „	

Aehnlich bei der „Reichsbank“ und bei Homburger, welche ihre Zinsfußdarstellung auf den Beziehungen zur Konjunktur aufbauen.

<sup>2</sup> Das Deutsche Reich hatte

in der Mitte des Jahres	eine Bevölkerung von (in 1000)
1871	40 997
1895	52 001
1909	63 886

## Geschichtliche Entwicklung der verschiedenen Arten des Zinsfußes seit 1895.

Die Zeit, auf welche sich unsere Darstellung erstreckt, hat im ganzen genommen eine Steigerung des Zinsfußes gebracht. Das eine der beiden Elemente, welche bei der Bildung des Zinsfußes zusammenwirken, die Nachfrage nach Geld, war im allgemeinen entsprechend der wachsenden Verwendbarkeit des Kapitals in fortgesetzter Zunahme begriffen, während der andere Faktor, das Angebot, sich infolge der fortschreitenden Aufzehrung der sich nicht rasch genug vermehrenden Vorräte in steter Abnahme befand. Die allgemeine Tendenz der Zeit mußte demnach dem Steigen des Zinsfußes günstig sein. Wie nun aber die vorige Periode, in welcher im großen und ganzen entsprechend der starken Neubildung von Geldkapital und der nicht damit schritthaltenden Verwendbarkeit desselben das Angebot die Nachfrage überwog, zeitweise dieses Verhältnis sich ins Gegenteil verkehrte, so daß das Angebot der Nachfrage nicht mehr zu genügen vermochte, so war umgekehrt die von uns zur Darstellung zu bringende Periode des steigenden Zinsfußes, in welcher die Nachfrage dem Angebot vorauszuweichen pflegte, von mehr oder weniger langdauernden Zeiträumen unterbrochen, in denen die Deckung der Nachfrage keinen oder geringen Schwierigkeiten begegnete und daher der Zinsfuß eine gegenläufige, eine zeitweise sinkende Richtung einschlagen konnte. Indem wir nun hier von den kürzeren, in der Organisation unseres Zahlungsverkehrs begründeten Jahreschwankungen absehen, weil sie nur ganz vorübergehende, nicht die Gesamtheit der Kreditarten berührende Zinsfußbewegungen hervorrufen, richten wir unseren Blick auf die großen Rückschläge, welche die seit 1895 steigende Konjunkturkurve unserer nationalen Wirtschaft nunmehr zweimal nach unten gebogen haben. Diese wirtschaftlichen Depressionen — die erste von 1900 bis 1902, die zweite, mit 1907 beginnende — waren von einer Abnahme des Unternehmungsgeistes, von einer Abnahme auch der Anlagemöglichkeiten und daher von einer eingeschränkten Nachfrage nach Geldkapital begleitet. Dadurch

schufen sie aber den Boden für ein Sinken des Zinsfußes, welcher dem steigenden Geldangebot und dem reduzierten Unternehmergewinne angepaßt werden mußte. Für unsere Darstellung der Geschichte des Zinsfußes ergibt sich daher, zugleich in Fortsetzung der genannten früheren Arbeiten, welche ebenfalls die Zinsfußgeschichte in Anlehnung an die wirtschaftliche Auf- und Abwärtsbewegung behandelten, folgende Einteilung:

1. Von Herbst 1895 bis Sommer 1900:

Die Zeit des steigenden Zinsfußes.

2. Von Herbst 1900 bis Winter 1902/03:

Die Zeit des (vorübergehend) sinkenden Zinsfußes.

3. Von Winter 1902/03 bis Winter 1907/08:

Die Zeit des weiter steigenden Zinsfußes.

4. Von Winter 1907/08 an:

Die Zeit des wieder sinkenden Zinsfußes.

Hatte die vorige Zinsfußperiode nur 11 fette, dagegen 13 magere Jahre aufgewiesen, so hat danach die nationale Wirtschaft von 1895 bis 1909 10 gute Konjunktur- bei nur 4 Depressionsjahren verzeichnen können.

Wenn somit der Zinsfuß der Ausdruck für die allgemeine Wirtschaftslage ist, so liegt es nahe, von der Wirtschaftslage ausgehend die Gestaltung des Zinsfußes in der Weise zu verfolgen, daß wir die 4 Epochen, in welche wir den Zeitraum von 1895 bis zur Gegenwart einteilen konnten, auf die sich vollziehenden Wandlungen im Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Geldkapital untersuchen. Um aber die Uebersichtlichkeit der Darstellung nicht zu mindern, werden wir der epochenweise geschilderten Wirtschaftsentwicklung nur die Darstellung des Diskontes anschließen, den Wertpapier- und den Hypothekenzinsfuß hingegen einheitlich zusammengefaßt in späteren Abschnitten der Gesamtdarstellung des Diskontes folgen lassen.

## I. Kapitel.

**Der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit.****A. Der Diskont.**

## 1. Der steigende Diskont von 1895 bis Sommer 1900.

Die Wirtschaftslage:

1895: Besserung der Konjunktur.

1896 bis Frühjahr 1900: Hochkonjunktur.

Sommer 1900: Krisis.

Nachdem in der ersten Hälfte der 90er Jahre die meisten Zweige von Handel und Industrie ungünstige Geschäftsergebnisse zu verzeichnen gehabt hatten, brach im Laufe des Jahres 1895 für ganz Deutschland ein Zeitraum des wirtschaftlichen Aufschwunges an, wie er stärker und nachhaltiger in unserer Volkswirtschaft noch nicht erlebt worden war. Von den früheren günstigen Konjunkturen unterschied er sich auch darin, daß er nicht vom Auslande, sondern in Deutschland selbst inaugurirt worden war und die überschüssige Kraft besaß, der übrigen Kulturwelt den belebenden Impuls zum Aufschwunge zu verleihen.

Die Bewegung erhielt ihren Antrieb von der Elektrotechnik,<sup>1</sup> welche besonders auch in Deutschland von Wissenschaft und Praxis gefördert worden war. Die Verwendung elektrischer Kraft zu industriellen und zu Beleuchtungszwecken sowie die Anlage elektrischer Straßenbahnen fanden eine so starke Verbreitung, daß eine nachhaltige Beschäftigung der Maschinenindustrie und eine gesteigerte Nachfrage nach Kohle und Eisen die natürliche Folge war. Der weitere Ausbau des Eisenbahnnetzes in Deutschland, der Bau neuer Bahnen in fremden Ländern und die Vermehrung des rollenden Materials sowie die Einführung technischer Verbesserungen bei der Landarmee und die wachsende Ausführung fortgeschrittener Flottenprogramme

<sup>1</sup> Jahresberichte der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin. Näheres bei Emil Kreller, Die Entwicklung der deutschen elektrotechnischen Industrie und ihre Aussichten auf dem Weltmarkte, 1903, und Friedrich Fasolt, Die 7 größten deutschen Elektrizitätsgesellschaften, . . . 1904.

halfen mit, die Preise der Montanprodukte zu steigern und die Betriebe zu erweitern. Auch der in Deutschland besonders hoch entwickelten chemischen Industrie, der Maschinenindustrie und der die Mode beherrschenden Fahrradindustrie sei bei dieser Gelegenheit gedacht. Die günstige Konjunktur dieser Geschäftszweige verbreitete sich bald auf die gesamte nationale Wirtschaft, trieb die Arbeitslöhne in die Höhe, stärkte die Kaufkraft weiter Bevölkerungskreise und hob ihre Aufnahmefähigkeit. Einige Zahlen — im übrigen verweisen wir auf unsere Tabellen — mögen die gewaltig fortschreitende Entwicklung charakterisieren. Während die Produktion von Roheisen von etwa 5 Millionen Tonnen auf mehr als 8 Millionen stieg, ging der Preis von etwa 50 Mark auf über 90 Mark pro Tonne in die Höhe. Parallel hierzu verlief innerhalb der Berichtsperiode die Preis- und Produktionssteigerung der Kohle und anderer Montanprodukte (siehe Tabelle 5). Unter Zugrundelegung dieser gesteigerten Preise berechnet sich die Steigerung des Wertes des im Zollgebiet verbrauchten Eisens von etwa 260 Millionen Mark im Jahre 1895 auf 830 Millionen Mark im Jahre 1900, entsprechend für die Kohle eine Steigerung von 1150 auf 2560 Millionen Mark. Der Umsatz dieser gewaltig zunehmenden Werte mußte natürlich einen beträchtlich wachsenden Bedarf an Umsatzmitteln zur Folge haben und konnte daher nicht ohne Einfluß auf die Diskontbewegung bleiben.

Da nun aber Kohle und Eisen fast durchweg im Inlande gewonnen werden — teilweise ist sogar ein Ausfuhrüberschuß erzielt worden — so ist das dafür bezahlte Geld im Inlande geblieben. Anders bei denjenigen Rohstoffen und Lebensmitteln, welche ganz oder teilweise aus dem Auslande eingeführt werden müssen. Für Rohbaumwolle beispielsweise, die für Deutschland eine reine Importware ist, stiegen die jährlichen Aufwendungen von 150 auf über 250 Millionen Mark, d. h. um 60%, für Kupfer der Preis des jährlichen Einfuhrüberschusses von etwa 27 auf mehr als 120 Millionen Mark, also um 450%. Auch für Getreide (vgl. das Statistische Jahrbuch f. d. D. R.), welches zu ein Viertel bis ein Fünftel des Konsums eingeführt werden muß, wuchs entsprechend der starken Bevölkerungsvermehrung (51,34 Millionen 1894 — 56,05 Millionen 1900) der Verbrauch und damit auch der Bedarf an Zahlungsmitteln sowie die Verschuldung an das Ausland, welche auf die später zu betrachtende Goldbewegung Einfluß übte. Leider vermag die Statistik die Gesamtumsätze des Inlandes nicht zu bestimmen. Der Nachweis des Umsatzes ist vielmehr außer an einzelnen Artikeln, für welche wir Beispiele angeführt haben, nur im Verkehr zwischen Inland und Ausland möglich. Während sich die Einfuhr in das deutsche Zollgebiet (Spezialhandel) von 3938,3 Millionen Mark im Jahre 1894 auf 5765,6 Millionen Mark im Jahre 1900 zu heben vermochte, erfuhr zur gleichen Zeit auch der Export einen

alle Erwartungen übersteigenden Aufschwung. Die Beendigung des deutsch-russischen Zollkrieges, die Gewöhnung an die erhöhten Zollschranken der Vereinigten Staaten und anderer Länder, sowie die Stabilität, welche durch die Caprivischen Handelsverträge gewährleistet worden war, wirkten zusammen, die Ausfuhr von 2961,5 Millionen Mark auf 4611,4 Millionen Mark, d. h. in 6 Jahren um mehr als 50% zu steigern.

Die stetige Verbesserung des inneren und äußeren Marktes und die zunehmende Unternehmungslust finden in den Zahlen der jährlichen Neugründungen und Emissionen beredten Ausdruck. Nachdem im Jahre 1894 nur 92 Aktiengesellschaften mit einem Kapital von 88,26 Millionen Mark entstanden waren, bewegte sich in den folgenden Jahren die Gründungstätigkeit in fortgesetzt aufsteigender Linie, bis sie im Jahre 1899 mit 364 Neugründungen und einem Nominalkapital von 544,93 Millionen Mark den Kulminationspunkt erreichte. Das gesamte in deutschen Industriegesellschaften neuinvestierte Kapital belief sich nach Zusammenstellungen des „Deutschen Oekonomist“ in Millionen Mark:

	1895		1896		1897		1898		1899		1900	
	nom.	eff.										
Aktien	116,17	223,25	245,34	338,88	190,92	318,20	310,22	560,20	515,94	831,39	297,47	461,06
Obligationen	40,43	39,97	42,40	42,79	56,94	58,01	139,75	143,12	73,24	74,02	178,20	178,77

Zum Vergleiche diene noch die Durchschnittsdividende der industriellen Aktiengesellschaften Deutschlands.<sup>3</sup>

1895	7,34%	1898	9,82%
1896	8,89%	1899	9,94%
1897	9,32%	1900	10,96%

Auch hier eine stetig aufsteigende Linie, welche selbst im Schlußjahr 1900 im Gegensatz zur oberen Tabelle noch keine Neigung zum Sinken erkennen läßt. Den Gewinnaussichten parallel gestalteten sich auch die Kurse der Industrie- und Bankaktien:

	Niedrigster Kurs 1895	Höchster Kurs 1899 bzw. 1900
Gelsenkirchener Bergwerk	154,30	229,80
Königs- und Laurahütte	120,00	284,00
Bochumer Gußstahl	134,50	287,50
Allg. Elektrizitätsgesellschaft	206,00	305,00
Hamburg-Amerika-Paketfahrt	81,50	131,80
Norddeutscher Lloyd	84,70	133,00
Deutsche Bank	170,25	216,50
Diskonto-Kommandit	195,60	203,75

<sup>1</sup> Siehe Tabelle 7.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle 11 und 8.

<sup>3</sup> Calwer, Das Wirtschaftsjahr 1902 Teil I. Vergl. auch Tabelle 10b.

Daß auch die übermäßige Verteuerung dieser Werte zur Erhöhung des Geldbedarfs beigetragen hat, bedarf nicht besonderer Betonung. Eine ähnliche Aufwärtsbewegung findet sich bei den Gesellschaften m. b. H., welche einen wachsenden Bruchteil der Neugründungen und Neuinvestierungen für sich in Anspruch nehmen.

Die gesamte Emission inländischer Wertpapiere stieg von 1056,72 Millionen Mark 1895 auf 2377,57 Millionen Mark (Kurswert) im Jahre 1899, die Emission inländischer und ausländischer entsprechend von 1374,62 auf 2611,57 Millionen Mark. Im Ganzen hat der deutsche Markt in den letzten 6 Jahren des vergangenen Jahrhunderts für mehr als 12 Milliarden Mark Wertpapiere (Kurswert) aufgenommen<sup>1</sup>.

Einen weiteren Maßstab für die Entwicklung des Kapitalmarktes bietet die Statistik der Erträgnisse der Stempelsteuer für Wertpapiere (Effektenstempel) und für Kauf- und sonstige Anschaffungsgeschäfte (Umsatzsteuer).

Jahr	Effektenstempel in 1000 Mark	Umsatzsteuer
1894	8283	13493
1895	13912	21121
1896	15244	13708
1897	14614	13738
1898	18249	12802
1899	18259	15392
1900	20915	14443

Die starke Steigerung, welche die Einnahmen aus dem Effektenstempel noch während des Jahres 1900 aufzuweisen haben, ist auf eine beträchtliche Erhöhung der Steuersätze zurückzuführen, welche vom 1. Juli desselben Jahres an in Kraft trat und den starken Ausfall, welcher infolge des Konjunkturrückschlags zur gleichen Zeit eintrat, verschleiert.

Ihren Abschluß fand diese in Deutschland bis dahin beispiellos gewesene Hochkonjunktur im Frühjahr 1900. Obwohl in diesem Jahre ein starker wirtschaftlicher Niedergang einsetzt, sind, wie die meisten Tabellen zeigen, die Ziffern immer noch sehr hoch.

Aber auch noch ein anderer Faktor wirkte damals durch Erhöhung des Kapitalbegehrs zinsfußsteigernd, und zwar wird diesem von allen Handelskammerberichten und Börsensachverständigen ein ganz gerüttelt Maß an der Schwierigkeit der Geldmarktverhältnisse zugemessen: Es war das Börsengesetz vom 22. Juni 1896, welches am ersten Januar 1907 in Kraft trat, aber bereits im Jahre 1896 seine Schatten vorauswarf.

<sup>1</sup> Daß in dieser Zahl ein Bruchteil auf „Umgründungen“ und Konversionen entfällt, und daß auch Rückzahlungen vorgekommen sind, ändert nichts an der Tatsache starker Inanspruchnahme des Kapitalmarkts.

Dieses vielgescholtene Produkt börsenfeindlicher Legislatur enthielt ein Verbot des Terminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen, sowie in Getreide- und Mühlenfabrikaten und erschwerte ihn im übrigen dadurch, daß es den Rechtsschutz der Geschäfte von der Eintragung der Parteien in ein „Terminregister“ abhängig machte. Durch diese Maßnahme wurde ein beträchtlicher Teil des Wertpapierumsatzes vom Termin- auf den Kassamarkt verlegt. Die Ausdehnung des Kassa-Effektengeschäftes beanspruchte aber bei weitem größere Kapitalien als seither unter der Herrschaft des Terminhandels<sup>1</sup> erforderlich waren, und trug so zur Versteifung des Geldmarktes und zum Anziehen der Report- und Diskontsätze bei. (Mittelbar zur allgemeinen Zinsfußsteigerung.) Daß aber in einer Zeit, in welcher bereits die wirtschaftliche Entwicklung zu hohen Zinssätzen drängte, und die Spekulation besondere Anregung empfing, die von der Gesetzgebung ausgehende Geldzins-erhöhung doppelt schädlich werden mußte, bedarf keines Beweises.<sup>2</sup>

Dem Mangel an Geldkapital und an Zahlungsmitteln suchte man allenthalben durch erhöhte Inanspruchnahme auch des kurzfristigen Kredits auf dem Wege der Vermehrung des Wechselumlaufs zu steuern. Der Wechsel als das „vornehmste Instrument des kaufmännischen Kreditverkehrs“ ist das Mittel, durch welches sich die einzelnen Unternehmungen die für ihre Umsätze erforderlichen Kredite und Zahlungsmittel zu beschaffen suchen. Wenn der Kaufmann seine Waren, der Fabrikant die benötigten Roh- und Hilfsstoffe beschafft, indem er sich dafür

<sup>1</sup> Nach den Berichten des Berliner Kassenvereins betragen nämlich in Millionen Mark:

Gesamtinkasso		Inkasso	
		an den Ultimotagen	an den übrigen Tagen
1891	9296	3699	5597
1892	8082	3278	4804
1893	8525	3323	5202
1894	10393	4408	5985
1895	14372	6433 (45%)	7940 (55%)
1896	11653	4449	7204
1897	13557	4446	9111
1898	15177	4492	10685
1899	18210	5297	12913
1900	16841	4730 (28%)	12111 (72%)

Demnach hat sich bei dem genannten Institut das Verhältnis zwischen Ultimoverkehr und Kassenumsätzen bis zum Jahre 1895 fortgesetzt zu Gunsten des ersteren verbessert, bis die Rechtsunsicherheit im Jahre 1896 und von da an die Hemmnisse der Gesetzgebung die verhältnismäßigen Fortschritte des Ultimoverkehrs in das Gegenteil verwandelten.

<sup>2</sup> Wie wenig sich hiermit die zinsfußsteigernden Wirkungen dieses Gesetzes erschöpfen, werden wir gelegentlich der Darstellung des Wertpapierzinsfußes zu zeigen haben. Aus der zahlreichen Literatur, welche sich über die Schäden der früheren Börsengesetzgebung angesammelt hat, nennen wir nur die Verhandlungen der Bankiertage.

beziehen läßt, oder indem er einen auf seinen Bankier gezogenen Wechsel in Zahlung gibt, dann muß der Umfang der Wechselausstellung sich mit den umgesetzten Mengen und den Umsätzen zu Grunde liegenden Preisen verändern. Nachdem 20 Jahre lang der Betrag der in Deutschland in Umlauf gesetzten Wechsel zwischen 11 und 13 Milliarden Mark geschwankt und im Jahre 1894 auf die bis dahin noch nicht gesehene Höhe von 14748 Millionen Mark emporgestiegen war, weist die Reihe der Hochkonjunkturjahre die folgenden Ziffern<sup>1</sup> auf:

Jahr	Wechsel in Millionen Mark
1895	15241
1896	16386
1897	17529
1898	19374
1899	20937
1900	23304

Auch in dieser Tabelle zeigt das Jahr 1900 noch eine beträchtliche, sogar die erheblichste Steigerung. Die Liquidation, welche sich nach dem im Frühjahr erfolgten Zusammenbruch der Spekulationswerte vollzog, ist als die Ursache dieser auffallenden Erscheinung anzusehen.

Diesem ungewöhnlichen Geld- und Kapitalbedarf der aufstrebenden Volkswirtschaft konnte aber — im Gegensatz zur Gesamtentwicklung in der Periode 1871 bis 1895 — das Angebot auf die Dauer nicht mehr folgen. Immer mehr Kapital verlangte die mächtig wachsende Industrie, immer geringer aber wurde der Bestand in dem großen Reservoir der Kapitalvorräte, welche in den unternehmungslosen Vorjahren aufgespeichert worden waren und nun nicht in gleichem Maße, in welchem die Aufzehrung erfolgte, Zufluß erhielten.

Umso erstaunlicher erscheint diese Tatsache, als die gewaltige Anspannung des Geldmarktes in Deutschland, England und anderen Ländern sich vollzog, während gleichzeitig die Gewinnung von Gold — das Silber tritt demgegenüber in seiner Bedeutung für die modernen Kulturstaaten gänzlich zurück — infolge der Entdeckung neuer Fundstätten in Südafrika, Australien und Alaska und infolge der verbesserten metallurgischen Technik einen größeren Umfang annahm als jemals zuvor.

Periode	Gesamtgewinnung Jahresdurchschnitt		
	Wert in Mill. M.	1000 kg	in 1000 kg
1891—1895	3420	1226	225
1896—1900	5400	2936	387

<sup>1</sup> Das Nähere siehe in Tabelle 13.

Wirtschaftsperiode	Gesamtgewinnung Jahresdurchschn.		
	Wert in Mill. M.	1000 kg	in 1000 kg
1895—1899	5165	1852	370
1896	849	303	
1897	991	357	
1898	1204	432	
1899	1287	462	
1900	1069	383	

Der Rückgang, der im Jahre 1900 bemerkbar wird, ist eine Folge des südafrikanischen Krieges, welcher den Betrieb lahm legte. Von einem Einfluß des zeitweiligen Versiegens dieser wichtigen Goldquelle in Form einer Schwächung der Konjunktur und einer Steigerung des Zinsfußes kann aber um deswillen keine Rede sein, weil im Jahre 1899 die gesamte Goldgewinnung noch derart in der Zunahme war, daß der Ausfall der südafrikanischen Ausbeute völlig gedeckt wurde, und weil ferner die Stockung der südafrikanischen Golderzeugung infolge der geographischen Entfernung für Europa nicht so rasch in einer Schmälerung der Goldzufuhren zum Ausdruck kommen konnte. Wenn man nun von der gesamten Goldproduktion des Jahrzehnts 1891—1900, welche 8830 Millionen Mark betrug, jährlich 250 Millionen auf die industrielle Verwendung rechnet, so blieben immer noch mehr als 6300 Millionen für die monetäre Verwendung verfügbar, d. h. eine Summe, welche den auf 15 Milliarden Mark geschätzten monetären Weltvorrat an Gold, wie er im Jahre 1890 vorhanden gewesen sein dürfte, um mehr als  $\frac{2}{5}$  vermehrte.<sup>1</sup> Wiewohl die Hauptmasse der neuen Ausbeute solchen Staaten zufließt, welche damals zur Einführung oder zur Befestigung ihrer Goldwährung schritten, so sind andererseits die älteren Goldwährungsländer, unter ihnen auch Deutschland, nicht leer ausgegangen. Seit 1885 stand die jährliche Goldbilanz zu Gunsten Deutschlands, und daran änderte sich auch nichts in dem interessierenden Zeitabschnitt. Mehreinfuhr (einschließlich Pagament) und eigene Goldproduktion, welche zusammen den Gesamtzuwachs des Zollgebietes an Gold ergeben, weisen für die Hochkonjunkturjahre recht ansehnliche Zahlen auf.<sup>2</sup>

Obwohl somit die einzelnen Jahre in sich eine ununterbrochene Mehreinfuhr von Gold lieferten, welche namentlich in den Jahren 1898—1900 beachtenswert war, so genügt doch ein Blick auf Deutschlands Goldbilanz nach Monaten, um sich zu überzeugen, daß gewisse Schwankungen stattgefunden haben, welche nicht übersehen werden dürfen, wenn man den zwischen den Veränderungen des Geldumlaufs und der gesamten Ent-

<sup>1</sup> Karl Helfferich, Der deutsche Geldmarkt 1895 bis 1902 und der kurzfristige Kredit. 1911. Seite 6.

<sup>2</sup> Vergleiche Tabelle 14.

wicklung des Geldmarktes bestehenden Zusammenhang richtig beurteilen will. Die Uebersicht nach Monaten haben wir, auch hier der Darstellung Karl Helfferichs<sup>1</sup> folgend, erst vom Jahre 1898 an beigefügt, da erst mit diesem Jahre — zunächst unter der Einwirkung des spanisch-amerikanischen Krieges — eine interessantere Komplikation der Goldbewegungen begann. Von den 27 Monaten der Jahre 1898, 1899 und des ersten Vierteljahres 1900, welches von diesem Jahre allein noch der Hochkonjunktur zugerechnet werden kann, brachten immerhin 11, also über 40 Prozent, ein Ueberwiegen der Goldausfuhr. Bei Helfferich, welcher — nach unserer Meinung ohne Berechtigung — die Jahre 1898 bis 1902 zusammenfaßt, schmilzt der Anteil der negativ bilanzierenden Monate auf  $23\frac{1}{3}\%$  zusammen. Wir dürfen daher, wenn auch zuzugeben ist, daß die Goldeinfuhr, jahrweise betrachtet, mehr oder weniger stark die Goldausfuhr überwog, doch wohl annehmen, daß Helfferich in dem Bestreben, den inländischen Geld- und Goldbedarf als die Hauptursache der Geldmarktversteifung und der Zinsfußsteigerungen hinzustellen, den während des Höchststandes der Konjunktur 1898 bis Frühjahr 1900 eingetretenen Goldexport in seiner Wirkung auf die Zinsfußgestaltung unterschätzt. Auch uns scheint es sicher, daß das Schwergewicht der Entwicklung mit ihren Ursachen im Inlande lag, und daß die ausländischen Einflüsse nur modifizierend, aber zeitweise recht kräftig modifizierend, zu wirken im Stande waren. Der inländische Geldbedarf war es, welcher fast periodisch, aber in jeder Periode stärker anwachsend, an den Barvorräten der Reichsbank gierig zehrte. Der inländische Geldbedarf war es, welcher an den Metallvorräten der Reichsbank, die in schärfster Konkurrenz mit anderen die Goldwährung eben erst einführenden Ländern einen von 15,2 Millionen Mark im Jahre 1895 auf 135,5 Mill. M. im Jahre 1899 sich stetig verbreiternden Strom, insgesamt eine Mehreinfuhr von 566 Mill. M. monetären Goldes in dem Zeitraum von 1895 bis 1900 auf die deutsche Seite zu lenken wußte, einen guten Teil der kräftigen Abstriche vornahm, die in der folgenden Zusammenstellung zu Tage treten:<sup>2</sup>

	Durchschnitt 1895	Höchster Stand 1895	Durchschnitt 1900	niedrigster Stand 1899
Barvorrat . . . .	1045	1148	854	718
Goldvorrat . . . .	704,6	799,6	570,7	450,7
Silbervorrat . . . .	307,2		246,4	

Man darf aber andererseits doch nicht vergessen, erstens, daß — wir werden dies später im einzelnen sehen — der Goldverlust wiederholt nur durch ein präventives Anziehen des Diskonthebels verhütet werden konnte, und zweitens, daß die

<sup>1</sup> A. a. O. S. 10 ff.

<sup>2</sup> „Reichsbank“, Tabelle 9, 12 und 13.

im Resultat verhältnismäßig starke Goldeinfuhr zum recht ansehnlichen Teil nicht dem Stand der Wechselkurse, sondern den Erleichterungen zu danken ist, welche die Reichsbankleitung meist in der Form der Gewährung zinsfreier Vorschüsse an die Importeure im Interesse erhöhter Einfuhr vornahm.<sup>1</sup> Ein Blick auf unsere Goldtabellen genügt bereits, diese Behauptung zu bestätigen. Sie wird indes noch bekräftigt durch einen Vergleich unserer „Goldbilanz nach Monaten“ mit der „Statistik der monatlichen Goldankäufe der Reichsbank“, auf welche zu verweisen wir uns leider beschränken müssen.

Fast immer läßt sich das Defizit der Goldbilanz auf bestimmte Ursachen zurückführen. Der Goldverlust im Mai und Juni 1898 ist die notwendige Folge der Zurückziehung vieler amerikanischer Guthaben und der Bewilligung hoher Zinsen in den Vereinigten Staaten, welche durch den unmittelbar vorausgegangenen Ausbruch des Krieges mit Spanien zur Verstärkung ihrer Goldreserven genötigt waren. Die von Mitte 1899 an wahrnehmbare Verringerung der Goldeinfuhr und zeitweilige Mehrausfuhr, welche abgesehen von einem starken aus Rußland stammenden Goldstrom, der sich im Dezember nach Deutschland ergoß, bis zum Ende des ersten Vierteljahrs 1900, also  $\frac{3}{4}$  Jahre lang andauerte, resultierte aus den frühzeitig begonnenen Vorkehrungen der englischen Banken zur Erhöhung ihrer Barbestände angesichts des bevorstehenden, später infolge des ausgebrochenen Burenkrieges sowie aus einem starken eigenen Bedarf Frankreichs, welches seine beträchtlichen Guthaben aus Deutschland zurückzog. Wie diese von außen kommenden Einflüsse auf die Gestaltung der Wechselkurse, des Diskontes und schließlich der ganzen Konjunktur wirkten, werden wir später genauer zu betrachten haben.

Damit glauben wir die Tendenzen allgemeiner und dauernder Art, durch welche die Diskontentwicklung des letzten Jahrzehnts des 19. Jahrhunderts beeinflußt war, in gedrängter Kürze überblickt zu haben und uns der Darstellung der Einzelmomente zuwenden zu können. Wir werden dabei häufig auf unsere vorgeschickten Ausführungen zurückkommen müssen und dürfen hoffen, daß dieselben der historischen Betrachtung zu gute kommen. Speziellere Gründe der Entwicklung und solche nicht chronischer Natur werden wir jedesmal gelegentlich ihrer Funktionsäußerungen ins Auge zu fassen haben.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Die Goldankäufe in den Jahren 1895—1899 betragen nämlich 441 Millionen M., die Goldmehreinfuhr nur 381 Millionen M. Punkt 2 erkennt Helfferich an, ohne indes in genügendem Maße die Konsequenz daraus zu ziehen.

<sup>2</sup> Als sicherste Grundlage für die folgende Einzeldarstellung der Jahre 1895 bis 1900 haben wir die Jubiläumsschrift der Reichsbank herangezogen. Daneben und noch mehr für die spätere Zeit fanden wir wertvolles Material in den Jahresberichten der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin.

## 1895.

Der ungewöhnlich stille Geschäftsgang, welcher die Jahre 1891 bis 1894 gekennzeichnet hatte, hielt auch in der ersten Hälfte des Jahres 1895 noch an und war in dieser Zeit mit einer außergewöhnlichen Geldflüssigkeit verknüpft. Der Privatsatz stand im Durchschnitt des ersten Vierteljahres auf 1,45 Proz. und der offizielle Satz schien wie im Vorjahre auf 3 Proz. ausharren zu wollen. Noch im August ging der Marktdiskont nicht über 1,625 Proz. in die Höhe und die Reichsbank begnügte sich während dieses ganzen Monats mit einem Privatsatze von 2 Proz. Da machte sich Ende September eine erhöhte Nachfrage geltend und steigerte den durchschnittlichen Privatsatz für diesen Monat auf 2,50 Proz. Und nun hielt — im Gegensatz zum Vorjahre — das Steigen an bis zum Jahresschluß, so daß der Durchschnitt des letzten Vierteljahres 2,95 gegen 1,45 des ersten Quartals erreichte. Der industrielle Aufschwung, der lange Zeit vergeblich erwartete, machte sich fühlbar und begann, die ruhenden Gelder ins Rollen zu bringen. Auch die Reichsbank merkte die steigende Geldnachfrage recht deutlich. Ihre Anlage stieg in der letzten Septemberwoche ganz plötzlich von 684 auf 888 Mill. M., während ihr Goldvorrat, welcher am 23. August noch die stattliche Summe von 711 Mill. M. erreicht hatte, auf 611 Mill. M. am 7. Oktober zusammengeschrumpft war. Am 18. September sah sich schließlich die Bank genötigt, ihre Diskontierung zum Privatsatze einzustellen und vermochte sie auch nur noch für einige Tage, nachdem der Quartalswechsel eine vorübergehende Erleichterung gebracht hatte, wieder aufzunehmen. Am 2. Oktober wurde endlich der Wechselankauf zum Privatsatze sistiert und trat in dem Berichtsjahre nicht mehr in die Erscheinung.<sup>1</sup> Inzwischen war die Bank bereits wiederholt in die Notensteuer gekommen. Trotzdem hielt sie sich für kräftig genug, von einer Diskonterhöhung abzusehen, und vielleicht hat ihre entgegenkommende Haltung mitgewirkt, der noch jungen Konjunktur über die ersten Schwierigkeiten hinwegzuhelfen. Erst als eine Spekulationskrise in den Werten der Transvaal-Goldminen, die aber in Deutschland gut überstanden wurde,<sup>2</sup> sowie größere Goldabflüsse nach Oesterreich-Ungarn,<sup>3</sup> welches damals ernstlich an die Durchführung der Goldwährung herantrat, dazu kamen, entschloß sich die Bank, ihren dreiprozentigen Satz, an welchem sie seit dem 5. Februar 1894 festgehalten hatte, auf 4 Proz. zu erhöhen.<sup>4</sup> Dies geschah am

<sup>1</sup> Siehe Tabelle 2.

<sup>2</sup> Bericht der Aeltesten der Kaufm. v. Berlin über das Jahr 1895, S. 240 ff.

<sup>3</sup> Ebenda S. 251. Hiernach erhielt Oesterreich einen Jahreszuwachs von 69 481 000 Kronen in deutschen Reichsgoldmünzen. Auch Russland zog größere Beträge an sich.

<sup>4</sup> Siehe Tabelle 2.

2. November, nachdem bereits 4 Tage vorher der Marktdiskont in Berlin den offiziellen Satz erreicht hatte. Selbst die weiterhin erhöhte Nachfrage in der letzten Dezemberwoche, welche der Bank einen Zuwachs ihrer Anlagen von 769 auf 1000 Mill. M. erbrachte, ihren Goldvorrat auf 571 Mill. M. verringerte und mit 148 Mill. M. zu der stärksten Ueberschreitung des Notenkongingents führte, welche die Bank seit ihrem Bestehen zu verzeichnen hatte, vermochte die Bankleitung zu einer weiteren Erhöhung ihres Satzes nicht zu bestimmen.

### 1896.

Die am Jahresanfang normaler Weise eintretende Verflüssigung des Geldstandes gab die Möglichkeit, den Privatsatz vom Durchschnittssatze des Dezember, welcher die ungewohnte Höhe von 3,33 Proz. erreicht hatte, auf 2,90 Proz. im Durchschnitt des Januar und 2,28 Proz. im Durchschnitt des Februar herabzusetzen.<sup>1</sup> Auch die Reichsbank vermochte nun infolge wesentlicher Verbesserung ihres Status an Diskontermäßigungen heranzutreten und tat dies in der Weise, daß sie zunächst am 1. Februar die Diskontierung zum Privatsatze, den sie auf  $2\frac{3}{4}$  Proz. festsetzte, wieder aufnahm und dann am 12. Februar mit dem offiziellen Satz auf 3 Proz. folgte. Als aber die Bank am Quartalswechsel wiederum mit 44 Mill. M. in die Notensteuer geraten war, stellte sie die Diskontierung zum Privatsatze, welche den sichersten Wechseln einen Vorzug geboten und zugleich die Konkurrenzfähigkeit der Bank gegenüber dem billigeren Marktdiskont gehoben hatte, ein. Seitdem hat die Bankleitung, wie wir vorgreifend bemerken, den Vorzugssatz nicht wieder einzuführen versucht.<sup>2</sup> Eine sich verstärkende Nachfrage auf dem Kassamarkte (vergl. Jahresbericht der Aelt. der Kaufm. von Berlin) sowie eine rege Emissionstätigkeit<sup>3</sup> führte dann besonders im zweiten Semester eine Geldknappheit herbei, welche in starkem Anziehen des Privatsatzes zum Ausdruck kam. Derselbe wies im Oktober bereits einen Durchschnitt von 4,09 Proz. auf und erhob sich im Dezember zeitweise auf einen Höchstsatz von 4,87 Proz. Die Reichsbank war durch diese allgemein steigende Bewegung am 7. September zur Annahme des vierprozentigen Satzes ge-

<sup>1</sup> Siehe Tabelle 2.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle 2b. Näheres über den Privatsatz und seine Sistierung siehe „Reichsbank“, S 81/82 und 222 und Tabelle 66.

<sup>3</sup> Namentlich deutsche Dividendenpapiere, auch ausländische Staatsfonds wurden 1896 in großen Mengen emittiert und bewirkten, daß die Gesamtsumme der Emissionen von 1374,62 auf 1895,83 Mill. M. emporstiege. (Siehe Diagramm 9.)

nötigt und sträubte sich bis zum 10. Oktober gegen eine weitere Erhöhung mit Erfolg. Die Rücksicht auf die aufstrebende Industrie, welche einen niedrigen Zins brauchte, und auf die Konversion der 3 $\frac{1}{2}$ prozentigen landschaftlichen Pfandbriefe, deren Durchführung auf Schwierigkeiten stieß, waren die Motive, welche damals für einen niedrigen Diskont in die Wagschale fielen; sie erwiesen sich aber auf die Dauer nicht als gewichtig genug, um gegenüber dem starken Anwachsen der Anlagen sowie im Hinblick auf die Schutzbedürftigkeit des Goldvorrates den Ausschlag zu geben.<sup>1</sup> Am 10. Oktober wurde schließlich die Erhöhung des offiziellen Satzes auf 5 Proz. unvermeidlich und blieb bis über den Jahreswechsel in Wirksamkeit.

---

### 1897.

Im Jahre 1897 weist die Bewegung des Bankdiskonts eine fast parallele Kurve auf.<sup>2</sup> Der Unterschied gegen das vergangene Jahr tat sich in einem zu Beginn des Jahres noch weiter gesteigerten Geldbegehre des Handels und der Industriekunde, welcher in den gegen das Vorjahr erhöhten Ziffern des durchschnittlichen Diskonts des ersten Vierteljahrs evidenten Ausdruck findet, während von einem gleichzeitigen Einfluß des griechisch-türkischen Krieges auf die deutsche Volkswirtschaft und Zinsfußgestaltung nicht die Rede sein kann. Der Berliner Marktdiskont notierte im ersten Vierteljahr 2,92 Proz. gegen 2,42 Proz. im Vorjahre. Von Mai bis Januar des folgenden Jahres sank aber dann der Marktsatz, von kurzen Unterbrechungen abgesehen, unter den entsprechenden Satz des Vorjahres.<sup>3</sup> Hier haben wir es mit einer vorübergehenden Stagnation im Wirtschaftsaufschwunge zu tun, welche zeitweise eine Verringerung des Geldbedarfes eintreten ließ. So erlitt beispielsweise die Emission von Dividendenpapieren gegenüber dem Jahre 1896 einen Rückgang (619 gegen 668 Mill. M.). Wenn dagegen die Reichsbank im Jahre 1897 eine Verbilligung ihrer Sätze nicht eintreten lassen konnte, so war es die internationale Goldbewegung, welche einen hohen Diskont zur Notwendigkeit machte. Nachdem die Reichsbank langsamer als im Jahre 1896 Erleichterung gefunden hatte, war sie erst am 10. April auf 3 Proz. herabgegangen. In der zweiten Jahreshälfte aber wurde ein starker Goldabfluß nach dem Aus-

<sup>1</sup> Vergl. Bericht der Aelt. der Kaufm. von Berlin 1896, S. 267 u. 275.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle 2 und 4.

<sup>3</sup> Völlig falsche Berechnungen und Schlüsse enthält der sonst zuverlässige Jahresbericht der Aelt. der Kaufm. von Berlin, 1897, S. 275, Es kann sich hier nur um einen Irrtum handeln. (Siehe Tabelle 1.)

lande fühlbar. Vor allem war es die Nordamerikanische Union, welche infolge größerer Getreideexporte eine so günstige Zahlungsbilanz gegen Deutschland erworben hatte, daß sie dem deutschen Goldbestand beträchtliche Quoten entziehen konnte.<sup>1</sup> Daneben unternahmen Oesterreich-Ungarn und Rußland im Interesse des Ausbaues ihrer Goldwährung ernste Angriffe auf die Goldreserve der Reichsbank. Daher mußte der offizielle Satz am 6. September auf 4 und am 11. Oktober auf 5 Proz. hinaufgesetzt werden. Diesen hohen Satz behielt der Diskont bis in das neue Jahr. Wenn auch im letzten Jahresdrittel der inländische Bedarf wieder stärker an die Schalter herangetreten sein mag, so dürfte es doch — namentlich wenn man die niedrigen Sätze des Marktdiskonts in Vergleich stellt — offenkundig sein, daß der ausländische Goldbegehrt die hohen Banksätze veranlaßt hat.

### 1898.

Das Jahr 1898 brachte gegenüber seinen Vorgängern mancherlei Abweichungen. Zwar blieben die seit dem Einsetzen des Aufschwunges wirksamen Faktoren auch weiterhin sehr einflußreich,<sup>2</sup> es trat aber teilweise eine andere Gruppierung derselben ein. Nachdem nämlich die übliche Abschwellung des Diskonts — diesmal sogar bereits in den beiden ersten Monaten — stattgefunden hatte,<sup>3</sup> rief der Ausbruch des spanisch-amerikanischen Krieges zu Beginn des zweiten Vierteljahres einen so bedeutenden Goldabfluß nach den Vereinigten Staaten hervor, daß die Zinssätze wieder in die Höhe getrieben wurden. Auch der Privatdiskont, welcher noch im Januar unter dem entsprechenden Durchschnittssatze des Vorjahres zurückgeblieben war, machte die Aufwärtsbewegung mit:

	1. Viertelj.	2. Viertelj.	3. Viertelj.	4. Viertelj.	Jahresdurchschnitt
1898	2,83	3,31	3,34	4,75	3,56
1897	2,93	2,39	2,75	4,18	3,08

<sup>1</sup> Vergl. „Die Reichsbank“. Ueber die Rolle, welche der Zahlungsbilanz bei der Gestaltung des Diskonts zukommt, verweisen wir auf Reginald Maync, a. a. O. S. 19 ff. und M. Schraut, „Die Lehre von den auswärtigen Wechselkursen“, Leipzig 1882. In neuerer Zeit hat sich über diese Fragen eine Meinungsverschiedenheit gebildet. Wir verweisen auf Joh. Friedr. Schär, Zahlungsbilanz und Diskont, ihre Beziehungen zum internationalen Geld- und Kreditverkehr unter besonderer Berücksichtigung Deutschlands, Berlin 1908, ferner zahlreiche Stellen im „Berliner Tageblatt“ und „Deutschen Oekonomist“, 1908 und 1909.

<sup>2</sup> Die Hauptbelastung des Geldmarktes ging von inländischen Aktien und Wechseln aus. Auch zahlreiche inländische Staatsanleihen kamen zur Zeichnung. (Siehe Diagramm 9.)

<sup>3</sup> Siehe Tabellen 1 und 2.

Im Hinblick auf die Lage des deutschen Geldmarktes<sup>1</sup> und auf die im Herbst wieder zu erwartende gesteigerte Nachfrage sah sich die Reichsbank am 9. April genötigt, mit ihrem Satze wieder auf 4 Proz. hinaufzugehen; „einer der seltenen Fälle, in welchen seit der Mitte der 80er Jahre lediglich die Rücksicht auf die internationale Goldbewegung für eine Diskonterhöhung den Ausschlag gab“.<sup>2</sup> Um so reichlicher waren allerdings, wie wir bereits zu sehen Gelegenheit hatten und noch weiter sehen werden, die Fälle, in denen diese Rücksicht einen gewichtigen Anteil an dem Entschluß zur Erhöhung der Rate hatte.

Als nun die übliche Herbstanspannung wiederum in starker Auflage dazu kam, wurde die Kontingentsgrenze am 30. Sept. um 276,5 Mill. M. überschritten, und nur noch in der ersten Hälfte des Dezember blieb die Bank von der Notensteuer befreit. Am selben Tage hatte die Anlage mit 1124 Mill. M. den seit-her als Rekord angesehenen Betrag des Vorjahres um über 100 Mill. M. geschlagen. Eine Erhöhung des Diskonts auf 5 Proz. war daher am 10. Oktober nicht zu umgehen, ja es wurde, als die erwartete Erleichterung immer noch nicht eintrat, am 9. November eine weitere Erhöhung auf 5½ Prozent und am 19. Nov. auf 6 Proz. erforderlich.<sup>3</sup> Die Kurve des Marktdiskonts verlief ziemlich parallel, und erklomm am 19. und 20. Dezember mit 5,625 Proz. ihren Kulminationspunkt.

### 1899.

Das Jahr 1899 bewahrte die Tendenz der Aufwärtsbewegung. Doch legte die allgemein beklagte Preissteigerung der industriellen Rohstoffe den Keim zum Niedergang.<sup>4</sup> Trotz alledem gewannen die Gründungen immer noch an Boden, und die Spekulation in Industripapieren wuchs ungeachtet des Börsengesetzes beunruhigend.<sup>5</sup> Der immer weiter gesteigerte Geldbegehrt im Verein mit der zunehmenden Geldknappheit hielten den Privatdiskont noch

<sup>1</sup> Welcher vor allem durch Emissionen von Aktien und Industrieobligationen fortgesetzt in Anspruch genommen wurde — vergl. Diagramm 9.

<sup>2</sup> „Reichsbank“ S. 174. Selbst die Bank von Frankreich, welche seit dem 14. März 1895 mittels ihrer Goldprämienpolitik an dem Satze von 2 Prozent festzuhalten vermochte, wurde im Oktober 1898 zur Erhöhung ihrer Rate auf 3 Prozent gezwungen, ohne trotz ihrer hohen Prämiensätze einen beträchtlichen Goldabfluß verhindern zu können. Vergl. Jahresbericht der Aelt. d. Kaufm. v. Berlin. 1898, S. 249.

<sup>3</sup> Eine Höhe, die seit Bestehen der Reichsbank nur zweimal in den Jahren 1877 und 1882 erreicht worden war.

<sup>4</sup> Vergl. Tabellen 5 und 6.

<sup>5</sup> Siehe Tabellen 10 und 11.

wesentlich höher als im Vorjahre.<sup>1</sup> Die Herabsetzung des offiziellen Satzes konnte daher nur mit großer Vorsicht stattfinden und endete erst am 9. Mai mit 4 Proz. Und diese 4proz. Rate, die niedrigste des Jahres, konnte auch nur für ganz kurze Zeit in Geltung bleiben. Denn da die Spannung gegenüber dem Vorjahre fortgesetzt zunahm — die Anlage zu Mitte Juni übertraf die vorjährige um über 90 Mill. M. — mußte bereits am 19. Juni im Hinblick auf die bevorstehende Halbjahrsliquidation der  $4\frac{1}{2}$ proz. Satz wieder eingeführt werden. Als aber die Bank von England nach starken Goldabflüssen und, um zu dem vorausgesehenen Ausbruch des Burenkrieges<sup>2</sup> gerüstet zu sein, energisch zur Auffüllung ihres knapp gewordenen Goldvorrates schritt, erreichte die Rentabilität der Goldausfuhr nach London einen solchen Grad, daß die Reichsbank, welche auf die erhöhte Herbstnachfrage bedacht sein mußte, ihren Satz bereits am 7. August auf 5 Proz. hinaufsetzte. Zwar hörte nun langsam die Rentabilität der Goldversendung auf, die Bank geriet aber am 30. Sept. bei der Ultimo-Liquidation mit 371 Mill. M. in die Notensteuer und in den Besitz einer Anlage von 1249 Mill. M. und überschritt damit den höchsten bis dahin vorgekommenen Stand um 125 Mill. M. (Die Wechselanlage allein zeigt von 1894—1899 eine Zunahme von 50 Proz.). Gleichzeitig war der Goldbestand auf die seit dem 30. Sept. 1893 niedrigste Ziffer von 450 Mill. M. zusammengeschrumpft, während der gesamte Metallvorrat (zum ersten Male seit Bestehen der Bank) nicht mehr die Hälfte des Notenumlaufs und nur noch 35,8 Proz. der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten deckte.<sup>3</sup>

Der Konkurrenzkampf um das Gold wurde indes immer schärfer. Der Ausbruch des südafrikanischen Krieges spornte die Bank von England an; die Zunahme ihrer Anlage, die drohende Gefahr noch weiteren Goldabflusses und schließlich einer Kreditkrise zwangen das deutsche Zentralnoteninstitut zur Gegenwehr. Am 3. Oktober wurde der offizielle Satz auf 6, und als die Bank von England Ende November mit ihrer Rate

<sup>1</sup> Was dieses Jahr charakterisiert, das ist einmal die im Vergleich zu den übrigen Jahren dieser Epoche am höchsten gespannte Nachfrage nach langfristigem Kredit bei gleichzeitig starkem Wechselbegehren und dann die Tatsache, daß die Ansprüche an den Kapitalmarkt mehr als in den Vorjahren inländischen Ursprungs waren.

<sup>2</sup> Wir bemerken hier bereits, daß der Transvaalkrieg jahrelang seine Wirkung auf die Zinssätze ausüben sollte, insofern er den Geldbedarf Englands beträchtlich steigerte. Diese Knappheit des englischen Geldmarktes mußte auch die übrigen Länder in Mitleidenschaft ziehen, indem die hohen Zinssätze in England die englischen Geldgeber veranlaßten, Beträge, welche sie unter anderen Umständen im Auslande angelegt hätten, auf dem englischen Markte zurückzubehalten, und solche Beträge, die sie im Auslande mit kurzen Kündigungsfristen ausgeliehen hatten, zur Verwendung in England zurückzuziehen. Die Summen, welche englische und französische Kapitalisten bis dahin dem deutschen Markte zur Verfügung gestellt hatten, werden von Helfferich zeitweise auf 800 Mill. Frs. angegeben.

<sup>3</sup> Siehe „Reichsbank“, Tabelle 23.

folgte, am 19. Dezember auf 7 Proz.<sup>1</sup> erhöht. Nur so war es möglich, die Gefahren zu bannen, welche damals dem deutschen Geldmarkte und damit unserer gesamten Volkswirtschaft drohten, und es leuchtet ein, daß diese starke Anziehung des Diskonthebels nach Lage der Sache ein geeigneteres Abwehrmittel war als „eine vorsichtige Einschränkung des Diskontgeschäftes bei weniger gesteigertem Zinsfuß“, wie sie von Reuschle<sup>2</sup> u. a. empfohlen wird. Zinsfreie Vorschüsse an die Goldimporteure zogen größere Sendungen namentlich aus Rußland an und brachten endlich wieder den Goldbestand der Bank auf eine angemessene Höhe.

---

### 1900.

Nach der Jahreswende hielt die spekulative Preistreiberi, welche bereits im vergangenen Jahre zu einer Katastrophe zu führen gedroht hatte, immer noch an und ließ den Bedarf an Zahlungsmitteln kaum merklich zurückgehen. Der Monatsdurchschnitt des Berliner Marktdiskontes verzeichnete daher für den Januar die ungewöhnlich hohe Ziffer von 4,42, für den Februar von 4,21 und für den März sogar von 5,21 Proz. Die Reichsbank erfuhr nicht die normale Entlastung<sup>3</sup> und die ausländischen Wechselkurse notierten zugunsten Englands, Frankreichs und der Niederlande, welche ihre Beträge zur Verwendung in der heimischen Volkswirtschaft zurückzogen und dadurch den kaum gestärkten Goldbestand wieder in Anspruch nahmen.<sup>4</sup> Die Herabsetzung des offiziellen Satzes, welcher am 12. Januar auf 6 Proz. und am 27. Januar auf 5½ Proz. gelangt war, konnte daher während des ganzen Frühjahrs nicht weitergeführt werden. Erst im Juli ließ die ungesunde Anspannung nach: die Ueberspekulation in Bergwerks-, Hütten- und Industripapieren war zusammengebrochen und hatte die erste deutsche Hochkonjunktur mit sich gerissen!

---

<sup>1</sup> Ein Satz, den die Reichsbank bis dahin noch niemals anzuwenden genötigt war. Der achttägige Wechselkurs auf London hatte in diesem Monat zeitweise 20,565 erreicht, während für Scheck London sogar 20,60 bezahlt werden mußten.

<sup>2</sup> C. Reuschle, „Die Ursachen der Schwankungen des Geldzinses“, Berlin 1908, — ein wissenschaftlich und praktisch ganz wertloses „Buch“.

<sup>3</sup> Während wir das Jahr 1899 „das Jahr des langfristigen Kredits“ hätten nennen können, wäre für das Jahr 1900 der Name „Jahr des kurzfristigen Kredits“ nicht unangebracht. Viele Kreditbedürftige wurden durch den steigenden Zinsfuß verhindert, langfristigen Kredit aufzunehmen, während die Nachfrage nach kurzfristigem Kredit selbst durch einen hohen Zinsfuß nicht leicht eingedämmt werden kann. Dies ist in der natürlichen Verschiedenheit der beiden Kreditarten begründet. (Siehe Diagramm 9.)

<sup>4</sup> Siehe „Reichsbank“, Seite 177.

### Zusammenfassung.

Ein kurzer Ueberblick über die geschilderte Diskontperiode zeigt, daß der offizielle deutsche Bankdiskont zuerst im November 1895 den seit fast 2 Jahren festgehaltenen Satz von 3 Proz. überschreitet und auf 4 Proz. hinaufgeht. Ein starker Herbstbedarf, wiederholt mit ausländischen Goldforderungen zusammenfallend, führt dann in den Jahren 1896 und 1897 zur Annahme des 5proz., 1898 des 6proz. und 1899 des seit dem Kriegsjahre 1870 nicht mehr gesehenen Satzes von 7 Proz. In dieser Bewegung lassen sich gewisse, mit auffallender Regelmäßigkeit wiederkehrende Erscheinungen wahrnehmen. Im Januar ist der Satz im Durchschnitt etwas niedriger als im vorausgegangenen Dezember; dies trifft für den Privatkont ebenso zu wie für die offizielle Rate.<sup>1</sup> Im Februar sinken die Sätze weiter und sind mehrfach die niedrigsten des Jahres. Bis zum August finden dann keine besonderen Aenderungen statt mit Ausnahme des Jahres 1898, in welchem schon vom April an stärkere Diskonterhöhungen notwendig werden (spanisch-amerikanischer Krieg). Im September setzt dann ein konsequenter Aufstieg ein, welcher im Dezember seinen Kulminationspunkt erreicht und den Durchschnitt des letzten Vierteljahres gegenüber den vorausgegangenen Quartalen wesentlich erhöht. Das Jahr 1900 macht hier keine Ausnahme, denn es gehört in seiner zweiten Hälfte nicht mehr in die geschilderte Wirtschafts- und Zinsfußepoche. Die regelmäßig sich einstellende Herabsetzung des Diskonts gegen die Jahreswende entspricht bekanntlich der „Jahreskurve des Geldbedarfs, die auf der Organisation unseres Zahlungsverkehrs und den durch den Wechsel der Jahreszeiten bedingten Schwingungen des Geschäftsganges beruht“.<sup>2</sup> Der Jahresdurchschnitt des Bank- und des Berliner Marktdiskontes zeigt für die geschilderte Zeit folgende Gestalt:

	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900
Bankdiskont:	3,2	3,14	3,66	3,81	4,27	5,04	5,33
Marktdiskont:	1,74	2,01	3,04	3,09	3,55	4,45	4,41

Dabei ist zu beachten, daß die Diskontierung zum Privatsatze bei der Reichsbank vom Frühjahr 1896 an in Wegfall kam.

Der Geldbedarf, insbesondere der heimische Geldbedarf ist es also gewesen, welcher dem Zinsfuß die konsequente in periodischen Intervallen steigende Richtung gegeben hat. Da der Geldbedarf im allgemeinen immer mehr zunahm, während das Angebot nicht Schritt halten konnte, so stieg auch der Diskont. Als aber vom Mai 1897 bis Januar 1898 der Geldbedarf sich verringerte, wurde der Privatkont billiger. Wenn damals die Bankrate die Verbilligung nicht mitmachte, sondern

<sup>1</sup> Vergl. Tabelle 1 und 2.

<sup>2</sup> Näher ausgeführt bei K. Helfferich, a. a. O. Seite 36.

im Gegenteil sich noch erhöhte, so war dies vorwiegend die notwendige Reaktion auf Goldentziehungen seitens des Auslandes, vor allem der Vereinigten Staaten. Die außergewöhnliche Diskonterhöhung im April 1898 war gleichfalls die Folge des Goldabflusses nach der Union. Der knappe Goldzufluß oder gar die Goldausfuhr in den Monaten Juli 1899 bis Ende März 1900, veranlaßt durch die Vorwehen und den Ausbruch des Transvaalkrieges, hat den wachsenden Geldbedarf in seiner zinsfußsteigernden Wirkung kräftig unterstützt. Mit Recht läßt sich daher behaupten, daß ein sehr erheblicher Anteil an der Zinsfußgestaltung der Epoche 1895 bis 1900 neben dem gewachsenen Geldbedarf des Inlands einer für Deutschland zeitweise ungünstigen internationalen Goldbewegung, d. h. der internationalen Verschuldung Deutschlands eingeräumt werden muß.<sup>1</sup>

---

## 2. Die Krisis und der wirtschaftliche Niedergang von April 1900 bis Ende 1902.

Nachdem im Frühjahr 1900 noch einmal eine fieberhafte Tätigkeit auf allen Wirtschaftsgebieten entfaltet worden war, erreichte die Periode des industriellen Aufschwunges ihr Ende und wurde abgelöst durch einen sich im April noch vielfach unbemerkt anbahnenden, im Juni mit voller Wucht zum Ausbruch kommenden und namentlich die deutschen Wirtschaftsverhältnisse treffenden Rückschlag, welcher umso verheerender wirkte, als er auf fast allen Gebieten unerwartet eintrat. Die gesteigerte Spekulation hatte in vielen Geschäftszweigen zu einer unnatürlichen Uebertreibung der Produktion, der Preise und der Kurse geführt. Allen voran stand die Montanindustrie, welche eine derartige Verteuerung der Preise der Rohmaterialien vorgenommen hatte, daß ihr der Vorwurf nicht erspart werden kann, durch die Minderung der allgemeinen Rentabilität zum schließlichen Zusammenbruch der stolzen Hochkonjunktur mit beigetragen zu haben. Das künstliche Gebäude der Spekulation konnte natürlich nicht von Dauer sein, und es bedurfte nur eines Anstoßes, um einen jähen Zusammenbruch herbeizuführen. Diesen Anstoß gab im April die Meldung von plötzlichen Kurs- und Preisreduktionen sowie Betriebseinschränkungen der amerikanischen Eisen- und Stahlbranche, welche in Deutschland zunächst nur seitens der berufsmäßigen Spekulation ernstere Beachtung fand. Interessant ist nun das grundverschiedene Verhalten der deutschen und der amerikanischen führenden Industrie. Unmittel-

<sup>1</sup> Vergl. dagegen Helfferich, a. a. O. S. 37 ff.

bar vor der Krisis hatten die deutschen Rohstoffsyndikate die Konsumenten vor die Alternative gestellt, kombinierte Kontrakte auf 2 Jahre abzuschließen oder überhaupt kein weiteres Rohmaterial zu bekommen. Hierdurch brachten sie diejenigen Werke, welche Kokes und Roheisen nicht selbst erzeugten, sondern von den Syndikaten teuer abnehmen mußten, in die schwierige Lage, mit teurem Material billige Waren herstellen zu sollen. Dann, als unter dem Eindruck der Ueberproduktion und Geschäftsstockung und der billiger liefernden amerikanischen Konkurrenz die Halbzeug- und die Fertigfabrikanten anfangen, die Preise herabzusetzen, folgten die Syndikate mit ihren Preisen für Roheisen, Kokes und Kohlen nicht nach. Erst als die Situation unhaltbar wurde, ließen sich die Verbände herbei — ein Zwang war wegen der hohen Transportspesen, welche die ausländischen Zufuhren belasten, nicht möglich — Nachlässe auf bestehende Kontrakte sowie Preisermäßigungen bei neuen Abschlüssen zu gewähren. Ganz entgegengesetzt verhielt sich die Taktik der amerikanischen Industriellen. Als in den Vereinigten Staaten wenige Tage früher als in Deutschland der Zusammenbruch erfolgte, entschlossen sich die leitenden Männer kurzer Hand zu enormen und allgemeinen Preisreduktionen und starken Betriebs-einschränkungen<sup>1</sup>. Die bedeutend verbilligten amerikanischen Fertigfabrikate übersprangen teilweise die deutschen Zollschranken und verschärften dadurch noch die kritische Lage des deutschen Warenmarktes, welcher, wie wir erwähnt haben, nun ebenfalls zu Preisherabsetzungen schreiten mußte, ohne dabei von den Rohstoffsyndikaten sekundiert zu werden. In diesem verschiedenartigen Verhalten der deutschen und der amerikanischen „schweren Industrie“ liegt zum guten Teil die Antwort auf die Frage, warum in Amerika nach knapp  $\frac{3}{4}$  Jahren die Hochkonjunktur ihre Fortsetzung fand, während die Krise in Deutschland einen so unendlich schleppenden Verlauf annahm<sup>2</sup>. Zu unserer Tabelle 5 bemerken wir noch, daß der Verbrauch von Roheisen gegenüber den Vorjahren erheblich zurückblieb; vom Jahre 1901 ab überstieg die Ausfuhr von Kohlen und Eisen den Import, während der Preis für die Tonne Roheisen von 90 Mark im Jahre 1900 auf 66,50 Mark im Jahre 1901 herabgesetzt werden mußte.

Aber auch das Börsengesetz von 1896 ist zu einem guten Teile an der Krisis Schuld gewesen, mindestens hat es zu ihrer Verschärfung nicht unwesentlich beigetragen. Die Spekulation in Industripapieren, welche durch das Verbot des Terminhandels eingeschränkt werden sollte, war nicht zurück-

<sup>1</sup> Allerdings ohne jede Rücksicht auf die Angestellten und Arbeiter, die in solchen Fällen stets leichten Herzens ihrem Schicksal überlassen werden.

<sup>2</sup> Vergl. Jahresberichte der Aelt. d. Kaufm. von Berlin und Conrads Volkswirtschaftliche Chronik.

gegangen, sondern im Gegenteil gewachsen, und da ihre Abwicklung nur in der Form des Kassageschäftes erfolgen konnte, benötigte sie eine weit größere Menge von Zahlungsmitteln als früher. Zudem wurde die Tagesspekulation durch die bedeutende mit dem 1. Juli 1900 eintretende Erhöhung der Umsatzsteuer noch mehr eingeschnürt. Die für den Markt so wichtigen Ausgleichungen, welche eine mit geringem Gewinn zufriedene Tagesspekulation früher zu vermitteln pflegte, hörten auf, und infolgedessen nahmen die Kursschwankungen in gefährlichem Maße überhand. Es ist hier nicht der Ort, auf alle Schädigungen nochmals einzugehen, welche diese verfehlte Gesetzgebung der deutschen Börse und damit der gesamten deutschen Volkswirtschaft, von der die Börse nun einmal einen integrierenden Bestandteil bildet, beigebracht hat. Sicher ist aber, daß infolge der Schikanen, welchen das Kapital an der inländischen Börse ausgesetzt war, ein nicht zu gering anzuschlagender Teil desselben zur selben Zeit, zu der es im Inlande am besten zu gebrauchen gewesen wäre, ins Ausland abgedrängt wurde und daß durch die enge Verknüpfung deutscher Interessen mit der Entwicklung fremdländischer Unternehmungen unsere heimischen Effektenmärkte mehr und mehr von den ausländischen Börsen abhängig wurden.<sup>1</sup> Vor allem New York hat der Gesetzgebung des Deutschen Reiches einen guten Teil des starken Einflusses zu verdanken, welchen es auf die deutschen Börsen gewonnen hat, und wie gefährlich gerade dieser unberechenbare amerikanische Einfluß werden konnte, zeigt die Tatsache, daß die erste Phase der Krisis von 1900, der Zusammenbruch der Spekulation in Montanwerten, durch ungünstige Nachrichten vom amerikanischen Eisenmarkte eingeleitet wurde.

Dazu kam ferner noch als erregendes Moment die andere Seite der internationalen Kapital- und Goldbewegung, nämlich die Verschuldung Deutschlands an das Ausland. Wir haben früher bereits zu erwähnen Veranlassung gehabt, daß die in Deutschland zeitweise angelegten Guthaben Englands und Frankreichs auf 800 Mill. Frs. veranschlagt wurden, und daß, als die guten Anlagegelegenheiten, welche der südafrikanische Krieg in England sowie die späteinsetzende Wirtschaftsbesserung in Frankreich schufen, zahlreiche englische und französische Guthaben, die bis dahin die Schwierigkeit der Geldbeschaffung am deutschen Markte gemildert hatten, nach ihren Heimatländern

<sup>1</sup> Dieser Prozeß schritt im Laufe der folgenden Jahre derart fort, daß am 22. Januar 1904 der Abgeordnete Kaempff im Reichstage sagen konnte: „In den achtziger Jahren war zeitweise die Berliner Börse die stärkste Börse der Welt; kein Geschäft war so groß und kompliziert, daß es nicht an der Berliner Börse hätte ausgeführt werden können. Dies alles ist zerstört worden durch Börsengesetz und Börsensteuern. Die Berliner Börse und die anderen deutschen Börsen sind herabgesunken zu Lokalmärkten, welche die wirtschaftliche Aufgabe, die der Börse zufällt, nicht erfüllen.“

zurücklockten, der geschwächte deutsche Markt diesen Aderlaß doppelt schmerzhaft empfand. Die hohen Wechselkurse auf Frankreich und die Goldausfuhren nach diesem Lande zu Anfang des Jahres 1900 (Weltausstellung) sind die äußeren Merkmale dieser Erscheinung. Für Deutschlands inneren Zahlungsverkehr waren diese Zustände höchst unerwünscht, und die Hochkonjunktur würde vielleicht noch länger angehalten haben, wenn dem Handel und der Börse diese Gelder nicht entzogen worden wären. „Es ist vielleicht zu viel gesagt, daß die deutsche Krise im April 1900, die den Niedergang der Geschäftstätigkeit einleitet, durch diese Kapitalzurückziehungen geschaffen wurde. Vielmehr hatten die Preisherabsetzungen von Eisen und Stahl in den Vereinigten Staaten die Kurse der Montanpapiere an der Börse ins Wanken gebracht und damit das Signal zum allgemeinen Rückzug gegeben. Aber zweifellos kam den deutschen Schuldnern die Rückforderung der Kapitalien höchst unbequem und verschärfte die Situation . . . Die Gefahren eines solchen internationalen Kapitalismus liegen auf der Hand, wenn auch die Vorteile der gegenseitigen Unterstützung auf der anderen Seite nicht zu unterschätzen sind. Zwar wird auch eine eingetretene Krise panikähnliche Erscheinungen zeigen können, wenn große Wechselsummen im ausschließlich inländischen Geschäft unerwartet flüssig werden, allein hier kann mit der Zahlung von Banknoten, deren Kredit nicht erschüttert ist, zunächst ein Ausgleich gegeben werden, bis sich die Gemüter wiederum beruhigen. Das Ausland nimmt in der Regel aber nur Gold und ist insofern ein wenig nachsichtiger Gläubiger. Sind so schon in wirtschaftlichen Krisen Bedenken gegen diese Form der internationalen Verschiebung nicht zu unterdrücken, so werden sie in politischen erst recht zu betonen sein, besonders wenn eine zielbewußte Schädigung des Schuldnerlandes durch den Gläubiger zu gewärtigen ist. — Die Goldausfuhr in Deutschland betrug allerdings im April nur  $7\frac{1}{2}$ —8 Mill. M., eine Summe, die in ruhiger Zeit keine Sorgen bereitet, aber dann, wenn überall das Gold zurückgehalten wird, und die Zirkulation leer ist, schon aufs empfindlichste einwirken kann.“ — In diesen Worten Sartorius' Freiherrn von Waltershausen<sup>1</sup> glauben wir eine Bestätigung für unsere Annahme zu sehen, daß Karl Helfferich der internationalen Kapital- und Goldverschiebung bei Beurteilung der Zinsfußgestaltung einen allzu geringen Wert beigemessen hat.

Besonders verhängnisvoll wurde der Umschlag der Konjunktur dadurch, daß das bisherige blinde Vertrauen, welches fast allgemein in die Dauer des wirtschaftlichen Aufschwungs gesetzt worden war, durch verschiedene Ereignisse schwer erschüttert wurde. Das Bekanntwerden des verwerflichen Ge-

<sup>1</sup> A. a. O. S. 265 und 266.

schaftsgebahrens der Spielhagen-Banken in Berlin, der Pommer-schen Hypotheken-Aktien-Bank, der Mecklenburg-Strelitzschen Hypotheken-Bank, der Mißerfolg zahlreicher Bank- und in-dustrieller Institute, vor allem aber der Zusammenbruch der Leipziger Bank und der Aktiengesellschaft für Trebertrocknung in Kassel, dem unmittelbar die Aufdeckung der unerhörten Fälschungen des Direktors der Gerhard Terlinden-Aktiengesell-schaft folgte, erzeugten tiefgehendes Mißtrauen, welches sich in erster Linie gegen die Hypotheken- und Effektenbanken richtete und eine Kreditkrise von unabsehbaren Folgen herbei-zuführen drohte. Zahlreiche Konkurse, Liquidationen und Sa-nierungen ließen erkennen, daß manche Unternehmungen während der aufsteigenden Periode des Erwerbslebens ihre finanziellen Kräfte weit überschritten hatten. Vermehrtes Warenangebot aus den überfüllten Lagern bei sinkenden Preisen, Produktions-einschränkungen, Lohnreduktionen und Arbeiterentlassungen gaben jener Zeit das Gepräge des Niedergangs und schmälerten die Kaufkraft vor allem der gewerblich tätigen Klassen. „Kurz, es zeigte sich wieder jene Reihe von Vorgängen, die in neuerer Zeit periodisch den Wohlstand zahlreicher Familien vernichten, und — in ihrer Wechselwirkung sich steigernd — das volks-wirtschaftliche Leben der Völker auf einen Tiefstand herab-sinken lassen.“<sup>1</sup> Die Zahlen des Außenhandels geben ein deut-liches Bild des allgemeinen Niedergangs, welcher sich keineswegs auf Deutschland beschränkte, sondern eine internationale Er-scheinung war und nur die deutsche Volkswirtschaft besonders stark traf, weil sie an der vorausgegangenen Ausdehnung der Betriebe den größten Anteil genommen hatte.

	Einfuhr	Ausfuhr
1900 . . . . .	5765,6	4611,4
1901 . . . . .	5421,2	4431,4
1902 . . . . .	5631,0	4677,8
1903 . . . . .	6002,7	5014,6

Erst mit dem Ende des Jahres 1902 setzt sich, auch aus dieser Tabelle ersichtlich, behutsam eine Besserung in der wirtschaftlichen Lage durch.

Die Rentabilität der Industriegesellschaften, welche in der Hochkonjunktur soglänzende Resultate aufwies, nahm unter dem Eindruck der Krisis rapid ab. Die von Calwer (a. a. O.) errechnete Durch-schnittsdividende der industriellen Aktiengesellschaften Deutsch-lands, welche im Jahre 1900 noch 10,96 Proz. erreicht hatte, be-trug im Jahre 1901 nur noch 7,98 Proz. und 1902 6,69 Proz. Ueber die damalige Lage gibt uns das „Handbuch der Aktien-gesellschaften“, Ausgabe 1902/3, 2. Band, folgendermaßen Aus-kunft: „Von den in beiden Bänden behandelten 5500 Gesell-schaften blieben in dem Geschäftsjahr 1901 bzw. 1901/02 nicht

<sup>1</sup> Conrads Volkswirtschaftliche Chronik, 1901, S. 552.

weniger als 1869 Firmen dividendenlos, von denen 1003 mit einer Unterbilanz abschlossen; 866 glichen zwar die Rechnung ohne einen Verlustsaldo aus, verteilten aber ebenfalls keine Dividende.“ Natürlich fand vor allem als Folge der Ueberproduktion eine allgemeine Einschränkung des Verbrauchs und der Preise statt. Indem wir im einzelnen auf unsere Tabellen verweisen, begnügen wir uns hier mit der Konstatierung der Tatsache, daß der Verbrauch von Roheisen mit 7,8 Mill. Tonnen im Jahre 1901 und 8,1 Mill. 1902 hinter dem Höchstverbrauch, der noch in das Jahr 1900 fiel und 9,1 Mill. Tonnen erreicht hatte, beträchtlich zurückblieb. Von 1901 ab überstieg die Ausfuhr von Kohle und Eisen den Import, während der Preis für die Tonne Gießerei-Roheisen von 90,70 M. im Jahre 1900 auf 66,50 M. im Jahre 1901 und weiter bis auf 59,50 M. im Jahre 1904 herabgesetzt werden mußte. Aehnliche Preisreduktionen zeigen auch die Kohle und die meisten anderen Waren.

Ein heftiger Kurssturz war unvermeidlich. Die folgende Tabelle, welche dem Berliner Aeltestenbericht entnommen ist, gibt ein deutliches Bild der raschen Entwertung vieler Spekulationspapiere und damit auch des abnehmenden Geldbedarfs für den Umsatz dieser Effekten:

	Höchster Kurs 1899 bzw. 1900	Niedrigster Kurs 1901 bzw. 1902
Gelsenkirchener Bergwerk	229,80	153,00
Bochumer Gußstahl	287,50	155,00
Königs- und Laurahütte	284,00	172,60
Allg. Elektrizitätsgesellschaft	305,00	163,30
Siemens & Halske	199,25	108,75
Hamburg-Amerika-Paketschiffahrt	131,80	96,50
Nordd. Lloyd	133,00	94,10
Deutsche Bank	216,50	187,25
Diskonto-Kommandit	203,75	168,50

Unter so kläglichen Aussichten war begreiflicherweise der Anreiz zu neuen Unternehmungen sehr gering. Während das Jahr 1899 333 Neugründungen von industriellen Aktiengesellschaften mit einem Kapital von 434 Mill. M. gebracht hatte, zeigen die folgenden Jahre immer kleinere Ziffern:<sup>1</sup>

	Neugegründete industrielle A.-G. Kapital in Mill.M.	
1900	252	327
1901	135	122
1902	83	114

Die gesamte Emission deutscher Aktien, welche 1899 die gewaltige Summe von 1146,67 Mill. M. betragen hatte, ging ebenfalls infolge des allgemein erschütterten Vertrauens für lange Zeit erheblich zurück<sup>2</sup>. Sie betrug:

<sup>1</sup> Der Deutsche Oekonomist.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle 8 und Diagramm 9.

1900	691,20	Millionen	Mark
1901	203,56	„	„
1902	346,81	„	„
1903	266,32	„	„

Ergänzend führen wir wieder die Statistik des Ertrags der Börsensteuern hinzu:

Kalenderjahr	Effektenstempel	Umsatzsteuer
	in 1000 Mark	
1899	18259	15392
1900	20915	14443
1901	14703	12742
1902	20811	13561

Daß die Steigerung der Stempelsteuer-Erträgnisse im Jahre 1900 nur auf eine Erhöhung und Erweiterung der Steuer zurückzuführen ist, welche vom 1. Juli desselben Jahres ab in Kraft trat, haben wir bereits früher erwähnt. Andererseits hat dieselbe Ursache späterhin einen erheblichen Beitrag zum Rückgang der Geschäfte am deutschen Kapitalmarkte geliefert.

Unter der gänzlich veränderten Struktur des gewerblichen Lebens mußte natürlich der Geldmarkt ein völlig anderes Aussehen erhalten. Der kaum zu befriedigende Bedarf an kurzfristigem Kredit hielt zwar für die Zeit der Krise des Jahres 1900 noch in verstärktem Maße an — womit nur eine alte Erfahrung bestätigt wurde — und erlitt auch dann keine wesentliche Abnahme. Der Betrag der in Deutschland in Umlauf gesetzten Wechsel zeigt für die Krisenjahre folgende Gestaltung:<sup>1</sup>

	Millionen	Mark
1900	23304	
1901	22966	
1902	21505	

Es waren aber durch den Zusammenbruch der Börsenwerte infolge der zahlreichen Preisreduktionen sowie infolge des Rückgangs der Gründungen und Neuinvestierungen so große Kapitalien frei geworden, daß sich ein beträchtlicher Teil dem Wechselgeschäfte zuwenden konnte. Daher trat der gesamte Geldmarkt unter das Zeichen einer selten erlebten Geldflüssigkeit, und die Reichsbank fand eine seit langer Zeit nicht mehr gewohnte Entlastung. Es ist aber selbstverständlich, daß diese veränderten Verhältnisse in der Entwicklung des Zinsfußes ihren Ausdruck finden mußten.

In gleicher Richtung wirkte die Goldbewegung, welche (wie unsere Goldtabellen erkennen lassen) trotz der erst mit dem Jahre 1903 nach Beendigung des Burenkrieges fortgesetzten Produktionssteigerung in den Krisenjahren einen hohen Saldo auf die deutsche Seite lenkte.

<sup>1</sup> Siehe auch Tabelle 13.

Goldgewinnung der Erde		Mehrein- fuhr von Gold	Goldpro- duktion Deutsch- lands	Deutschl. Gesamtzu- wachs an Gold	Gold- ankaufe der Reichsbank
in Millionen Mark		in 1000 Mark			
1899	1287	147 161	7259	154 420	98 425
1900	1069	139 729	8523	148 452	124 505
1901	1096	213 563	7688	221 283	139 029
1902	1246	42 043	7431		29 233
1903	1376	189 132	7175		97 905

Zum Vergleich fügen wir die Veränderungen des Metallbestandes der Reichsbank an:

Durchschnittlicher Goldbestand	Durchschnittlicher Bestand an Talern und Scheidemünzen	Durchschnittlicher Metallbestand
1900 570,7 Mill. M.	246,4 Mill. M.	817,1 Mill. M.
1901 664,1 " "	247,3 " "	911,4 " "
1902 725,5 " "	256,7 " "	982,2 " "

Angesichts der überaus starken Mehreinfuhr von Gold, welche das Jahr 1901 aufweist und die nur von den Jahren 1894 und 1873 übertroffen wird, halten wir die Versuche Helfferichs, die Auffüllung des Goldbestandes der Reichsbank auf inländische Rückflüsse zurückzuführen und damit einen nachträglichen Beweis für seine Behauptung zu liefern, daß lediglich das Inland durch seinen Kapitalbedarf die Aufzehrung des Goldvorrates und die Zinsfußsteigerung verursacht habe,<sup>1</sup> für mißglückt.

## 1900.

Der Ausbruch der Krisis, welche im April 1900 sich ankündigte, fand einen Privatsatz von  $4\frac{1}{8}$ — $4\frac{1}{2}$  Proz. und einen Bankdiskont von  $5\frac{1}{2}$  Proz. vor. Die gesteigerten Anforderungen,<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Der betreffende Ausdruck bei Helfferich a. a. O., S. 54, lautet: „daß im ganzen genommen die ungünstige Veränderung, die von 1895 bis 1900 im Status der Reichsbank eingetreten ist, lediglich durch die Gestaltung des inländischen Geldbedarfs verursacht war.“ — „Im ganzen genommen — lediglich!“ Was mit dieser widerspruchsvollen Formulierung seiner Hauptthese, deren Begründung die ganze Schrift gewidmet ist, gesagt sein soll, ist mindestens unklar. Helfferich gleicht hierin denjenigen Naturen, welche eine Sachlage wohl einsehen, sie endlich, wenn es kein Ausweichen mehr gibt, auch zugestehen, aber immer noch einmal mit unangebrachten Einschränkungen und Vorbehalten zu kommen suchen.

<sup>2</sup> Bereits an anderer Stelle wurde erwähnt, daß der Geldbedarf der Industrie und des Warenhandels, wie er sich in der Ausstellung von Wechseln äußert, auch nach dem Beginn der Absatzstockung zunächst noch keine Einschränkung erfuhr, sondern zeitweise eine noch weitere Ausdehnung, da sich die Unternehmer, deren Lagerbestände sich häuften, zunächst durch eine verstärkte Anspannung ihres Kredits zu halten suchten.

die Isolierung Deutschlands auf dem sich weit rascher verflüssigenden internationalen Geldmarkt sowie die Vorsicht, zu welcher die ganze wirtschaftliche und politische Situation (Boxerunruhen in China) gemahnte, gestatteten auch nicht, an eine Herabsetzung des offiziellen Satzes heranzutreten, während der Privatdiskont die vorjährigen Monatsdurchschnitte sehr beträchtlich übertraf. Erst eine Erhöhung des Goldbestandes und eine Vermehrung der Mittel, welche aus dem stark reduzierten Effektengeschäft dem verstärkten Geldbedarf des Warengeschäfts zuflossen, ermöglichte am 13. Juli den Diskont auf 5 Proz. zu ermäßigen — und dies zu einer Zeit, als die chinesischen Wirren einen erhöhten Geldbedarf des Reiches erforderten. Hier muß es als ein glücklicher Griff bezeichnet werden, daß die Reichsregierung, um den ohnedies überlasteten deutschen Markt nicht noch mehr in Anspruch zu nehmen, für die ostasiatische Expedition im September einen Teil ihres Bedarfs im Betrage von nicht ganz 80 Mill. M. (der Rest wurde in Deutschland begeben) 4proz. Schatzanweisungen in Amerika unterbrachte. Diesem günstigen Umstande<sup>1</sup> war es wohl teilweise zu verdanken, daß der Marktsatz seine im Juli begonnene Abwärtsbewegung derart fortsetzen konnte, daß im Dezember die Spannung gegenüber dem vorjährigen Durchschnittssatz  $1\frac{1}{2}$  Proz. erreichte und der Bankdiskont bis über den Jahreswechsel auf 5 Proz. erhalten werden konnte (trotzdem die Anlage der Bank mit 1319 Mill. M. diejenige des 30. September 1899 noch übertraf). Wir sehen daher in diesem Jahre zum ersten Male seit 1895, daß der Diskont im zweiten Halbjahr nicht erhöht zu werden brauchte, ja daß er sogar herabgesetzt werden konnte und der Durchschnitt des zweiten Halbjahrs gegen das erste namhaft zurückbleibt. Immerhin hatte die außerordentliche Höhe des Diskonts im ersten Halbjahr die Folge, daß der Jahresdurchschnitt mit 5,333 Proz. den vorjährigen, welcher 5,036 Proz. betragen hatte, noch übertraf.

---

### 1901.

Gegenüber seinem Vorgänger spiegelt das Jahr 1901 noch erheblich mehr den wirtschaftlichen Rückgang wider. Trotzdem ließ die Nachfrage nach Wechseln nur wenig nach, welche sich überdies in sehr beträchtlichem Grade an die Reichsbank wandte, namentlich um die Mitte des Jahres, nachdem der erwähnte

---

<sup>1</sup> Welcher vielfach scharfem, aber unberechtigtem Tadel begegnete. — Dagegen schreibt Helfferich a. a. O., S. 75: „Dieser Schritt hat unzweifelhaft dazu beigetragen, dem deutschen Geldmarkte eine größere Widerstandsfähigkeit und der Reichsbank eine größere Bewegungsfreiheit angesichts der unmittelbar bevorstehenden Katastrophen zu geben.“

Zusammenbruch einzelner großer Unternehmungen ein weitverbreitetes Mißtrauen und demzufolge eine schwer zu überwindende Zurückhaltung der Kreditgeber wachgerufen hatte. Immerhin machte die Verflüssigung des Marktes und damit Hand in Hand die Herabsetzung des Privatdiskontes weitere Fortschritte. Sehr vorsichtig folgte die Reichsbank nach, indem sie ihre 5proz. Rate im Februar, April und zuletzt am 18. Juni um je  $\frac{1}{2}$  Proz. herabsetzte. Diese letzte Ermäßigung ist umsomehr als der Ausdruck einer Besserung des Geldmarktes anzusehen, als ihr im Mai der Zusammenbruch der Mecklenburg-Strelitzschen und der Pommerschen Hypothekenbank vorausgegangen war, und als ihr ferner unmittelbar die Zahlungseinstellung der Leipziger Bank, der Dresdener Kreditanstalt und anderer Institute folgte, ohne eine neuerliche Diskonterhöhung nach sich zu ziehen. Auch machten die fortgesetzten Bemühungen zahlreicher Banken, ihren Barbestand zu erhöhen, dem gleichgerichteten Bestreben des Zentralnoten-Institutes scharfe Konkurrenz. Trotzdem gelang es der Reichsbank, ihren Goldvorrat aufzufüllen und den zahlreich an sie herantretenden Ansprüchen bis zum 22. September ohne Diskonterhöhung gerecht zu werden. Am 23. setzte sie dann den über 3 Monate gewährten Satz von  $3\frac{1}{2}$  Proz. auf 4 Proz. hinauf und vermochte seit dem Jahreswechsel 1895/96 zum ersten Male wieder mit diesem Satze ins neue Jahr hintüberzutreten. Eine ganz gleichlaufende Bewegung zeigte der Marktdiskont, welchem in diesem Jahre, wo mehr wie je die Ansprüche bei der Zentralbank zusammenliefen, natürlich eine entsprechend weniger wichtige Rolle zufiel. Hinter dem vorjährigen Durchschnitte von 4,41 Proz. blieb er mit 3,6 Proz. ganz beträchtlich zurück.

## 1902.

In der ersten Hälfte des folgenden Jahres erhielt die Metalldecke eine außerordentliche Verlängerung, während gleichzeitig ein beträchtlicher Rückgang der Anlage die Bedingungen für einen niederen Diskont unterstützte. Ueberhaupt stand das ganze Jahr unter einer ungewöhnlichen Geldflüssigkeit, welche den Marktsatz mehr und mehr auf das niedrigste Niveau zurückzuführen suchte, das vor dem Wirtschaftsaufschwung in Deutschland bestanden hatte. Die offizielle Rate konnte daher bereits am 11. Februar auf dem 3proz. Satze anlangen. Der starke Bedarf des Reiches, einzelner Bundesstaaten und Rußlands<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Insgesamt erreichten die Emissionen 1902 die Summe von 2110,96 Millionen gegenüber beträchtlich niedrigeren Ansprüchen in den Vorjahren. (Siehe Tabelle 8 und Diagramm 9.)

vermochten eine Diskonterhöhung nicht zu bewirken. Es zeigte sich also deutlich, daß der starke Andrang öffentlicher festverzinslicher Anlagewerte einen weit weniger fühlbaren Einfluß auf den Diskontomarkt auszuüben vermag als der gleich starke Bedarf der Industrie, wie er in früheren Jahren geherrscht hatte. Allerdings muß dabei in Rechnung gezogen werden, daß das Angebot von anlagesuchendem Kapital gegenüber jenen Zeiten gewachsen war. Erst ein besonders stürmischer Herbstbegehren, welcher die beginnende Wiederbelebung der Geschäfte anzukünden schien, zwang am 4. Oktober die offizielle Rate auf 4 Proz. hinaufzusetzen. Mit diesem Satze trat die Reichsbank in das neue Jahr, ohne sich durch die starken Goldabflüsse des Dezember zu einer weiteren Erhöhung bestimmen zu lassen. Der Privatkont blieb im ganzen Zeitraume hinter dem des Vorjahres zum Teil beträchtlich zurück. Nur die beiden letzten Monate übertrafen im Durchschnitt die vorjährigen Sätze und scheinen ebenfalls auf ein langsames Erwachen der wirtschaftlichen Tätigkeit hinzudeuten.

Im ganzen läßt sich sagen, daß die Jahre 1900—1902 den kurzfristigen Zinsfuß in langsam, aber konsequent sinkender Richtung zeigen, und daß Bank- und Marktdiskont gleichmäßig an der Entspannung teilgenommen haben.

Durchschnitt des Jahres	Marktdiskont	Bankdiskont
1899	4,45	5,036
1900	4,41	5,333
1901	3,06	4,099
1902	2,19	3,321

Als Ursachen für diese Erscheinung kommt einmal die gewaltige Einschränkung des Bedarfs an Zahlungsmitteln sowie an Geldkapital, dann die Erhöhung des Angebots in Betracht. Die Goldbewegung war der Vermehrung des Angebots günstig, doch ist ihr in dieser Epoche ein gleich starker Einfluß auf die Geldmarkt- und Zinsfußgestaltung, wie sie ihn während der vorausgegangenen Hochkonjunktur besessen hatte, nicht beizumessen. In Zeiten sinkender Konjunktur und sinkenden Geldbedarfs kann eine Volkswirtschaft eine Verringerung des Goldzuflusses oder einen zeitweiligen Goldabfluß unschwer ertragen. Kommt aber statt dessen sogar ein verstärkter Goldstrom ins Land, so wird dies als angenehm empfunden, kräftigt die allgemeine Hoffnung der Geschäftswelt auf eine baldige Wendung zum Besseren, verbreitert auch die Basis des Notenumlaufs und verbilligt den Zins.

---

### 3. Die Zeit des wiederum steigenden Diskonts von Ende 1902 bis Sommer 1907.

Nach einem Rückgang, der in Deutschland die Zeit von 2 $\frac{1}{2}$  Jahren ausfüllte, setzte sich gegen Ende des Jahres 1902 der wirtschaftliche Aufschwung, welcher 1895 begonnen und im Jahre 1900 sein Ende gefunden hatte, zunächst in einer vorsichtigen Konsolidierung, dann in einer immer weitere Kreise ziehenden Belebung und schließlich vom Jahre 1904 ab in einer erneuten Hochkonjunkturperiode fort. Ein bemerkenswerter Unterschied zur ersten Hochkonjunktur besteht aber darin, daß sie nicht wie jene durch einzelne Zweige der Industrie ihren Antrieberhielt, sondern fast gleichmäßig auf allen Gewerbezweigen aufgebaut war. Hierdurch wurde eine einseitige Richtung der Produktion vermieden und die Kalamität der Ueberproduktion, welche sich als Folgeerscheinung der ersten Aufschwungsperiode eingestellt hatte, glücklich verhütet. Wenn daher die letzte wirtschaftliche Depression, wie sich später zeigen wird, ein ganz anderes Bild als der wirtschaftliche Rückschlag der Jahre 1900 bis 1902 darbot, so ist dies in jenem Unterschied des Aufbaues der Hochkonjunkturen begründet.

An gemeinsamen Merkmalen, welche diese zweite Blütezeit mit der ersten teilt, fehlt es jedoch keineswegs. Auch diese Periode umschließt eine Reihe von Jahren, deren jedes das vorhergehende an wirtschaftlicher Fruchtbarkeit zu überbieten suchte. Auch diesmal war der europäische Friede die politische Grundlage der wirtschaftlichen Triumphe. So wenig die griechisch-türkischen Differenzen und die jenseits des Ozeans sich abspielende Vernichtung der alten spanischen Kolonialmacht durch die aufstrebende nordamerikanische Großmacht die emsig arbeitenden Betriebe der neutralen Volkswirtschaften zu stören vermochten, so unberührt ließ im allgemeinen die im fernen Osten sich offenbarende Ueberlegenheit der japanischen Waffen über die morsche Militärmacht des russischen Staatskolosses die unbeteiligten Nationen. Zwar nahm auch die innere Lage im östlichen Nachbarreiche lange Zeit eine drohende Gestalt an, aber der Gedanke, daß die Tage der Heiligen Allianz vorüber sind, ließ in der Industrie pessimistische Gedanken nicht aufkommen, geschweige denn militärische Verwickelungen eintreten. Wohl aber wurden Geldmarkt und Börse durch die im nahen und im fernen Osten sich abspielenden Ereignisse wiederholt in Mitleidenschaft gezogen. Andererseits boten die Meinungsverschiedenheiten des Deutschen Reiches mit den Westmächten über die Regelung der marokkanischen Frage einen reichen Zündstoff, und manchmal schien es, als sollten die Waffen das letzte entscheidende Wort zwischen Deutschland und seinen Widersachern reden. Wenn sich selbst hierdurch die fast un-

gestüm aufstrebende Industrie in ihren die Konjunktur glücklich ausnützenden Maßnahmen kaum irre machen ließ, so ist doch auf die internationale Kapitalbewegung, auf den Stand der Wechselkurse, auf den Diskont in Deutschland und auf den Kursstand der Rentenwerte die politische Depression nicht immer einflußlos geblieben.

Die Niederwerfung des südwestafrikanischen Aufstandes, welche gleichfalls einen nicht geringen Teil der Hochkonjunkturperiode begleitete, konnte hingegen, da sie militärisch nur eine Frage der Zeit war, höchstens insofern die Wirtschafts- und Zinsfußentwicklung berühren, als die finanzielle Inanspruchnahme des Reichs nicht unerheblich war und zu so heftigen Auseinandersetzungen im Reichsparlamente Anlaß gab, daß eine Reichstagsauflösung notwendig wurde mit dem Ziele, eine neue regierungsfreundliche Parteikonstellation an die Stelle der seitherigen zu setzen. Der so ermöglichte Eintritt der freisinnigen Parteien in die Regierungsmehrheit stellte aber nicht geringe innerpolitische, gesetzgeberische Folgen in Aussicht, von welchen wir als für die Entwicklung des Zinsfußes bedeutungsvoll nur die Abänderung des Börsengesetzes von 1896 und seine Ersetzung durch ein in vielen Richtungen liberaleres, den Verkehr an der Börse aus den Zwangsformen des früheren befreiendes Gesetz erwähnen wollen. Ist dieses neue Börsengesetz auch erst im Jahre 1908, also nach dem Ablauf der Hochkonjunktur geschaffen worden, so war es doch bereits seit jenem wichtigen parlamentarischen Ereignis, als das der Eintritt des Freisinns in die Regierungsmehrheit anzusehen ist, zu einer fest erwarteten gesetzgeberischen Notwendigkeit geworden.<sup>1</sup> Auch die Wirkungen der auf der Grundlage des deutschen Zolltarifs von 1902 abgeschlossenen Handelsverträge dürften bei der Zinsfußgestaltung eine wenn auch nicht allzu große Rolle gespielt haben. Daß sie zeitweise den Diskont in steigender Richtung beeinflußt haben, darf wohl, ohne fehlzugehen, angenommen werden, wenn wir den Berichten zahlreicher Handelskammern und Banken<sup>2</sup> folgen wollen, wonach Handel und Industrie unmittelbar vor

<sup>1</sup> Am 25. Februar 1907 verlieh Fürst Bülow in dem neueröffneten Reichstage dieser Erwartung in folgenden Worten Ausdruck: „Im Interesse des Staatskredits und unseres ganzen Wirtschaftslebens werden, wie ich hoffe, Rechte und Linke dahin wirken, daß unser Kapitalmarkt gekräftigt wird und daß unsere Börse in den Stand gesetzt wird, ihrer Aufgabe als wichtiges nationales Wirtschaftsinstrument gegenüber den Börsen des Auslandes besser als bisher gerecht zu werden. Die Praxis hat zweifellos ergeben, daß durch einzelne Bestimmungen der gegenwärtigen Gesetzgebung die deutschen Börsen in ihrem Wettbewerbe mit den ausländischen Börsen in eine nachteilige Stellung gedrängt sind, die dem Gesamtinteresse des Landes nicht entspricht“.

<sup>2</sup> Z. B. Jahresbericht der Aelt. d. Kaufm. v. Berlin, der Handelskammer Frankfurt a. M., der Deutschen Bank, Bank für Handel und Industrie, Diskontogesellschaft, Dresdener Bank, Mitteldeutschen Kreditbank.

dem Inkrafttreten der Verträge gewaltige Anstrengungen machten, zu den alten Zollsätzen möglichst viel an Waren ein- und auszuführen. Wie stark andererseits diese vorübergehende sowie die dauernde Wirkung unserer veränderten Zollpolitik auf den Zinsfuß gewesen ist, läßt sich natürlich nicht mathematisch genau in Prozenten ausdrücken. Bei der relativ kurzen Spanne Zeit, welche die neuen Zollsätze des Deutschen Reiches und die im Gefolge derselben erhöhten Sätze des Auslandes in Geltung sind, kann ein endgiltiges Urteil über diese leichter vom parteipolitischen als vom wissenschaftlichen Standpunkt zu entscheidende Frage nicht gefällt werden. Insbesondere ist es unmöglich, zu bestimmen, ob der wirtschaftliche Aufschwung unter Geltung der früheren Handelsverträge langlebiger gewesen wäre, als ihm unter der Herrschaft der erhöhten Sätze in Wirklichkeit vergönnt war. Jeder wirtschaftliche Aufschwung ist eben der Sieg zahlreicher günstiger Faktoren, welche in ihrer eigenartig organisierten Gesamtheit der gegnerischen Kombination, an welcher es niemals fehlt, überlegen ist. Diese Ueberlegenheit und damit der Wirtschaftsaufschwung dauert aber nur so lange, bis sich in dem nie erlahmenden Wettkampfe die aufschwungfeindlichen Elemente als die stärkeren erweisen und nun ihrerseits eine Periode des Niedergangs heraufführen. Genau so verhält es sich mit der Zinsfußbewegung! Auch hier läßt sich jederzeit sagen, welche Gruppe als ganze siegreich ist; aber unmöglich ist es, zu entscheiden, welchen prozentualen Anteil jeder einzelne Faktor in der Gruppe der siegreichen an dem Siege und in der Gruppe der unterliegenden an dem Widerstreben genommen hat.

Im großen und ganzen haben in der Zeit vom Beginn des Jahres 1903 bis Mitte des Jahres 1907 die günstigen Momente im Wirtschaftsleben vorgeherrscht und einen Aufschwung unserer gesamten Volkswirtschaft mit sich geführt, wie er großartiger kaum erwartet werden konnte. Auch diesmal bilden die Ziffern der Produktion, des Verbrauchs und der Preise unserer wichtigsten Rohprodukte einen guten Maßstab. Die Förderung von Kohle im Zollgebiet stieg von etwa 150 Mill. Tonnen im Jahre 1902 auf etwa 206 Mill. Tonnen im Jahre 1907, die Erzeugung von Roheisen gleichzeitig von  $8\frac{1}{2}$  Mill. Tonnen auf 13 Mill., d. h. um mehr als 50 Proz., trotzdem der Preis pro Tonne Gießereiroheisen von 61,30 auf 77,60 M. erhöht wurde.<sup>1</sup> Unter Zugrundelegung dieser gesteigerten Preise berechnet sich die Steigerung des Wertes des im Zollgebiet verbrauchten Eisens von etwa einer halben Milliarde M. 1902 auf etwa 1 Milliarde M. im Jahre 1907. Die entsprechenden Zahlen bei der Kohle sind  $2\frac{1}{2}$  und  $3\frac{1}{2}$  Milliarden M., bei der Baumwolle (roh) 230 und 370 Millionen, beim Kupfer 115 und 280 Mill. M. (1906).

<sup>1</sup> Siehe Tabelle 5.

Durch den steigenden Umsatz dieser und zahlreicher anderer Rohstoffe, Lebensmittel<sup>1</sup> und Waren wurde natürlich wieder eine steigende Nachfrage nach Zahlungsmitteln hervorgerufen — ein Grund, den Wechseldiskont hochzuhalten. In ähnlicher Weise wuchsen Ein- und Ausfuhr auf zahlreichen Gebieten und ließen erkennen, wie sehr mit jedem neuen Jahre die Aufnahmefähigkeit des inneren wie des äußeren Marktes infolge der erhöhten Kaufkraft der gesamten Bevölkerung zunahm.

Jahr	Einfuhr im Spezialhandel (Millionen M.)	Ausfuhr
1901	5421,2	4431,4
1902	5631,0	4677,8
1903	6002,7	5014,6
1904	6354,3	5222,6
1905	7128,8	5731,6
1906	8021,9	6359,0
1907	8597,4	6868,9

Die Steigerung der Ausfuhr berechnet sich demnach auf 56, die der Einfuhr sogar auf 60 Proz.

Die Landwirtschaft, welche durch die Caprivischen Handelsverträge dem werdenden Industriestaate fast zum Opfer gebracht worden wäre, wurde durch Erhöhung der Getreidezölle gegenüber dem billiger liefernden Auslande wieder konkurrenzfähig und vermochte namentlich dank der Grenzsperrung gegen die Vieheinfuhr bei gleichzeitiger Vermehrung des Viehbestandes immer höhere Preise<sup>2</sup> zu erzielen. Auch eine Reihe reicher Ernten kam den Landwirten zu gute und soll den Anstoß zu einem flotteren Gange des Geschäftslebens in Deutschland gegeben haben.<sup>3</sup> Die gewachsene Kaufkraft der Arbeiterbevölkerung wird durch Calwers<sup>4</sup> wohl als zuverlässig anzusehende Berechnungen selbst von sozialdemokratischer Seite zugestanden.

Auch hier finden wir es instruktiv, die Zahlen der jährlichen Neugründungen von Aktiengesellschaften heranzuziehen:

<sup>1</sup> Vergl. auch den Denkschriftenband zur Begründung eines Gesetzes betreffend Aenderungen im Finanzwesen, Teil III, Materialien zur Beurteilung der Wohlstandsentwicklung Deutschlands im letzten Menschenalter 1908, insbesondere den Abschnitt Gewerkekraft und Konsumtionskraft.

<sup>2</sup> Vergl. ebenda, ferner die Preisstatistik in Conrads Volkswirtschaftlicher Chronik, 1907, S. 779.

<sup>3</sup> Nach dem mittelmäßigen Ertrage des Jahres 1901 folgten die äußerst günstigen Jahre 1902—1904. Näheres s. bei Essler, „Konjunktur und Geldmarkt 1901—1908,“ Seite 13 ff. und Richard Calwer, „Das Wirtschaftsjahr 1903,“ I., S. 16 ff.

<sup>4</sup> Richard Calwer, Arbeitsmarkt-Korrespondenz.

Zahl der neugegründeten Aktiengesellschaften		Aktienkapital (1000 M.)
1902	87	118,430
1903	84	300,036
1904	104	140,649
1905	192	386,000
1906	212	474,514
1907	212	253,786

Dazu ist zu bemerken, daß die Zahlen der sogenannten Umgründungen in dieser Statistik des „Deutschen Oekonomist“ mit enthalten sind, und namentlich dadurch, daß im Jahre 1903 die Umwandlung des Kruppschen Unternehmens in eine Aktiengesellschaft stattfand, das Bild erheblich getrübt wird.<sup>1</sup> Auch muß betont werden, daß die obige Statistik infolge der immer mehr wachsenden Beliebtheit, der sich die G. m. b. H. erfreut, von Jahr zu Jahr mehr von ihrem Werte einbüßt. Im Uebrigen dürfen wir wohl auf Tabelle 8 und Diagramm 9 verweisen, aus welchen hervorgeht, welche Riesensummen alljährlich neu-investiert wurden, und zwar zum Unterschied von der ersten Hochkonjunktur nicht nur durch die Industrie, sondern in einem ganz gewaltig stärkerem Maße auch von Seiten des Staates und der Kommunen. Hatten die jährlich emittierten deutschen Staatsanleihen im Jahrfünft 1895—1900 nicht 150 Mill. M. erreicht, so überschritten sie im Jahresdurchschnitt 1903—1907 450 Mill. M., betrugten also mehr als dreimal soviel. In den gleichen Zeiträumen hatten die Kommunen etwa 150 resp. 300 Mill. M. auf den Markt geworfen, d. h. ihre Ansprüche rund verdoppelt. Namentlich die Städte haben ihren Kapitalbedarf ständig in kaum geahntem Maße vermehrt infolge des immer weiter sich ausdehnenden Kreises von Aufgaben, welche sie sich stellen zu müssen glauben.

Ueber das Anwachsen der städtischen Schulden orientiert unser Diagramm. Ein ähnliches Diagramm findet sich auch in den „Mitteilungen der Zentralstelle des deutschen Städtetages“, Sonderheft vom 26. Juni 1908. Die darin enthaltene Arbeit Otto Mosts<sup>2</sup> zieht zum Vergleich mit den Jahressummen der städtischen Emissionen nur die jährliche Kurswertsumme aller in Deutschland emittierten festverzinslichen Obligationen, (nach der Emissionsstatistik der „Frankfurter Zeitung“) heran. Natürlich tritt bei dieser Methode die wahre Belastung des Geld- und des Kapitalmarktes gar nicht richtig in die Erscheinung, und der außerordentlich starke Druck, welchen die Städte zur selben Zeit, in welcher die gesamten Ansprüche am

<sup>1</sup> Ohne das Kruppsche Unternehmen lauten die Zahlen für das Jahr 1903: 83 bzw. 140,036.

<sup>2</sup> Die Anleiheaufnahme der größeren deutschen Städte im Jahrzehnt 1897—1907 von Dr. Otto Most.

höchsten waren, auf den Markt ausgeübt haben, wird nicht erkennbar. Die gesamten Ansprüche umfassen eben auch die Dividendenpapiere und die Wechsel, und weil gerade diese zu Zeiten der Hochkonjunktur in ganz besonders reichlichem Maße den Markt überschwemmen, so sind sie unbedingt in Rechnung zu ziehen, wenn man ein richtiges Bild gewinnen will. Unser Diagramm zeigt in der Tat, daß die Wechselansprüche seit 1902 in fortgesetztem, immer kräftiger werdendem Steigen begriffen waren, bis sie 1907 ihren Höhepunkt erreichten. In diesem Jahre waren durchschnittlich weit über  $7\frac{1}{2}$  Milliarden M. in Wechseln investiert, fast 50 Proz. mehr als im Jahre 1902. Der langfristige Kredit dagegen hatte bereits im Jahre 1905 seine Höchstforderung an den Geldmarkt mit 3,2 Milliarden M. präsentiert, worunter die Ansprüche des Auslandes, vor allem in Staatsanleihen,<sup>1</sup> mit gewaltigen Posten enthalten waren. Demgegenüber war der Bedarf des Inlandes im Jahre 1906, überwiegend in Aktien, Staats- und Kommunalanleihen, wesentlich höher, vermochte aber — soweit die Neuinvestitionen statistisch erfaßbar sind — die Summe der Gesamtemissionen nicht auf die vorjährige Höhe hinaufzudrücken. Das Jahr 1907, von welchem wir bereits gesehen haben, daß es die höchsten Wechselansprüche brachte, zeigt eine gewaltige Einschränkung des Bedarfs an langfristigem Kredit. Die warnenden Diskonterhöhungen hatten bei allen Gattungen von Kreditbedürftigen ihre Wirkung getan — nur nicht bei den deutschen Kommunen. Deren Ansprüche waren auch diesmal wieder gestiegen und machten nunmehr 20 Proz. der gesamten in Deutschland vorgenommenen Neuemissionen aus. Daß dies für die Entspannung der Zinssätze nicht vorteilhaft sein konnte, leuchtet ohne weiteres ein, namentlich wenn man bedenkt, daß die Kommunen ihre Anleihen mit höheren Zinssätzen auszustatten belieben als die Staaten, und daß als Folge ein Druck auf den Kurs der gesamten festverzinslichen Werte unvermeidlich ist.

Es ist daher kein Wunder, wenn zahlreiche Volkswirte, welche die moderne Strömung, die unsere Städte in den Kreis der großen Unternehmer mit hineingezogen und sie zu Hauptträgern der sozialpolitischen Fürsorge gemacht hat, wohl verstehen, sich angesichts dieser auf spätere Geschlechter abgewälzten Schuldenmasse doch die Frage vorzulegen beginnen, ob nicht hier ein allzuschnelles Tempo eingeschlagen worden sei.<sup>2</sup> Gerade das Zusammentreffen der kommunalen Geldnach-

<sup>1</sup> Rußland begab im Januar und den folgenden Monaten in Berlin und Amsterdam 500 Mill. M.  $4\frac{1}{2}$ proz. Kriegsanleihe, wovon 324 Mill. M. nach Deutschland gekommen sein sollen, Japan im Juli bis Dezember in New-York, London und Berlin je  $\frac{1}{3}$  seiner  $4\frac{1}{2}$ proz. Kriegsanleihe in Höhe von 30 Mill. Pfund, d. h. in Deutschland 200 Mill. M.

<sup>2</sup> Die ernste Mahnung zur Sparsamkeit, welche Fürst Bülow in seiner Reichstagsrede vom 19. November 1908 zur Begründung der Reichsfinanz-

frage mit dem aus der wirtschaftlichen Konjunktur erklärlichen Kapitalbegehrt von Handel und Industrie erscheint als schwere Belastung des Geldmarktes, und in der Tat hat es sich in immer wachsendem Maße gezeigt, daß die Kapitalsvermehrung mit der Bedarfsvermehrung nicht mehr Schritt halten konnte. Wir werden im einzelnen später sehen, welche Höhe der Diskont und ebenso der Zinsfuß für langfristigen Kredit schließlich erreichte. Hier sei nur erwähnt, daß von den kapitalreichsten Ländern der Erde, England und Frankreich, das erstere namentlich gegen Ende des Jahres zwar ebenfalls hohe Diskontsätze zu tragen hatte, daß auch in beiden Staaten der Anlagezinsfuß eine Erhöhung erfahren hatte, daß sie aber von einem ähnlich drückenden Zinsfuß für langfristigen Kredit verschont blieben. Gerade dieser Unterschied ist es, welcher die höchste Aufmerksamkeit erfordert und die Prüfung der Frage nicht länger verzögern sollte, ob u. a. die Geldnachfrage der deutschen Kommunen wenigstens in Zeiten der industriellen Hochkonjunktur beschränkt und ob sie überhaupt besser organisiert werden könnte.<sup>1</sup> Es erscheint keineswegs ausgeschlossen, daß in diesem Falle ein wirtschaftlicher Aufschwung von längerer Dauer sein würde, und diese Vermutung wird noch bestärkt, wenn man bedenkt, daß ein weises Aufsparen der kommunalen Aufträge auf die Zeit niedergehender Konjunktur die Beschäftigung der industriellen Anlagen in solchen Zeiten verstärken und den Konjunkturunterschied nicht so empfindlich machen würde.

---

Wiederum trat als zinsfußsteigerndes Element die internationale Goldbewegung hinzu. Der Einfluß des internationalen Geldmarktes auf den heimischen Markt wurde in jedem Jahre stärker und damit auch wichtiger für die Gestaltung unseres Diskonts.

Die Goldgewinnung der Erde überschritt zuerst im Jahre 1903 wieder die Produktion von 1899 und war dann in fortgesetztem weiteren Aufsteigen begriffen. Auch die jährliche Goldbilanz der offiziellen Statistik stand wieder zu gunsten Deutschlands, ausgenommen im Jahre 1907 und befand sich im allgemeinen in Uebereinstimmung mit den Zahlen der jährlichen Goldankäufe der Reichsbank. Eine Ausnahme macht nur das Jahr 1906, wo die Goldmehreinfuhr sehr stark, die Goldankäufe

---

reform an die gesamte Nation richtete, galt nicht zuletzt den deutschen Städten.

<sup>1</sup> Noch heute hat leider das bekannte Wort Miquels, das bereits am 2. Mai 1873 im Reichstage ausgesprochen wurde, seine volle Berechtigung: „Ich glaube, kein so fortgeschrittenes Land hat eine so jämmerliche und erbärmliche Organisation des Kommunalkredits als Deutschland.“

dagegen nur gering waren, und das Jahr 1907, wo sehr ausgedehnte Käufe das Ueberwiegen des Abflusses nicht hindern konnten.

Das Jahr 1903 weist überwiegend Goldabflüsse im ersten Drittel, im Juli und im Dezember auf, welche vor allem nach Rußland gerichtet waren. Im übrigen herrschte aber ein reges Zuströmen, das die Verluste wieder ausglich, und eine noch unentwickelte wirtschaftliche Konjunktur, welche den zeitweiligen Abfluß gestattete.

Im nächsten Jahre wurde der Goldvorrat der Reichsbank erheblich in Anspruch genommen, bis er am 30. September mit 528 Mill. M. den tiefsten Stand des Jahres erreichte. Dann aber zog die Diskontpolitik der Bank gewaltige Mengen Goldes, namentlich aus Großbritannien und Frankreich an und verbesserte den Status bis zum 15. Dezember auf 805 Mill. M. Der Einfuhrüberschuß betrug fast 400 Mill. M.

1905 lag nach fortgesetzter Goldbeschaffung der Höhepunkt bereits am 23. Februar (904 Mill. M.). Nachdem aber dann von April bis August, teilweise wohl infolge der Realisierung von Ansprüchen der kriegführenden Staaten und von deren ausländischen Gläubigern der Abfluß überwogen und den Status auf 528 Mill. M. am 30. September verschlechtert hatte, schritt die Reichsbank zu energischer Erhöhung ihres 3proz. Mindestsatzes und zog dadurch in den letzten Monaten beträchtliche Quantitäten Gold aus dem Auslande an.

Das Jahr 1906 zeigt zwar nur im März und Juli ein Uebergewicht der Ausfuhr und im Resultat einen beträchtlichen Gewinn, der namentlich aus dem englischen und russischen Konto datiert, es wird aber vielfach angenommen, daß nicht sämtliche Goldentziehungen dieses Jahres in der offiziellen Statistik Deutschlands zum Ausdruck kommen. Die Entwicklung des Status der Reichsbank scheint diesen Zweifeln nicht unrecht zu geben, Der Goldvorrat schmolz nämlich trotz der starken Zuflüsse von 814 Mill. M. auf 481 Mill. M. innerhalb des Zeitraums vom 23. Mai bis zum 31. Dezember zusammen.

Nachdem dann in den ersten 10 Monaten des Jahres 1907 die offizielle Goldbilanz zu gunsten Deutschlands notiert und die Reichsbank durch umfangreiche Käufe ihren Status zu verbessern gesucht hatte, war trotzdem am 30. September der niedrigste Goldbestand zu verzeichnen, den die Bank seit 1899 aufzuweisen gehabt hatte. Auf diesen Schwächezustand trafen nun die verzweifelten Anstrengungen Amerikas um Erhöhung der dortigen Goldbestände. Die Wirkung dieser stark schwankenden Goldbewegung, welche wir an dieser Stelle vorgreifend im Ueberblick darzustellen für vorteilhaft hielten, wird in der folgenden geschichtlichen Darstellung des Diskontes zu bewerten sein.

---

1903.

Das Jahr 1903 steht zwar noch immer stark unter dem Eindruck der vorangegangenen Krisis, es ist aber im allgemeinen als ein Jahr der Heilung anzusehen, und wenn auch der erneute Wirtschaftsaufschwung erst vom Jahre 1904 ab zu datieren ist, so steht das Jahr 1903 doch den folgenden Jahren des Aufschwungs näher als den vorangegangenen Jahren der Depression. Der Jahresbericht der Aelt. der Kaufm. von Berlin<sup>1</sup> hatte Recht, als er aus dem Steigen des Kapitalbedarfs, des Bedarfs an Verkehrsmitteln und des Bedarfs an menschlichen Arbeitskräften, welche sich in diesem Jahre fühlbar machten, den Schluß zog, daß eine aufsteigende Entwicklung eingesetzt habe.

Für die Reichsbank schuf der Jahresanfang keine leichte Situation. Einer außerordentlichen Geldflüssigkeit in Deutschland, welche sich in den Monatsdurchschnitten des Privatdiskonts im Januar und Februar widerspiegelt (2,26 und 1,90 Proz.), stand eine starke Zurückhaltung der Kreditgeber im Ausland gegenüber. Die jenseits der Grenzen herrschenden hohen Zinssätze zogen empfindliche Mengen deutschen Geldkapitals hinüber, und die Wechselkurse auf das Ausland stiegen. Um nun ein Abströmen von Gold aus ihrem nicht mehr sehr reichlichen Bestände zu verhindern und gleichzeitig die bedrohte Fühlung mit dem offenen Markte, welcher sich eines wesentlich niedrigeren Diskonts erfreute, wieder fester zu knüpfen, beharrte die Reichsbank bis zum 9. Februar auf ihrem 4proz. Satze, indem sie gleichzeitig durch Begebung von Reichsschatzscheinen den Privatsatz hinaufzuziehen suchte.<sup>2</sup> Der Erfolg dieser Maßnahmen wurde in der Zurückziehung eines Teiles der deutschen Kapitalien aus dem Auslande sichtbar. Ein starker wirtschaftlicher Geldbedarf, welcher im März die seitherige Geldflüssigkeit ablöste, wurde in seiner Wirkung auf den Geldmarkt verstärkt durch die Ende April vorgenommene Emission von 290 Mill. M. 3proz. Reichsanleihe. Um nun für diese abgeflossenen Summen Ersatz zu schaffen und die in den Anfängen steckende Aufwärtsbewegung vor Ausschreitungen zu behüten, schritt die Bank zu der selten getroffenen Maßregel (zuletzt 1899),

<sup>1</sup> Band I, Seite 2 ff. Die dort angestellte Untersuchung kommt im Rückblick auf die überwundene Krisis zu dem Ergebnis, daß hervortritt:

	Der Anfang der Abwärtsbewegung	Der Anfang der Besserung
bei der Reichsbank . . . . .	1900 Juli	1902 November
bei den Eisenbahnen . . . . .	1901 Februar	1902 Juni
bei den Arbeitsnachweisen . . . . .	1900 Februar	1902 August

<sup>2</sup> Der Durchschnitt des Banksatzes (3,68 Proz.) wies im Februar gegenüber dem Privatsatz eine Spannung von 1,78 Proz. auf — eine Konkurrenz, die nur durch das genannte Mittel zu bekämpfen war. Trotzdem stieß diese Politik auf Widerspruch (u. a. Reuschle a. a. O.).

bereits am 8. Juni ihre Rate wieder auf 4 Proz. hinaufzusetzen. In der Tat wurde hierdurch der erwünschte Erfolg erzielt, zumal da die Bank von England kurz zuvor von 4 auf  $3\frac{1}{2}$  Proz. herabgegangen war und am 18. Juni sogar den 3proz. Satz einführte. Die Golddecke der Reichsbank wurde daher wesentlich verlängert<sup>1</sup> und, trotz fortgesetzter starker Wechselansprüche, eine weitere Diskonterhöhung während des ganzen Jahres vermieden.

### 1904.

Das folgende Jahr ist bereits als ein Jahr hoher Konjunktur zu bezeichnen, wenn auch die zweite Hälfte an Lebhaftigkeit des Wirtschaftsverkehrs wieder merklich zurückblieb. Auch diesmal wieder stand der Jahresanfang unter dem Zeichen reichlichen Geldangebotes, indem Januar und Februar am offenen Markte für nur 2,58 und 2,77 Proz. diskontiert wurde im Gegensatz zum vorangegangenen Dezember mit 3,54 Proz. Mit Rücksicht auf das wiederum erfolgende Abfließen deutschen Geldkapitals in das Ausland und des Ausbruchs des russisch-japanischen Krieges in der ersten Hälfte des Februar sah sich aber die Reichsbank genötigt, ihren 4proz. Satz aufrechtzuhalten und durch wiederholte Begebung von großen Mengen Reichsschatzanweisungen den Marktdiskont von  $2\frac{5}{8}$  auf  $3\frac{1}{8}$  Proz. heraufzuziehen. Am 11. Oktober nahm schließlich die Bankleitung, um die Wechselkurse günstiger zu gestalten und die dringend erforderliche Goldeinfuhr zu forcieren, eine Diskonterhöhung auf 5 Proz. vor, immer wieder den flüssigen Geldmarkt durch Zufuhr von Schatzanweisungen künstlich versteifend, denn Handel und Industrie kamen ihr in diesem Bestreben nur wenig zu Hilfe. Diese ganze zinsfußsteigernde Politik, welche ganz im Gegensatz zur Flüssigkeit des Marktes stand, ist nur in der Rücksicht auf den russisch-japanischen Krieg und ein starkes Geldbedürfnis des Zentralnoteninstituts zu verstehen.

Der 5proz. Satz zog dann auch so zahlreiche Mengen Gold an, daß der Metallbestand innerhalb weniger Wochen um 230 Mill. M. zunahm und der Goldvorrat sich von seinem Tiefstand von 568 Mill. M. (30. September) auf 805 Mill. M. (15. Dezember) erholte.

### 1905.

Die starke Erhöhung ihres Goldvorrates wurde im Jahre 1905 die Grundlage für den niederen Bankdiskont, durch welchen sich das Jahr bis zum Herbst im Gegensatz zu seinen beiden

---

<sup>1</sup> Vergl. Tabelle 17.

Vorgängern auszeichnen konnte. Auch im Vorjahre hatte am internationalen Geldmarkte eine große Geldflüssigkeit geherrscht, hervorgerufen durch die Bedenken zahlreicher englischer und französischer Geldgeber gegen eine Festlegung ihrer Mittel angesichts des russisch-japanischen Krieges. Viele Geldkapitalien hatten sich daher dem Wechselgeschäft in Deutschland zugewandt und dieser Zustand hielt auch unter dem Eindruck des Krieges während des Jahres 1905 zunächst noch an. Vermehrt wurde der Geldüberfluß ferner infolge des großen Bergarbeiterstreiks, welcher zu Jahresanfang den Betrieb eines der wichtigsten Wirtschaftszweige Deutschlands für mehrere Wochen lahmlegte, und — die Emission einer großen russischen Anleihe in Deutschland. „Da nämlich Rußland sein Guthaben aus der Anleihe in Deutschland stehen ließ oder zur Bezahlung seiner Schulden an uns verwandte, so mußte der von Kapitalisten gegen Barzahlung erworbene Teil der Anleihe in einer starken Vermehrung der Barmittel der hiesigen Emittenten zum Ausdruck kommen.“<sup>1</sup> So ist merkwürdigerweise eine große ausländische Anleihe anstatt zur Ursache einer Geldversteifung zur Quelle eines Geldüberflusses geworden. Durch alle diese Umstände wurde die Reichsbank in die Lage gesetzt, bereits am 25. Februar den 3proz. Satz einzuführen und ihn bis zum 10. September aufrecht zu erhalten. Erst im Herbst machte die abnorme Geldflüssigkeit, welche wieder besonders in äußerst niedrigen Marktsätzen zum Ausdruck kam, einer empfindlichen Geldknappheit Platz. Der Friede von Portsmouth, der viele Geldkapitalien, namentlich ausländische, wieder einer festeren Anlageform zuführte, der bevorstehende Uebergang zu einem neuen Zolltarif, welcher der Exportindustrie einen Anreiz zur möglichststen Ausnutzung der ablaufenden günstigeren Tarifsätze gab, das zwingende Beispiel der Bank von England sowie die Schwächung des Status infolge empfindlicher Goldabflüsse<sup>2</sup> wirkten gegen Ende des Jahres im Sinne einer starken Diskonterhöhung. Mit dem 11. September beginnend, setzte die Reichsbank ihre Rate in 4 Stufen hinauf, zuletzt am 11. Dezember auf 6 Proz. Diese hohen Sätze am Jahresende brachten einen Wandel zum Besseren, namentlich im Dezember, vermochten aber nicht den Jahresdurchschnitt auf die gleiche Höhe wie in

<sup>1</sup> Bericht der Aelt. der Kaufm. von Berlin, 1905, Band I, Seite 171. Näheres über die erstaunlich staatskluge Methode der russischen Finanzverwaltung, den internationalen Geld- und Kapitalmarkt auf ihre Anleihen vorzubereiten und ihren Zwecken dienstbar zu machen, siehe bei Karl Helfferich, „Das Geld im russisch-japanischen Kriege“.

<sup>2</sup> Von April bis August überwog die Goldausfuhr. Der Goldvorrat verminderte sich von 904 (Rekord) auf 528 Mill. M. in der Zeit vom 23. Februar bis 30. September. Charakteristisch für das Jahr 1905 ist auch der Umstand, daß die Ausweise der Reichsbank den höchsten Metallbestand in der ersten Hälfte und den höchsten Betrag an steuerpflichtigen Noten in der zweiten Hälfte des Jahres zeigten.

den beiden Vorjahren zu heben. Vielmehr haben wir die auffallende Erscheinung, daß eine aufwärtsgerichtete Konjunktur von einer zeitweise rückläufigen Diskontbewegung begleitet wird. In diesem Vorgang liegt der auffallendste Unterschied zur Diskontgestaltung in der ersten deutschen Hochkonjunkturperiode.

### 1906.

Das Jahr 1906, welches die stärksten inländischen Ansprüche des langfristigen Kredits, vor allem in Gestalt von Aktien und Staatsanleihen brachte, war auch ein Jahr außerordentlich regen Wechselbegehrs.<sup>1</sup> Wie gewaltig die Ansprüche waren, zeigt die Tatsache, daß die Reichsbank mit einem Gesamtbetrage von 3397,8 Mill. M. gegen 1586 Mill. M. im Vorjahre in die Notensteuer geriet. Selbst im Jahre 1899, der bisherigen höchsten Anspannung der Reichsbank, erreichte der steuerpflichtige Gesamtbetrag des Jahres nur 2733,4 Mill. M., wobei noch zu berücksichtigen ist, daß das steuerfreie Notenkontingent damals nur 2937,4 Mill. M. betragen hatte und in der Zwischenzeit durch die Novelle vom 5. Juni 1899 und Verzichtleistungen anderer Banken,<sup>2</sup> deren steuerfreies Notenkontingent dem Anteil der Reichsbank zugewachsen war, auf 472,9 Mill. M. vermehrt worden war. Wie stark die Inanspruchnahme unseres Zentralnoteninstitutes gewachsen war, lehren die folgenden Tabellen:

Bardeckung<sup>3</sup> der Noten der Reichsbank am Ultimo:

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Deckungs- durchschnitt d. 12 Ausweise
1902	86,5	97,2	73,4	86,3	94,2	72,9	85,9	85,4	56,2	64,7	73,1	53,7	77,5
1903	75,2	82,0	58,9	72,4	79,0	64,1	79,2	81,1	58,8	66,1	73,0	52,4	70,2
1904	76,0	82,3	57,5	71,9	82,8	61,1	75,4	76,6	51,5	67,6	79,9	59,8	69,9
1905	85,8	93,6	68,2	80,7	87,5	63,4	75,5	73,9	45,3	57,2	66,0	50,2	70,6
1906	74,7	83,2	56,7	72,3	79,8	54,2	69,9	68,4	42,6	53,2	59,9	41,1	69,9

<sup>1</sup> Vergl. Tabelle 8 und Diagramm 9.

<sup>2</sup> Nämlich der Frankfurter Bank, der Bank für Süddeutschland in Darmstadt und der Braunschweiger Bank. Von den 32 Privatnotenbanken, die zur Zeit des Erlasses des Bankgesetzes vom 14. März 1875 im Deutschen Reiche bestanden, sind demnach heute nur noch die Bayerische, die Sächsische, die Württembergische und die Badische übrig geblieben.

<sup>3</sup> Metall, Reichskassenscheine und Noten anderer deutschen Banken auf § 9 des Bankgesetzes.

Bardeckung der Noten und der täglich fällig  
werdenden Verbindlichkeiten der Reichsbank  
am Ultimo:

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Deckungs- durchschnitt d. 12 Ausweise
1902	58,4	61,6	51,8	60,7	62,2	52,0	61,0	57,1	43,0	50,1	49,0	39,5	53,9
1903	54,4	55,5	43,0	47,5	51,6	46,0	56,0	55,8	43,2	49,6	50,0	38,3	49,2
1904	54,2	56,8	42,3	52,8	56,9	44,7	54,6	54,3	38,6	50,3	56,8	43,9	50,5
1905	61,3	62,8	49,3	53,1	58,7	44,9	54,2	52,7	34,0	42,8	46,6	36,4	49,7
1906	54,0	54,8	41,6	50,5	56,1	39,7	50,4	49,7	31,7	39,6	41,5	30,1	45,0

Wenn wir noch hinzufügen, daß am 29. September der Metallvorrat bei einem Notenumlauf von 1000,7 Mill. M. auf 675 Mill. M. und am 31. Dezember gar auf 665 Mill. M. zusammengesmolzen war, so erklären die Ziffern der Tabelle ohne weiteres den außerordentlich hohen Diskont, welchen die Reichsbank zumal unter dem Eindruck englischer Diskonterhöhungen während des ganzen Jahres aufrecht zu erhalten genötigt war. Zunächst fiel es ihr zu Jahresbeginn nur sehr schwer, Entlastung zu finden,<sup>1</sup> sodaß sie erst am 23. Mai auf 4 $\frac{1}{2}$  Proz. anlangte. Die Notwendigkeit, vor übermäßiger Anspannung des Kredits zu warnen, zwang während des Sommers nicht unter diesen Mindestsatz herunterzugehen und ihn vom 18. September bis 18. Dezember mit Rücksicht auf den internationalen Geldmarkt,<sup>2</sup> vor allem übertrieben hohe amerikanische Kreditansprüche, aber auch weil der Status der Bank durch starke Vermehrung des Schatzscheinbestandes verschlechtert worden war, sukzessive auf 7 Proz. zu erhöhen. Der Jahresdurchschnitt betrug 5,149 gegen 3,817 im Vorjahre und 5,036 im Jahre 1899. Der Marktzinsfuß ging nicht unter einen Monatsdurchschnitt von 3,35 Proz. im Februar herunter, erreichte im Dezember zeitweise 6 Proz. und stand im Jahresdurchschnitt 4,04 Proz. So hoher Sätze bedurfte es, um die Kreditansprüche auf das notwendigste Maß einzuschränken!

<sup>1</sup> Neben starken Wechselansprüchen auch deshalb, weil sie im Monat April, für den eine Diskontermäßigung vergeblich erwartet wurde, über 220 Mill. M. in Schatzscheinen festgelegt hatte. (Vergl. Berliner Jahrbuch, 1906, Band I und unsere Tabelle 18.)

<sup>2</sup> Trotz der hohen deutschen Diskontsätze wurde in keinem Monat des Jahres ein Stand der Wechselkurse erreicht, der einen nennenswerten Goldimport ermöglichte. Dagegen erreichten häufig die Wechselkurse, namentlich gegen England und Frankreich den Goldexportpunkt. Die Goldeinfuhr konnte daher nur durch Gewährung zinsfreier Vorschüsse bewerkstelligt werden.

### 1907.

Die immer größer werdenden Anforderungen an den Geldmarkt, die preisverteuernden Wirkungen der wie Pilze aus dem Boden schießenden Syndikate, die Steigerung der Preise für Lebensmittel<sup>1</sup> und Löhne übten schließlich einen Druck auf den Geldmarkt aus, der in immer höheren Diskontsätzen einen Ausweg suchte und nicht einmal im Jahresbeginn ein Herabsetzen des Zinsfußes erlaubte.

Zudem hatte die wachsende Beteiligung Deutschlands an der Weltwirtschaft, wie sie teilweise in den Ziffern des Außenhandels zum Ausdruck kommt, größere Kapitalübertragungen an das Ausland zur Folge gehabt. Diese Entwicklung mußte schließlich dazu führen, daß der in Deutschland verfügbare Kapitalvorrat den mannigfachen Anforderungen nicht mehr zu genügen vermochte und daß die Gestaltung am deutschen Geldmarkt mehr als je von den internationalen Verhältnissen beeinflußt wurde. Denn bei der zunehmenden Bedeutung, welche der Zufluß ausländischen Kapitals für den deutschen Geldmarkt in den letzten Jahren erlangt hatte, mußte es sich um so fühlbarer machen, daß dieser Zufluß im Jahre 1907 nicht nur schwächer wurde und teilweise ganz aufhörte, sondern daß das Ausland schließlich selbst dazu überging die Mittel an sich zu ziehen, welche es sonst dem deutschen Geldmarkt zur Verfügung stellte. Insbesondere sah sich Frankreich infolge der wachsenden eigenen Bedürfnisse, sowie durch die Unterstützung, die es dem englischen Markte gewährte, teilweise vielleicht auch aus politischen Motiven (zeitweise Verschärfung der Marokkofrage) zu einer umfangreichen Realisierung seiner Forderungen an Deutschland veranlaßt. Unter diesen Umständen war die Lage am deutschen Geldmarkt fast ständig stark gespannt.<sup>2</sup> Die starke Anspannung prägt sich zunächst darin aus, daß der 7proz. Satz, mit welchem die Reichsbank das Jahr eröffnet hatte, erst am 22. Januar auf 6 Proz. ermäßigt werden konnte, und diese hohe Rate selbst den sonst geldflüssigen Monat Februar überdauerte. Gleichzeitig gebot die Bank, zur Vorsicht mahnend, einer schnelleren Abwärtsbewegung des Privatdiskonts durch Begebung von Reichsschatzscheinen Einhalt. Durch diese Maßnahme und eine neuerliche Anspannung wurde der Privatsatz bis Mitte März auf  $5\frac{3}{4}$  Proz. in die Höhe getrieben, sodaß der Unterschied von der Bankrate nur noch  $\frac{1}{4}$  Proz. betrug. Erst nach der Frühjahrsliquidation trat eine rasche Ermäßigung bis auf 4 Proz. Ende April ein. Doch blieb dieser Mindestsatz des Jahres nur 2 Tage in Geltung, um dann wieder höheren Sätzen Platz zu machen. Für die Reichsbank war daher erst am

<sup>1</sup> Vergl. Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich und zitierten Denkschriftenband Teil III.

<sup>2</sup> Conrads Volksw. Chronik.

23. April eine weitere und letzte Herabsetzung auf  $5\frac{1}{2}$  Proz. möglich, und dieser Satz blieb als Mindestsatz des Jahres den Sommer über in Geltung, bis die amerikanische Krise, von welcher wir später zu handeln haben, auch auf dem deutschen Markte eine neue Lage schuf. Die begleitenden Ziffern des Privatdiskonts blieben zwar hinter den Banksätzen erheblich zurück, sanken aber im Monatsdurchschnitt nicht unter 4,40 Proz. im April und Juli und übertrafen, von Ausnahmen abgesehen, die Rekordsätze des Jahres 1900.

Zusammengefaßt zeigt der Diskont während der wirtschaftlichen Erholung und der anschließenden zweiten Hochkonjunktur wiederum eine ansteigende Linie, welche beim Privatsatz vom Juni 1904 bis September 1905, bei der offiziellen Rate von Februar bis September 1905 durch vorübergehende Abwärtsbewegung unterbrochen wurde. Das Jahr 1903 endete mit einem Banksatze von 4 Proz., das Jahre 1904 mit 5 Proz., 1906 mit 7 Proz. und 1907, welches in seinem letzten Drittel wegen der veränderten wirtschaftlichen Grundlage nicht mehr zu dieser Periode gehört, mit  $7\frac{1}{2}$  Proz. Die Jahresdurchschnittsätze waren:

	1902	1903	1904	1905	1906	1907
Reichsbankdiskont	3,321	3,873	4,222	3,817	5,149	6,033
Marktdiskont	2,19	3,01	3,14	2,85	4,04	5,12

#### 4. Der hohe Diskont von Herbst 1907 bis Frühjahr 1908 und das folgende Abschwollen der Zinssätze.

Die Wirkung der amerikanischen Zahlungsmittelkrise auf den deutschen Geldmarkt.

Die wirtschaftliche Depression.

#### 1907.

Das Jahr 1907 brachte das Ende der günstigen wirtschaftlichen Konjunktur,<sup>1</sup> deren sich die wichtigsten Industrie- und

<sup>1</sup> Wir folgen hier im allgemeinen Conrads Volksw. Chronik und Hermann Schumacher, „Die Ursachen der Geldkrise“, Dresden, 1908.

Handelsstaaten seit 1905 teilweise, unter ihnen Deutschland, schon länger erfreut hatten. Nachdem in der ersten Jahreshälfte, wenn man von dem immer empfindlicher werdenden Kapitalmangel und von einzelnen Auswüchsen der Spekulation in Amerika absieht, die Geschäftslage im großen und ganzen noch günstig geblieben war,<sup>1</sup> nahmen in der zweiten Hälfte des Jahres die Verhältnisse in den Vereinigten Staaten eine immer kritischere Gestaltung an, während Europa in gleich wachsendem Maße in Mitleidenschaft gezogen wurde. Die Ursachen des Umschlags der Konjunktur in Amerika waren teils wirtschaftlicher, teils politischer Natur. Weniger günstige Ernteaussichten, grobe Mißbräuche der Trusts, eine schwere Erschütterung des Metallmarktes durch eine ungesunde Spekulation<sup>2</sup> auf der einen Seite, das immer energischer werdende Auftreten des Präsidenten Roosevelt gegen die Uebergriffe der Trusts, welches in deren Kreisen Beunruhigung hervorrief und die regelmäßig das Wirtschaftsleben störend berührende Agitation für die Präsidentenwahl noch verschärfen half, die Nachwirkung der noch nicht überwundenen Verluste aus der Erdbebenkatastrophe von Kalifornien und Chile im Jahre 1906, dazu der beängstigende Interessengegensatz zu Japan auf der anderen Seite führten in ihrem unglücklichen Zusammentreffen zu einer allgemeinen Erschütterung des Vertrauens, welche durch das Fehlen einer widerstandsfähigen Zentralbank und zahlreiche andre häufig empfundene Mißstände in der amerikanischen Kreditorganisation verstärkt, schließlich in eine Geld- und Kreditkrisis ausarteten. Das Publikum zog seine Depositen zurück, etwa 35 Banken stellten ihre Zahlungen ein, Löhne wurden teilweise in Schecks bezahlt und für Bargeld, das sorgsam im Kassenschrank gehütet wurde, entstand eine Prämie bis zu 3 $\frac{1}{2}$  Proz.

Hastig suchte man nun die in Europa ausstehenden Forderungen zu realisieren. Natürlich war das Gros der Ansprüche gegen England und Deutschland als gegen diejenigen Länder gerichtet, welche mit der Union den stärksten geschäftlichen Verkehr unterhalten. Nun müssen wir aber an dieser Stelle daran erinnern, daß die Geldnot, in welcher sich Deutschland ohne nennenswerte Unterbrechung seit Juli 1905 (d. h. gegen

Näheres siehe bei Ad. Hasenkamp, „Die wirtschaftliche Krisis des Jahres 1907 in den Vereinigten Staaten von Amerika“, Jena, 1908; auch bei Feiler, „Das Ende der Hochkonjunktur“, Frankfurt a. M., 1908; Schippel, „Hochkonjunktur und Wirtschaftskrisis“, Berlin, 1908; Jos. Esslen, a. a. O.

<sup>1</sup> Vergl. über die Maßstäbe, welche sich an die wirtschaftliche Entwicklung alljährlich anlegen lassen (Reichsbank, Andrang an den Arbeitsnachweisen, Eisenbahnverkehreinnahmen), das Berliner Jahrbuch, 1907, Bd. I, Seite 4 ff.

<sup>2</sup> An welcher namentlich auch deutsches Kapital beteiligt war. Vergl. dazu, was wir bei der Darstellung der Krise von 1900 über die schädlichen Wirkungen des Börsengesetzes gesagt haben.

Ausgang des russisch-japanischen Krieges) befand, durch die allmähliche Zurückziehung ausländischer Guthaben, welche bis dahin den steigenden Wechselansprüchen des heimischen Marktes zur Verfügung gestanden hatten, ständig im Wachsen war, denn die Geldflüssigkeit Frankreichs, Englands und anderer Länder, welche dem deutschen Schuldner unter die Arme gegriffen hatten, war schließlich geschwunden, nachdem der von Deutschland, Amerika und anderen Volkswirtschaften ausgehende Aufschwung sich (ähnlich wie Ende des vergangenen Jahrhunderts) zur Weltkonjunktur erweitert hatte und auf den ausländischen Märkten vor allem die Vereinigten Staaten mit ihrem ins Ungeheure angewachsenen Kreditbegehre die deutsche Nachfrage aus dem Felde geschlagen hatten. Daher erreichten die mit dem Aufschwunge ohnedies gewachsenen Zahlungsverpflichtungen gerade im Herbst in Deutschland einen außerordentlichen Umfang, als Amerika gleichzeitig, um sich aus seiner schweren finanziellen Bedrängnis zu befreien, seine gesamten Ausfuhren nach Möglichkeit forcierte. So war Deutschland gezwungen, bei stärkster Anspannung der eigenen Mittel einen großen Teil seiner Verpflichtungen an das Ausland, insbesondere an die Union, unseren Hauptlieferanten von Kupfer, Baumwolle, teilweise auch von Getreide, in kürzester Frist abzutragen. Und so kam es auch, daß Deutschland in der Zeit der höchsten Geldpressung trotz seiner verlockend hohen Zinssätze fast ganz auf sich selbst angewiesen war. Kein Wunder, daß die Devisenkurse sich noch mehr als im Vorjahre zu Ungunsten Deutschlands entwickelten und die Gefahr des Goldexports, namentlich nach den Vereinigten Staaten immer bedrohlicher wurde!

Hatte man nun aus der ungewöhnlichen Höhe des  $5\frac{1}{2}$ proz. Mindestsatzes und aus dem Umstand, daß die Reichsbank in der Lage war, die hohen Ansprüche der Herbstliquidation ohne Erhöhung dieser Rate zu befriedigen, die Hoffnung geschöpft, es brauche vor Jahresablauf eine Diskonterhöhung nicht mehr einzutreten,<sup>1</sup> so wurde diese Illusion durch den Ausbruch der amerikanischen Zahlungsmittelkrise gründlich zerstört. Erst seit Eintritt dieser schweren Komplikation fanden größere Goldexporte statt, in erster Linie nach den Vereinigten Staaten, fast

<sup>1</sup> Vergl. Berliner Jahrbuch, 1907, Bd. I und Frankfurter Zeitung. Die natürliche Folge der Hochkonjunktur, die übergroße Anspannung am Geldmarkte hatte sich nämlich, so weit sie im Anschwellen der ungedeckten Noten bei der Reichsbank zum Ausdruck kam, im Laufe des Jahres im Vergleich zum Vorjahre schrittweise vermindert, von mehr als 163 Mill. M. plus im Durchschnitt des Januar auf fast 8 Mill. M. minus im Durchschnitt des September. Nun aber folgten in den Herbstmonaten absolut und relativ neue Steigerungen, anwachsend bis auf 163 Mill. Ende November. Die Wechselbestände dagegen nahmen von 1906 auf 1907 um 115.09 Mill. M. im Jahresdurchschnitt zu.

sämtlich über England,<sup>1</sup> aber auch nach Frankreich und Holland. Die Abwehr der Reichsbank gegenüber den übertriebenen in- und ausländischen Ansprüchen konnte natürlich nur in einem energischen Anziehen des Diskonthebels bestehen. Am 29. Oktober wurde die Rate auf  $6\frac{1}{2}$  und am 8. November bereits auf  $7\frac{1}{2}$  Proz. hinaufgesetzt, d. h. innerhalb von 10 Tagen in zwei Steigerungen um zusammen 2 Proz. Der Privatdiskont folgte mit einer Steigerung, die sich bis in den Dezember hinein ununterbrochen fortsetzte und erst unmittelbar unter dem Banksatz bei  $7\frac{3}{8}$  Proz. zum Stehen kam. Damit waren aber Bank- wie Marktdiskont auf eine Höhe angelangt, die seit dem Bestehen des Instituts noch nicht verzeichnet worden war. Die Vorgängerin der Reichsbank, die preußische Bank, hatte — abgesehen von den Kriegsjahren 1866 (8 und 9 Proz.) und 1870 (8 Proz.) — nur einmal, im Jahre der schweren Krisis von 1857, einen so hohen Satz zur Anwendung bringen müssen.<sup>2</sup>

Auch der Privatdiskont zeigte im Jahre 1907 ganz außergewöhnliche Ziffern. Der Jahresdurchschnitt von 5,12 Proz. übertraf den vorjährigen um 1,08, den Satz des Jahres 1900 um 0,71 und denjenigen des Jahres 1899 um 0,76 Proz. Der höchste Satz unserer Zinsfußperiode, welcher im Dezember 1899 zeitweise in Geltung gewesen war, 6,38 Proz., wurde durch den im Dezember 1907 zeitweise angewandten Satz von 7,38 um ein volles Prozent übertroffen. Auch das Zinsfußminimum von 4 Proz. (Ende April) steht bis dahin einzig da. Bedeutsamer noch als die Höhe der Zinssätze erscheint jedoch die ungewöhnlich lange Dauer, welche sie in Geltung verblieben, denn, wenn sie rasch vorüberziehen, haben sie mehr den Wert von Warnungssignalen; je länger sie aber in Kraft bleiben, umso tiefer beeinflussen sie das ganze Wirtschaftsleben. Bis dahin war in England ein Diskontsatz von 6 Proz. am längsten im Winter 1889/90 mit 52 Tagen aufrecht erhalten worden; 1906 blieb er 89 Tage ununterbrochen in Wirksamkeit und 1907 war er 73 Tage lang mindestens 6 Proz. 55 Tage lang sogar 7 Proz. hoch. In Deutschland hat der Diskontsatz der Reichsbank 1906 nicht weniger als 194 Tage mindestens 6 Proz., davon 34 Tage 7 Proz. und 1907 129 Tage mindestens 6 Proz., davon sogar 88 Tage mindestens  $6\frac{1}{2}$  Proz. und 66 Tage  $7\frac{1}{2}$  Proz. betragen. Diese längere Dauer der Ausnahmesätze bei uns erklärt sich nicht aus der Geldkrisis,

<sup>1</sup> Der achttägige Wechselkurs auf London notierte zeitweise 20,55, während der Scheckkurs wochenlang sich auf beinahe 20,60 halten konnte (zuletzt im Dezember 1899). Die Devise Paris 8 Tage erreichte, gleichfalls im Dezember, einen Kurs von 81,95. Nach Amerika sollen über England im November 4,6, im Dezember 2,3 Mill. £ in Gold abgeflossen sein. Näheres bei Schuhmacher a. a. O. Seite 61 ff.

<sup>2</sup> Im Jahre 1907 war der Höchstsatz der Bank von Frankreich 4 Proz., der Bank von England 7 Proz., der belgischen Nationalbank 6 Proz., der österr.-ungar. Bank 6 Proz., der russischen Staatsbank 9 Proz. Vergl. auch Diagramm 4.

sondern aus der Kapitalkrisis, der völligen Erschöpfung der vorhandenen Kapitalvorräte, die gleichzeitig Deutschland härter heimsuchte als England. Was die Geldkrise allein anlangt, so wurde durch sie umgekehrt England stärker betroffen, was ziffernmäßig auch darin zum Ausdruck kommt, daß die Spannung im Diskontsatz zwischen London und Berlin 1907 im Durchschnitt des Jahres  $22\frac{1}{2}$  Proz. (4,9 Proz. zu 6 Proz.), monatelang sogar  $37\frac{1}{2}$  Proz. (4 Proz. zu 5,5 Proz.) betrug, während der Geldkrise aber in ganz ungewöhnlicher Weise auf 7 Proz. sich minderte.<sup>1</sup>

Doch war der leitende Gedanke, welcher die Zentralnotenbanken zu den rasch aufeinanderfolgenden Steigerungen ihrer Sätze bewog, allgemein die Erkenntnis der Schutzbedürftigkeit des heimischen Goldbestandes, insbesondere des eigenen Bestandes der Institute, d. h. die Rücksicht auf ihre unverminderte Zahlungsfähigkeit und die Währung des Landes. Die volkswirtschaftliche Chronik von Conrad<sup>2</sup> spricht dies in folgenden Worten aus: „Die rasch aufeinanderfolgenden Steigerungen der Diskontsätze bei den Zentralnotenbanken in Deutschland, England, Frankreich, Oesterreich usw. zum Teil auf eine bisher noch nie erlebte Höhe sind nur unter dem Gesichtspunkte eines Schutzes der nationalen Goldvorräte gegen die Angriffe der amerikanischen Banken zu verstehen, denen für die Herbeischaffung von Gold aus dem Auslande kein Opfer zu groß war. Der Vorbehalt ist freilich hierbei zu machen, daß Europa unter anderen Umständen starke Goldabflüsse hätte ohne Gegenmaßnahmen hinnehmen können und daß sich die Mehrzahl der Diskonterhöhungen vermutlich hätte vermeiden lassen, wenn die Banken nicht durch die vorausgegangenen abnormen Kreditansprüche der heimischen Volkswirtschaft noch außergewöhnlich geschwächt gewesen wären.“ Insofern darf demnach zwischen den beiden Höhepunkten, welche der Diskont zuerst am Ausgang des vergangenen Jahrhunderts und nun wieder 1907/08 erreichte, eine Parallele gezogen werden, wobei nur zu bemerken ist, daß der ausländische Einfluß, welcher sich in Form einer für Deutschland ungünstigen Goldbewegung äußerte, im zweiten Falle wesentlich stärker war, so stark sogar, daß er bereits allgemein anerkannt wird, während er im ersten immerhin noch unterschätzt werden konnte, wie wir beispielsweise in der mehrfach erwähnten Schrift Karl Helfferichs zu beobachten Gelegenheit hatten.

<sup>1</sup> Wir folgen hier Hermann Schumacher a. a. O. S. 60 ff.

<sup>2</sup> Jahrgang 1907, S. 602.

**1908.**

Langsam und zögernd brachte in Deutschland das Jahr 1908 die Befreiung von dem teuren Diskont. Das Nachlassen der Pressung und die allmähliche Verflüssigung des Geldmarktes erwachsen aber nicht aus der Produktion neuer Kapitalien und hatten auch nicht ihre Wurzel in einer durchgreifenden Verbesserung unserer Handels- und Zahlungsbilanz, sondern sie stammte aus der unausbleiblichen Reaktion auf die Ueberanspannung aller finanziellen Kräfte und ist die natürliche Rückwirkung eines übertriebenen Kreditgebens und -nehmens und einer allgemeinen Ueberschätzung der Leistungsfähigkeit. Denn als unter dem Bann der unerschwinglich hohen Zinssätze die Erkenntnis dieser Ueberschätzung wach geworden war, da erfuhren Unternehmungskraft und -Lust eine (übrigens nicht ungesunde) Abschwächung<sup>1</sup> und in weiterer Folge der Geld- und Kreditbedarf eine auf ein natürlicheres Maß zurückgeführte Beschränkung. Als nun einige Zeit das Zurückströmen freier werdender Mittel anhielt, wurde die Spannung zuerst im Ausland, dann im Laufe des Frühjahrs endlich auch in Deutschland, wo sie den hartnäckigsten Widerstand leistete, mit Hilfe von Geldern, welche das Ausland, um sie aus den höheren Zinssätzen Nutzen ziehen zu lassen, bereits wieder zur Verfügung stellen konnte, überwunden.<sup>2</sup> Zur Gesundung dürfte aber auch die ablehnende Haltung beigetragen haben, welche die deutschen Banken im ganzen ersten Halbjahr 1908 ausländischen Unternehmungen gegenüber bewahrten.<sup>3</sup> Der geschilderten Entwicklung entspricht die Gestaltung der Zinssätze. Während der Privatdiskont von 6 Proz. am 2. Januar bis auf  $4\frac{7}{8}$  Proz. am 10. Januar sank und dann Anfang April um  $4\frac{1}{2}$  Proz. schwankte, setzte die Reichsbank ihre Rate von  $7\frac{1}{2}$  Proz., welche sie mehr als 2 Monate aufrecht erhalten hatte, am 13. Januar auf  $6\frac{1}{2}$ , am 25. Januar auf 6 und am 7. März auf  $5\frac{1}{2}$  Proz. herab. Obwohl sich dann der Marktsatz erst langsam, dann rascher auf  $3\frac{1}{2}$  Proz. Mitte Juni verringerte, folgte die Reichsbank erst am 27. April auf 5, am 4. Juni auf  $4\frac{1}{2}$  und am 18. Juni auf

<sup>1</sup> Erheblich umfangreicher waren die Betriebseinschränkungen auch diesmal wieder (vergl. oben S. 33) in der Union. Dort wurde die Produktion in manchen Gewerben um mehr als die Hälfte vermindert. Der Beschäftigungsgrad des Stahltrusts war Anfang 1908 auf etwa 27 Proz. herabgegangen. Anfang Januar hatte er sogar nur 13 Proz. seiner Hochöfen im Feuer. Die Folge war natürlich eine entsprechend größere Arbeitslosigkeit und die bekannte Rückwanderungsbewegung.

<sup>2</sup> Vor allem französischer, aber auch belgischer und Schweizer, schließlich auch englischer Gelder. (Vergl. „Frankf. Ztg.“ vom 21. März 1908 [Abendbl.]). Anderer Ansicht Conrads Volksw. Chronik.

<sup>3</sup> Abgesehen von der 5proz. chinesischen Anleihe und wenigen anderen. (Vergl. „Frankf. Ztg.“ vom 1. Juli 1908 [Abendbl.])

4 Proz. nach. Die Bank von England hatte dagegen mit außerordentlicher Schnelligkeit von ihrem 7proz. Rekordsatz auf  $2\frac{1}{2}$  Proz. bereits im Mai herabgehen können. Immerhin muß die Tatsache, daß sich die Kurve der Geldsätze so konsequent nach unten bewegen konnte, und daß die Reichsbank zu dem 4proz. Mindestsatz noch so kurz vor der Halbjahrsliquidation überging, als ein besonders sicheres Zeichen für den Umschwung auf dem Geldmarkte angesehen werden, für ein Zeichen, das umso bewerkenswerter ist, als sich die Erleichterung zu vollziehen vermochte, obwohl dem Geldmarkte noch ganz außerordentliche Aufgaben erwachsen. Zunächst waren am Ende der Hochkonjunktur noch umfangreiche Kapitalbedürfnisse der Industrie in der Schwebe geblieben, die sofort hervortraten, als sich die ersten Zeichen der Gelderleichterung bemerkbar machten. Die Nachfrage der Industrie richtete sich also weniger auf neue Kredite, als auf Ablösung schwebender Verpflichtungen durch Ausgabe von Aktien und Obligationen. Dann war es der enorme Umfang der Emissionen, mit denen das Reich, die Bundesstaaten, die Kommunen und die Industrie sich einstellten, so daß allein im ersten Halbjahr 1908 der Emissionsbetrag von 2267 Mill. M. um nahezu 50 Proz. die gleiche Vorjahrszeit übertraf.<sup>1</sup>

Wenn trotzdem die Verflüssigung des Marktes immer rascher vor sich ging, so ist die starke Goldzufuhr, welche namentlich durch die Politik der Reichsbank nach Deutschland gelenkt wurde, als eine nicht zu unterschätzende Ursache anzusehen. Nachdem im ersten Quartal der Stand der Wechselkurse nur eine Mehreinfuhr von 18,9 Mill. M. gestattet hatte, trat im zweiten Vierteljahr eine fortlaufende Besserung ein und unterstützte die offiziellen Bemühungen derart, daß bei geringer Ausfuhr ein Saldo von 89 Mill. M. erzielt werden konnte, welcher im weiteren Verlauf des Jahres fortgesetzt erheblich zunahm.<sup>2</sup> Für den Privatdiskont war daher die Möglichkeit gegeben, zeitweise bis auf  $2\frac{1}{2}$  Prozent im August herunterzugehen. Dem Widerstand der Reichsbank, diesem günstigen Vorgange Folge zu geben, muß wohl die Absicht zu Grunde gelegen haben, das Aufkommen allzu optimistischer Anschauungen über die Wirtschaftslage zu verhindern, denn die Verflüssigung des Geldmarktes machte bis in den Winter hinein rasche, unaufhaltsame Fortschritte und hätte unter anderen Umständen eine weitere Ermäßigung der Bankrate sicher ermöglicht. Am 23. August schrieb die Frankfurter Zeitung, „daß der Geldmarkt eine Flüssigkeit zeigt, die fast unverständlich erscheint. Es ist überhaupt gar keine Möglichkeit vorhanden, das angebotene Geld unterzubringen, und die Folge hiervon ist ein weiteres Nachgeben des Zinsfußes . . . Die Reichsbank sieht

<sup>1</sup> Frankfurter Zeitung.

<sup>2</sup> Vergl. Tabelle 15.

von einer Diskontermäßigung ab und zwar mit Rücksicht darauf, daß eine etwaige Herabsetzung nur gar zu leicht ein falsches Bild über die gegenwärtige allgemeine Lage geben und den Optimismus in ungerechtfertigter Weise stützen könnte. Die Reichsbank und auch die anderen Banken haben noch immer reichlich mit den schweren Schäden zu tun, die die übermäßige Kreditgewähr in den letzten Jahren verursacht hat.“ Schließlich dürfte auch die während des Sommers bis in den Herbst anhaltende politische Beunruhigung, welche aus der fortschreitenden Isolierung Deutschlands, aus überraschenden Ereignissen am Balkan und vorübergehenden Verschärfungen der Marokkofrage immer wieder Nahrung empfing, für die Beibehaltung des 4proz. Mindestsatzes mitbestimmend gewesen sein.

Durch diese Politik der Vorsicht wurde eine gewisse Ausgleichung geschaffen und der Uebergang in die früher stürmisch andrängenden Herbst- und Wintermonate bis zur Unmerklichkeit gemindert. Der Privatdiskont nahm nur geringe Steigerungen an, der offizielle Satz von 4 Proz. blieb sogar völlig unverändert. An die Stelle der interessanten, die ganze Volkswirtschaft ergreifenden An- und Abschwellungen trat eine dem verlangsamten Gange des wirtschaftlichen Getriebes angepaßte Stabilität. Nachhaltiger beeinflußt blieb einstweilen jedoch der Zinsfuß für langfristigen Kredit, welcher, wie wir später sehen werden, infolge der größeren Zähigkeit des Kapitalmarktes später als der Diskont seinen Höhepunkt wieder zu verlassen im Stande war.<sup>1</sup>

### 1909.

Das Jahr 1909 brachte gegenüber dem Vorjahre auffallende Besserungen im Wirtschaftsleben nicht. Es bestätigte im Gegenteil, daß die seit Ende 1907 herrschende Depression eine internationale Erscheinung war, denn aus allen Ländern liefen ungünstige Nachrichten ein, die sich als unverkennbare Anzeichen einer ernsthaften Stockung im Wirtschaftsleben charakterisierten, wie Einengung des Konsums, anhaltende Preisrückgänge, Lohnreduktionen, Arbeiterentlassungen und zunehmende Zahl der Konkurse,<sup>2</sup> ja sogar Krisen auf einzelnen Marktgebieten.

Auf den internationalen Geldmarkt vermochten diese sozialen und wirtschaftlichen Kämpfe um die Anpassung der allenthalben veränderten Produktions- und Konsumtionsverhältnisse tieferen Eindruck nicht auszuüben. Die Geldflüssigkeit hielt an und wurde vielleicht durch die mit dem fortbestehenden Mangel an Unternehmungstätigkeit freiwerdenden Betriebsmittel noch vermehrt.

<sup>1</sup> Vergl. die Diagramme 3, 4, 38 und 50.

<sup>2</sup> Vergl. die Konkursstatistik, Tabelle 10 c.

Der deutsche Geldmarkt wies bemerkenswerte Besonderheiten ebenfalls nicht auf, es sei denn, daß er vorübergehend wieder einmal den Vorzug genoß, der billigste Markt der Welt zu sein. Die Ursachen der Geldflüssigkeit in Berlin werden aber von sachverständiger Seite neben der stark verminderten Tätigkeit in Handel und Industrie und deren momentanen Sättigung mit Kapital zum Teil auch auf die seit einem Jahrzehnt vor sich gehende Umbildung in der Organisation des deutschen Bankwesens zurückgeführt, „insofern nämlich infolge der Konzentration riesige Summen, die sonst in lokalen Bezirken Anlage suchten, aus dem ganzen Reich den Großbanken zuströmen, wo sie nunmehr an einer Stelle, am Berliner Markt, als anlagesuchend in die Erscheinung treten können und dann in Zeiten, wie den jetzigen, die Zinssätze am Geldmarkt leicht über Gebühr drücken . . .“<sup>1</sup>

Der Privatdiskontsatz (Berlin), der Ende 1908 auf  $2\frac{3}{4}$  Proz. angelangt war, setzte demgemäß seinen Abstieg fort, bis er Anfang Februar 1909 mit  $1\frac{7}{8}$  Proz. seinen tiefsten Stand erreichte. Weder die große russische Emission in Paris im Januar noch die von den Balkanländern drohende Kriegsgefahr vermochte ihn hierin zu stören. Lediglich wiederholte reichliche Rediskontierungen von Reichsschatzanweisungen, zu denen sich die Reichsbank, um die Fühlung mit dem Markte zu behalten, genötigt sah, hatten vorübergehendes Anziehen des Privatsatzes zur Folge. Als sich nun Mitte Februar die Devisenkurse, welche sich infolge von regem Kapitalabfluss von den niedrig verzinsenden deutschen Märkten nach dem Auslande ungünstig gestellt und größere Goldexporte ermöglicht hatten,<sup>2</sup> wieder besserten, war endlich für die Reichsbank die Zeit zur Herabsetzung ihrer Rate auf 3 Proz. gekommen (16. Februar). Vorübergehende Steigerungen erfuhr dann der Privatsatz infolge der Frühjahrliquidation und der Emission der großen deutsch-preußischen Anleihe von Anfang Mai. Es zeigte sich hier nur eben wieder, daß ein großer Teil der Bankguthaben nur zum Zweck der Einzahlung auf die neuen Anleihen errichtet oder vergrößert worden war, und ein anderer Teil die bessere Verzinsungsmöglichkeit, welche ihm die neuen Werte gegenüber der seitherigen äußerst geringen Bankverzinsung boten, mit Freuden begrüßte. Anfang Juli bewegte sich der Privatdiskont zwischen 2 und  $2\frac{1}{2}$  Proz.

Im Hinblick auf die führende Rolle, welche der Reichsbank in unserem nationalen Wirtschaftsleben zukommt,

<sup>1</sup> Volkswirtschaftliche Chronik von Conrad, 1909, Seite 160.

<sup>2</sup> Vergl. Tabelle 15.

dürfte es gerechtfertigt erscheinen, die Grundsätze, nach denen ihre Leiter innerhalb der ersten die höchste Verantwortung aufwäzenden Periode der Hochkonjunktur den Diskonthebel gehandhabt haben, im Wortlaut der Jubiläumsschrift wiederzugeben:<sup>1</sup>

„Die ungewöhnliche Entwicklung aller Verhältnisse stellte die Diskontpolitik der Reichsbank vor die schwierigsten Aufgaben. Niemals seit ihrer Begründung hat die Sorge für die Aufrechterhaltung einer hinreichenden Deckung für ihre Verbindlichkeiten sich in einem so starken Konflikt befunden zu den an die Bank herantretenden Kreditansprüchen. Mit der Sorge um die unbedingte Erhaltung der eigenen Zahlungsfähigkeit und um die Sicherheit der deutschen Valuta ergab sich für die Bank die Aufgabe, der mit jeder günstigen Konjunktur verbundenen Gefahr einer Uebertreibung entgegen zu wirken; es galt dabei ebenso sehr, eine allzu starke Produktionsausdehnung und eine Ueberspekulation wie eine Ueberspannung des Kredits nach Möglichkeit zu verhindern. Die Produktionsausdehnung, die Verwertung der Waren und der Industriepapiere und die Inanspruchnahme des Kredits mußten innerhalb vernünftiger Grenzen gehalten werden, wenn nicht die glänzende Entfaltung der wirtschaftlichen Kräfte — wie früher oft ein geringerer Aufschwung — mit einem verhängnisvollen Zusammenbruch enden sollte.

In Zeiten einer starken Betriebsausdehnung und Nachfrage nach Geld und Kapital erzeugt die Volkswirtschaft aus sich selbst heraus eine gewisse Gegenwirkung gegen Ausschreitungen in dem Steigen des Zinsfußes. Jede Verteuerung des Kredites bedeutet eine Beschränkung der Kreditnachfrage, eine Erschwerung allzu starker Produktionsausdehnung und ein Hemmnis für die Uebertreibung der Spekulation. Eine Zentralbank würde ihre Aufgaben vollständig verkennen, wenn sie dieser, für das Ganze heilsamen Tendenz zu einer Erhöhung des Zinsfußes entgegenwirken wollte. Für den Einzelnen ist billiger Kredit stets vom Standpunkte seiner besonderen Interessen aus erwünscht und vorteilhaft, aber das Gemeinwohl erfordert eine Diskontpolitik nach anderen Gesichtspunkten.

Jede künstliche Niederhaltung der Diskontsätze würde die Gefahren der Hochkonjunktur steigern und den Zusammenbruch herbeiführen helfen, nur eine vorsichtige Zurückhaltung gegenüber den wachsenden Kreditansprüchen, nur eine zielbewußte Leitung der den Gefahren der Lage entgegenwirkenden Tendenzen des Kapital- und Geldmarktes vermögen in solchen Zeiten die wirtschaftliche Entwicklung in sicheren Bahnen zu halten und gleichzeitig die Zahlungsfähigkeit der Bank und die Solidität des Geldwesens zu gewährleisten.“

<sup>1</sup> Seite 169, 170.

In dieser Darlegung ihrer Grundsätze wendet sich die Bankleitung gegen teilweise recht laute Vorwürfe, welche ihr von zahlreichen Interessenten gemacht werden. Namentlich wird vielfach behauptet, die Bank entschlöße sich häufig allzu leichten Herzens zu einer Erhöhung ihres Diskontes, und es wird für das Festhalten am hohen Diskont das finanzielle Interesse des Instituts verantwortlich gemacht. Die Vorschläge gehen nun teilweise dahin, die Bankleitung solle, ehe sie sich zu einer Diskonterhöhung entschlöße, ihr Diskontgeschäft freiwillig beschränken. Diese Ansicht wird neuerdings wieder von Reuschle<sup>1</sup> vertreten, welcher aber nicht erwähnt, daß die Preußische Bank in der Gründerperiode nach jenem hochgepriesenen Rezept gelebt hat. Die Vorläuferin unserer Reichsbank glaubte Ende 1872 mit einem Höchstdiskont von 5 Proz. auskommen zu können und hielt die vorsichtige Einschränkung der Wechseldiskontierung für eine ebenso wirkungsvolle Warnung an die Kreditgeber und -nehmer, wie eine stärkere Anziehung der Diskontbremse. Die Tatsachen haben aber damals den traurigen Beweis erbracht, daß die Mahnrufe der Bank — da sie nicht laut und eindringlich genug erschollen, kein Gehör fanden. Nachdem die Reichsbank in der bereits wiederholt angezogenen Denkschrift ihre diskontpolitischen Maßnahmen bis zum Jahre 1900 eingehend genug begründet und für ihre damalige Politik in Karl Helfferich<sup>2</sup> einen sachverständigen Verteidiger gefunden hat, erscheint es überflüssig, auf die Frage der Zweckmäßigkeit der damaligen Diskontpolitik unseres Zentralnoteninstitutes weiter einzugehen. Dagegen dürfte es genügen, hier anzuführen, wie Helfferich über den Vorschlag einer Einschränkung der Wechseldiskontierung denkt:

„Die Regulierung der Kreditgewährung kann seitens einer Zentralbank, an welche in letzter Instanz alle anderwärts nicht zu befriedigenden Ansprüche herantreten, nur auf indirektem Wege erfolgen. Der direkte Weg, von einem bestimmten Punkte an die Kreditgewährung überhaupt zu verweigern, würde die größten Katastrophen heraufbeschwören, denn die Unmöglichkeit, gegen die besten Sicherheiten und zu irgend einem Zinssatze Geld zu bekommen, müßte sofort eine unabsehbare Reihe von Zahlungseinstellungen und eine völlige Stockung des geschäftlichen Verkehrs zur Folge haben. Eine indirekte Regulierung der Kreditansprüche ist gegeben in der Normierung des Zinsfußes, zu welchem Kredit gewährt wird, denn ein hoher Zinssatz wirkt reprimierend, ein niedriger Zinssatz wirkt stimulierend auf den Umfang des Kreditbegehrs.“

<sup>1</sup> A. a. O. Seite 44, 77 ff. Auch in dem Fragebogen, welcher den Sachverständigen der Bank-Enquete-Kommission im Frühjahr 1908 vorgelegt wurde, befand sich diese Frage — wohl nur zwecks erschöpfender Behandlung des Gesamtthemas.

<sup>2</sup> A. a. O. Seite 62 ff.

Der Kampf zwischen den Anhängern und den Gegnern der Diskontpolitik unserer Reichsbank ist heute noch nicht beendet. Die letzten Jahre haben eine neue Flut von Angriffen hervorgerufen, welche meist von derselben irrigen Auffassung ausgehen. Neben Reuschle, mit dessen Darlegungen wir uns bereits beschäftigt haben, nennen wir nur einen „Die Reichsbank und die Privatskonteure“ überschriebenen, im Bank-Archiv (Nr. 24, II. Jahrgang) veröffentlichten Artikel von Friedrich Thorwart. Darin findet sich u. a. folgender mindestens leicht zu Mißverständnissen Anlaß gebender Satz: „Die Beantwortung der Frage, wie billig oder wie teuer der Kredit in einem Lande erkaufte werden soll, wird stets der Zentralbank desselben zufallen. Die Ausweise der Deutschen Reichsbank zeigen, in welchem Maße sie ihr gerecht wird.“ Demgegenüber muß aber, worauf der „Deutsche Oekonomist“<sup>1</sup> aufmerksam macht, „daran festgehalten werden, daß die Reichsbank die Macht, den Zinsfuß im Lande zu bestimmen, nur dann besitzen würde, wenn sie die einzige Kreditquelle wäre, also ein Kreditgewährungsmonopol besäße, und wenn ihre aktive Kreditfähigkeit vollständig unbegrenzt wäre. Weder das eine noch das andere ist aber der Fall. In Zeiten geringen Geldbedarfs sinkt ganz automatisch der Geldleihpreis, der Zins, sofern nicht der verminderten Nachfrage auch ein entsprechend vermindertes Angebot auf dem Geldmarkte gegenüber steht. Erfährt die Nachfrage auf dem Geldmarkte infolge einer wirtschaftlichen Stagnation eine Einschränkung, so bleibt auch der Reichsbank nichts anderes übrig, als mit ihrem Diskontsatze der nach unten gehenden Zinsfußbewegung zu folgen, will sie sich nicht einfach als Kreditgeber ausschalten, ihre Kapitalien brachlegen. Im umgekehrten Falle, wenn im Zusammenhange mit einer wirtschaftlichen Hochkonjunktur die Nachfrage auf dem Geldmarkte steigt und die Anforderungen an die Reichsbank wachsen, so muß diese ihren Diskontsatz in die Höhe setzen. Bei Unterlassung dieser Maßnahme würde sie über kurz oder lang am Ende ihrer Leistungsfähigkeit angelangt sein; denn in der gesetzlichen Vorschrift, daß die ausgegebenen Noten der Reichsbank zu einem Drittel in bar gedeckt sein müssen, ist der aktiven Kreditfähigkeit eine Grenze gezogen. Die Reichsbank kann also in ihrem Zinsfuße immer nur die jeweilige Lage des Geldmarktes zum Ausdruck bringen. Ohne leugnen zu wollen, daß die Bank bis zu einem gewissen Grade im Wege der Diskontpolitik auch einen Einfluß auf die für die Höhe des Zinsfußes maßgebenden wirtschaftlichen Verhältnisse auszuüben vermag, muß aber doch betont werden, daß diese planmäßige Einwirkung immer nur so weit gehen kann, daß die Reichsbank dadurch nicht den Kontakt mit dem heimischen Geldmarkte verliert. Die Reichsbank ist die

<sup>1</sup> Nr. 1306 vom 4. Januar 1908.

letzte Kreditquelle des Deutschen Reiches, und in ihrem Status spiegelt sich die jeweilige Wirtschaftslage wider. Der Status ist aber auch in letzter Linie maßgebend und bestimmend für die Diskontpolitik der Reichsbank. Deshalb ist es aber nicht richtig, zu sagen, die Reichsbank bestimme, wie billig oder wie teuer der Kredit im Lande erkaufte werden solle.“ In gleichem Sinne fiel auch die Erwiderung aus, welche Reichsbankpräsident Havenstein im Januar 1908 auf die Angriffe gegen die Reichsbankpolitik im Reichstage gab: „Nicht die Politik einer Notenbank schafft den Diskont, sondern der Bankdiskont ist wesentlich bestimmt von den wirtschaftlichen Verhältnissen eines Landes, er ist entscheidend abhängig von Kapital- und Kreditverhältnissen eines Landes. Die Zentralnotenbank kann deshalb mit ihrem Zins- und Diskontsatz im allgemeinen dem Zinssatz des Geldmarktes nur folgen, sie kann ihn konstatieren, aber nicht schaffen, und nur unter Umständen und innerhalb maßvoller Grenzen kann sie ihn beeinflussen.“

Zur kurzen Berührung dieser viel erörterten Frage hielten wir uns um deswillen für berechtigt und verpflichtet, weil sie die Erforschung der Ursachen der neueren Zinsfußentwicklung aufs engste berührt. Aus dem gleichen Grunde sehen wir uns veranlaßt, noch eine andere Seite des deutschen Bank- und Geldwesens in Kürze zu streifen.

Wie zur Zeit der ersten Hochkonjunktur und der auf sie folgenden Krise hat es auch diesmal wieder nicht an Leuten gefehlt, welche die einzige oder eine Hauptursache für die Geldpressung der letzten Jahre in einer mangelhaften Organisation der Reichsbank erblicken wollten und behaupteten, daß der Mangel an Umlaufsmitteln, womöglich an metallenen Umlaufsmitteln, den Umschwung der Konjunktur erzwungen habe. Wenn auch, wie zahlreiche Theoretiker und Praktiker bereits nach den Erfahrungen der vorletzten Geldkalamität anstrebten, unser Zahlungssystem auf dem Wege der Staatshilfe wie der Selbsthilfe Verbesserungen vertragen kann, so muß doch endlich eingesehen werden, daß nicht der Mangel an Umlaufzeichen, seien es geprägte oder gedruckte, sondern der Mangel an Kapital, welches durch die vorausgegangenen gewaltigen Ansprüche der Hochkonjunktur erschöpft und durch die Mobilisierung des Bodens aufgesogen worden war, die Geldteuerung hervorgerufen hat.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Denn, wie Böhm-Bawerk im Artikel „Zins“ (Handw. d. Staatswiss., 2. Aufl., 1901) sagt: „Für die Höhe des Zinsfußes in einem Lande kommt es auf die Länge der Zeit nicht darauf an, ob das Land viele Münzen und Geldzeichen besitzt, sondern ob es an echten volkswirtschaftlichen Kapitalien, an aufgespeicherten Produkten reich ist, die zu einer produktiven Investition oder zum Verleihen bereit sind . . . Ueber die großen und dauernden Bewegungen des Zinsfußes entscheidet die verhältnismäßige Fülle an reellen volkswirtschaftlichen Kapitalien; die ephemären Oscillationen des Zinsfußes um dieses sein jedesmaliges Normalniveau herum stehen dagegen unter dem Einflusse des Geldstandes.“

Alle Ausweise von Effekten- und Hypothekenbanken, Industriegesellschaften, Handelshäusern usw. lassen übereinstimmend erkennen, in welchem Maße während der Hochkonjunkturjahre die sonst flüssig gehaltenen Betriebsmittel in dauernden Anlagen festgelegt wurden, in welchem Maße über die eigenen Mittel hinaus mit Kredit operiert worden ist. Eine ins Ungesunde gehende Anspannung des Kredits ist das charakteristische Merkmal dieser Jahre, eine Anspannung, die — auch hier paßt die Parallele mit dem Vorgang um die Jahrhundertwende — erst infolge des ruhigeren Ganges der wirtschaftlichen Tätigkeit allmählich vermindert wurde durch Ablösung von Bankschulden mit Hilfe neuer Aktien oder Obligationen, durch freiwillige Zurückzahlung oder auch durch direkte Krediteinschränkungen der Banken.

Denn — und hiermit erklärt sich auch die übermäßige Belastung des Diskontenmarktes in Deutschland — nicht nur war die wirtschaftliche Expansion der Kapitalbildung im allgemeinen vielfach weit vorausgeeilt, und nicht allein hatte man das erforderliche Betriebskapital durch Kredit, der auf dem Wege des Wechselakzeptes gewährt wurde, zu beschaffen gewußt, sondern auf demselben Wege die für Neuanlagen nötigen Mittel zu erlangen gesucht.<sup>1</sup> Kein Wunder, daß, als nun im Jahre 1908 die Umschreibung des kurzfristigen in langfristigen Kredit notwendig und möglich wurde, die Geldnot in Deutschland — im Gegensatz zu den übrigen Ländern — kein Ende nehmen wollte.

Während so das dauernde Steigen des Zinsfußes verständlich wird, muß nochmals darauf hingewiesen werden, daß es im Jahre 1907 wie bereits in den Jahren 1906 und 1899 die hohen Devisenkurse gewesen sind, welche zur Steigerung Veranlassung gaben, insofern sie neben dem durch die Hochkonjunktur und die darauf folgende Liquidation erhöhten Geldbedarf, für welchen, allein genommen, der Rahmen unserer nationalen Geld- und Kreditorganisation ausreichend gewesen sein würde, das wichtigste Fundament jeder neuzeitlichen Geldwirtschaft, den Goldvorrat bedrohten und dadurch das Zentralnoteninstitut zu Abwehrmaßnahmen zwangen.

Woher aber kamen nun in letzter Linie diese hohen Devisenkurse? Die Entscheidung dieser interessanten Frage innerhalb einer Arbeit über die Gestaltung des kurz- und langfristigen Zinsfußes auf knapp bemessenem Raume treffen zu wollen, wäre ein Wagnis und eine Unterschätzung der Schwierigkeiten, mit welchen zahlreiche Autoren gerade in neuerer Zeit bei der Behandlung dieses Themas zu kämpfen gehabt haben. Immerhin glauben wir an dieser Stelle erwähnen zu müssen, daß die Meinung vielfach — namentlich

<sup>1</sup> Zahlreiche Artikel der Frkf. Ztg. und des Deutschen Oekonomist bestätigen dies. Nach Feststellung der Hamburgischen Handelskammer haben sogar Stadtgemeinden Akzente ausgestellt und dadurch fiktives Kapital geschaffen, wo ihnen das reelle Kapital mangelte.

auf liberaler Seite — dahin neigt, unsere ungünstigen Devisenkurse seien durch eine stark passive Zahlungsbilanz hervorgerufen.<sup>1</sup> Als partielle Ursache der ungünstigen Zahlungsbilanz wird aber unser Hochschutzzollsystem verantwortlich gemacht, welches zahlreiche wichtige ausländische Erzeugnisse, namentlich Rohprodukte, mit hohen Eingangszöllen belegt und es dem inländischen Produzenten ermöglicht, die Preise über dem Weltmarktpreis zu halten und dadurch die Konkurrenzfähigkeit der teurer produzierenden inländischen qualifizierten Industrie gegenüber der ausländischen, welche überdies in Beantwortung unserer unfreundlichen Zollpolitik von den betroffenen Auslandstaaten durch hohe Eingangszölle gegen die deutsche Konkurrenzware geschützt wird, zu beengen. Auch würde durch den Zollschutz der Zusammenschluß der Rohproduzenten zu Kartellen gefördert, und diese Kartelle seien ein weiteres Mittel zur Forcierung der Preise. Namentlich für das Verhältnis der schweren und qualifizierten Metallindustrie treffe dies zu.<sup>2</sup> Bei der Kohle hingegen, welche des Zollschutzes entbehrt, sei eine gleich wirksame Beseitigung der ausländischen Konkurrenz durch eine Tarifpolitik gewährleistet, welche die ausländischen Zufuhren zugunsten der heimischen Erzeugnisse schwerer belaste und auf diesem Wege die Zusammenschließung der Produzenten desjenigen Rohstoffes gefördert habe, welcher für jede gewerbliche Produktion unentbehrlich sei. So wirkten Zoll- und Tarifpolitik im Bunde mit den Kartellen im Sinne einer Beschränkung der deutschen Konkurrenzfähigkeit auf dem Weltmarkte und damit einer Verschlechterung unserer Zahlungsbilanz und unserer Devisenkurse und würden so indirekt zur letzten Ursache der diskontpolitischen Abwehrmaßnahmen der Reichsbank, also zur Diskonterhöhung und schließlich zur dauernden Verteuerung des gesamten Kredits in Deutschland. Der Vergleich mit dem Freihandelsstaate England biete den praktischen Beweis.

<sup>1</sup> Mit der Untersuchung der Ursachen der „ungünstigen“ deutschen Zahlungs- und Handelsbilanz hat sich neuerdings Esslen a. a. O. beschäftigt. Auch er scheint uns aber einen wirklich schlagenden Beweis für die Passivität der deutschen Zahlungsbilanz und für die Behauptung, daß die offizielle deutsche Gold- Ein- und Ausfuhrstatistik ein vollkommen falsches Bild vom Goldbestande Deutschlands biete, in seinen Ausführungen, die sich natürlich auch nur auf ein unsicheres Fundament von Schätzungen stützen können, nicht zu erbringen. Sind doch andererseits gewichtige Stimmen laut geworden, die das Gegenteil bekunden. Auch darf die Bedeutung der Passivität der Zahlungsbilanz nicht überschätzt werden. Ausschlaggebend ist namentlich in ernsten Zeiten, wenn einer Volkswirtschaft Kapitalverlust droht oder wenn er wirklich eintritt, und sie in die Lage kommt Gleiches mit Gleichem erwidern zu müssen, nicht die Zahlungsbilanz, sondern die Forderungsbilanz. Daß diese aber zugunsten Deutschlands steht, darf nach den Untersuchungen von Sartorius Freiherrn von Waltershausen a. a. O., Seite 100 ff., als erwiesen angenommen werden.

<sup>2</sup> Dies wird auch in der Wissenschaft allgemein als richtig anerkannt; z. B. Conrad, Grundriß zum Studium der politischen Oekonomie, 2. Teil: Volkswirtschaftspolitik, 4. Aufl., 1908, S. 399 ff.

Ohne uns diesen Gedankengang in allen Einzelheiten zu eigen machen zu wollen, geben wir ihn immerhin an dieser Stelle wieder, da er eine weit verbreitete Ansicht, welche mancherlei für sich hat, ausdrückt und daher der Vollständigkeit halber erwähnt zu werden verdient.

Schließlich dürfen noch einige Maßnahmen nicht vergessen werden, welche unter dem lebendigen Eindruck der Geld- und Zinsfußkalamität im Sinne einer Erniedrigung des Zinses und gegen die Wiederkehr eines erneuten Steigens des Zinsfußes getroffen worden sind.

Am 1. Juni 1908 trat die vom 8. Mai datierende Novelle zum Börsengesetz in Kraft, welche sich zwar noch nicht dazu verstehen konnte, den Grundsatz der vollen Selbstverantwortlichkeit des Individuums auf dem Gebiete des Börsenterminhandels anzuerkennen, aber doch dem Kreis der Personen, die rechtsverbindliche Börsentermingeschäfte eingehen können, dadurch eine weitere Umgrenzung gegeben hat, daß die Einrichtung des verurteilten Börsenregisters beseitigt und für die beiden Vertragschließenden die Eintragung als Vollkaufmann in das Handelsregister<sup>1</sup> oder als Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaft in das Genossenschaftsregister grundsätzlich für genügend anerkannt worden ist. Ferner wurde durch neue Bestimmungen über die Bestellungen von Schuldanerkennnissen, Aufrechnungen usw. den Börsentermingeschäften die dringend notwendige höhere Rechtssicherheit verliehen. Durch diese wesentliche Besserung gegenüber dem bisherigen Zustande ist eine Belebung des Börsentermingeschäfts in Wertpapieren eingetreten. Gesteigert dürfte diese günstige Folge noch sein durch die Aufhebung des Verbots des Börsenterminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen.<sup>2</sup> Für die Zulassung von derartigen Wertpapieren ist allerdings die Genehmigung des Bundesrates erforderlich.<sup>3</sup> Es ist nun zu hoffen, daß, nachdem infolge dieser Neuerungen

<sup>1</sup> Den in das Handelsregister eingetragenen Kaufleuten stehen gleich Personen, die z. Z. des Geschäftsabschlusses oder früher Börsentermingeschäfte oder Bankiergeschäfte berufsmäßig betrieben haben, sowie auch die Personen, die im Inlande z. Z. des Geschäftsabschlusses weder einen Wohnsitz noch eine gewerbliche Niederlassung haben. Personen, deren Gewerbebetrieb über den Umfang des Kleingewerbes nicht hinausgeht, sind indessen nicht termingeschäftsfähig, auch wenn sie in das Handelsregister eingetragen sind. Betrifft das Geschäft Wertpapiere und gehört von den Vertragschließenden die eine nicht zu den termingeschäftsfähigen Personen, hat sich dagegen der andere für die Erfüllung des Geschäfts eine Sicherheit bestellen lassen, so ist der letztere befugt, daraus Befriedigung zu suchen.

<sup>2</sup> Das Verbot der Börsentermingeschäfte in Getreide und Mühlenfabrikaten ist dagegen auch weiterhin bestehen geblieben.

<sup>3</sup> In einer Bekanntmachung vom 4. Juli 1910 hat der Bundesrat durch Schaffung gewisser Normativbestimmungen von diesem Rechte Gebrauch gemacht.

die Spekulation nicht mehr in gleichem Grade wie früher auf die Form des weit größere Geldmittel beanspruchenden Kassageschäftes verwiesen ist, der Geldmarkt, namentlich in den Zeiten der großen Spekulationskäufe, welche mit den Zeiten der aufsteigenden Konjunktur, d. h. mit der fortschreitenden Geldmarktversteifung, zusammenzufallen pflegen, wenigstens von dieser Seite her nicht mehr in gleich starker Weise in Anspruch genommen werden wird, und daß demnach eine der Ursachen zur Erhöhung oder Hochhaltung des Diskontes, indirekt auch des ungünstigen Kursstandes unserer festverzinslichen Anlagepapiere beseitigt ist. Wenn nun von den Hoffnungen, die man sich von der partiellen Abschaffung des alten Börsengesetzes versprach, bis jetzt noch nicht viele in Erfüllung gegangen zu sein scheinen, so muß betont werden, daß solche Zeiten wie die beiden Hochkonjunktoren und die dazwischen liegende Krisis, in welchen die Schäden des Gesetzes am schärfsten zu Tage traten, seit seiner Abänderung nicht erlebt worden sind, und daß die Bankenkonzentration, die Auswanderung des Kapitals nach fremden Börsen, die inzwischen durch Agenten und andere feste Verbindungen unser spekulationsbedürftiges Publikum an sich gefesselt haben, und viele andere Veränderungen, die durch das alte Börsengesetz hervorgerufen worden waren, sich auch durch ein neues Gesetz nicht wieder rückgängig machen lassen.

Fast zur gleichen Zeit, nämlich am 1. April, trat das deutsche Scheckgesetz vom 11. März 1908 in Kraft, welches eine Einrichtung gesetzlich zu regeln unternimmt, die auch in Deutschland zwar schon lange bestand, jedoch gerade hier wohl wegen des Mangels geeigneter gesetzlicher Vorschriften nur wenig Verwendung fand. Infolge der gesetzlichen Fundamentierung hat inzwischen der Ausbau dieser wichtigen, in England und selbst in Oesterreich beliebten Bargeld ersparenden Zahlungseinrichtung eine Beschleunigung erfahren. Inwieweit hierdurch eine neue Sicherung gegen den Ausbruch einer Geld- und Zahlungsmittelkrisis geboten wird, kann allerdings nur die Zukunft lehren.

Ebenfalls von der Absicht ausgehend, die Verbreitung des Scheckwesens zu fördern, ist der Postüberweisungs- und Scheckverkehr seit 1. Januar 1909 eingeführt worden. Damit ist eine Einrichtung geschaffen worden, welche bereits im Jahre 1899 geplant war, damals jedoch nicht zur Ausführung kam, nachdem die dahin zielende Vorlage die Zustimmung des Reichstags nicht hatte finden können. Welche große Lücke durch den Postscheckverkehr auszufüllen ist, zeigt die überraschende Tatsache, daß in der kurzen Zeit vom 1. Januar bis Ende 1909 die Zahl der Konten bereits 34897 erreicht hat, und daß in derselben Zeit, Einnahmen und Ausgaben zusammengerechnet, rund  $4\frac{1}{2}$  Milliarden M. im gesamten Reichsgebiet im Postscheckverkehr umgesetzt worden sind. Fürwahr ein schöner Erfolg, namentlich wenn man in

Rechnung zieht, daß der in seiner jetzigen Gestalt schon 48 $\frac{1}{2}$  Jahre alte Postanweisungsverkehr, für den natürlich die neue Form der Geldübermittlung eine scharfe Konkurrenz bedeutet, im ganzen Jahre 1907 in Deutschland 12 $\frac{1}{2}$  Milliarden M. betrug. Der Postscheckverkehr hat sich in der Zwischenzeit sehr gut weiterentwickelt und ist bereits zu einem hochwichtigen Faktor im Geldübermittlungswesen Deutschlands geworden.

Die Bankenquete, welche gleichfalls im Jahre 1908 vorgenommen wurde mit dem Ziel, Klarheit über die Ursachen der Zinssteuerung zu schaffen und Mittel und Wege zur Vermeidung künftiger Rückfälle ausfindig zu machen, führte im Mai 1909 zur Annahme einer Novelle zum Bankgesetz, die, soweit das Notenwesen in Frage kommt, zwei bemerkenswerte Neuerungen einführt: die Erhebung der Reichsbanknoten zum gesetzlichen Zahlungsmittel und die Neubemessung des Notenkontingents. Die Frage des legal tenders der Reichsbanknoten wurde in der Weise geregelt, daß jetzt die Reichshauptbank in Berlin die einzige Stelle in Deutschland ist, welche unter allen Umständen zur Hergabe von Gold verpflichtet ist. Während die Zweiganstalten der Reichsbank „nur, soweit es deren Barbestände und Geldbedürfnisse gestatten“, zur Einlösung präsentierter Noten verpflichtet sind, wurde die Zahlkraft der Noten derart erweitert, daß sich jeder Schuldner durch ihre Hingabe befreit, ohne daß es dem Gläubiger weiterhin zusteht, die Zahlung in Gold, bei kleinen Beträgen in Silber zu verlangen. Durch diese Bestimmung wurde einem vielfach geäußerten Wunsche Rechnung getragen. Wenn ihr auch größere praktische Bedeutung in bezug auf die Gestaltung des Zinsfußes nicht zuzuerkennen sein wird, da die Noten der Reichsbank auch früher ohne Annahmewang allgemein als Zahlungsmittel widerspruchslos angenommen wurden und eine reichlichere Verwendung der Noten anstatt von Gold schon deshalb wohl auch in Zukunft kaum zu erwarten sein wird, so ist diese Neuerung doch um deswillen sehr zu begrüßen, weil hiermit vorsichtigerweise rechtzeitig ein Zustand geschaffen wurde, der im Falle einer heftigen Zahlungsmittelkrise, beim Ausbruch eines Krieges oder in ähnlichen Fällen sich nicht hintanhaltend lassen würde. Hierauf, sowie auf die weitere bedeutsame Tatsache, daß die Einführung des Annahmewangs, wenn sie in solchen ohnedies bewegten Zeiten unter dem Druck der Verhältnisse vorgenommen wird, vom Publikum wie auch vom Auslande leicht falsch gedeutet wird und dann zu einer Verschlimmerung der Kalamität, die man bekämpfen will, führen kann, häufig und eindringlich hingewiesen zu haben, ist ein Verdienst von Georg Friedrich Knapp.<sup>1</sup> Wenn diese Maßregel also jetzt unter unseren normalen Zeitläuften

<sup>1</sup> Staatliche Theorie des Geldes.

weder Wogen erregt, noch Wogen geglättet hat, so wird sie eben wegen ihrer rechtzeitigen Einführung in dem über kurz oder lang doch unausbleiblichen oben angedeuteten Falle die allerbesten Dienste leisten. Aus diesem Grunde verdient sie in diesem Zusammenhange erwähnt zu werden als Teil des Rahmens, innerhalb dessen die Bewegung des Zinsfußes in Zukunft verlaufen wird, sowie als nicht zu verachtendes Stück der finanziellen Kriegsrüstung Deutschlands,

Die andere das Notenwesen betreffende Neuerung suchte das steuerfreie Notenkontingent den veränderten wirtschaftlichen Verhältnissen dadurch anzupassen, daß sie es von 472,8 Mill. M. auf 550 Mill. M. erhöht, damit, wie die „Frankf. Zeitung“ vom 11. Mai 1909, sagt, „das Barometer künftig wieder richtig zeigt und nicht auch schon bei ‚schönem Wetter‘ auf ‚Sturm‘ weist.“ Indem aber die Novelle neben dieser regulären Erhöhung der steuerfreien Notenmenge auf 550 Mill. M. für den letzten Tag jedes Vierteljahrs noch ein Zusatzkontingent von 200 Mill. M. statuiert, beraubt sie das bisher zuverlässige „Signalzeichen“ der Deutlichkeit: es steht jetzt bei Quartalsbeginn in der Regel höher als bei Schluß des Quartals, dem Termin der höchsten Anspannung. Der Vorteil dieser Maßregel für die Reichsbankleitung liegt indes auf der Hand. Es wird der Bankleitung wohl keinesweg gleichgiltig sein, ob sie für ein Mehr von 77 oder 277 Mill. M. Noten die erforderliche Dritteldeckung zu beschaffen verpflichtet ist. Man kann daher wohl erwarten, daß künftig die Bankleitung zu Diskonterhöhungen weniger leicht veranlaßt werden wird als zu Zeiten des früheren weit beschränkteren Kontingents.

Auch die Reichsfinanzreform vom Sommer 1909 kann für die künftige Gestaltung des kurzfristigen Kredits von Bedeutung sein. Wir haben gesehen, wie oft die Regierungen, vor allem die Reichsregierung zur Inanspruchnahme des Marktes durch kurzfristige, unverzinsliche Schatzanweisungen genötigt war. Die Schatzanweisungen mußten vielfach gerade dann begeben werden, wenn ohnehin schon durch die wirtschaftliche Entwicklung der Geldmarkt und der Status der Reichsbank sich versteift hatten.<sup>1</sup>

---

## B. Der landwirtschaftliche Personalkredit.

Nicht selten sind die Fälle, in denen der Landwirt zur Ergänzung des Betriebskapitals; wenn die laufenden Einnahmen

<sup>1</sup> Vergl. Tabelle 18.

infolge einer Mißernte, infolge von Viehverlusten, aber auch zur Beschaffung von Sämereien, Futter- und Düngemitteln, Arbeitslöhnen usw. zur Deckung der laufenden Ausgaben nicht ausreichen und der Fehlbetrag deshalb bis zum Verkauf der neuen Ernte, also auf Grund des Ertrages des nächsten Jahres durch Kredit gedeckt werden muß, vorübergehend eines Darlehens bedarf. Daher darf aber der hierfür benötigte Kredit nicht hypothekarisch gesichert werden, was auch zu umständlich und kostspielig wäre. Der Kredit muß vielmehr in der Weise gewährt werden, daß das Darlehen im Laufe der Zeit getilgt wird, in welcher die mit Hilfe des Darlehens gemachten Ausgaben durch den Verkauf der gewonnenen Erzeugnisse wieder bar in die Hände des Landwirts gelangt sind. Denn hier steht der Landwirt ebenso da wie der Industrielle und Kaufmann, nur daß er in der Regel etwas längere Kreditierung bedarf als jener. Er braucht vielleicht ein halbes, mitunter dreiviertel Jahr, wenn mehrere Mißernten sich folgen auch noch länger, während jene mit 6 Wochen, einem viertel, höchstens einem halben Jahre auszukommen pflegen. Deshalb kann hier für den Landwirt ebenfalls nur der Personalkredit in Frage kommen; derselbe macht aber vielfach eine besondere Regelung und besondere Einrichtungen erforderlich, um den Ansprüchen der Landwirte auf längere Darlehen gerecht werden zu können.

Da die Schulze-Delitzschschen Volksbanken vorzüglich für Handwerker und kleine Kaufleute bestimmt und wenig geneigt sind, längere als vierteljährlich fällige Darlehen zu gewähren, so steht für den Landwirt der Raiffeisensche Darlehnskassenverein, der sich ausschließlich an die Landwirte wendet und in der Regel für ein bis zwei Jahre, ausnahmsweise aber auch länger Darlehn gewährt, natürlich im Vordergrund des Interesses. Der Darlehnskassenverein wird durch die Landwirte einer oder mehrerer Gemeinden in der Weise gebildet, daß die Grundbesitzer derselben mit ihrem Grundbesitze für den Verein haften. Die Mittel für die Darlehnsverleihung verschaffen sie sich durch Spareinlagen, durch Ausgabe von Anteilscheinen gegen Einzahlung bestimmter Summen und schließlich auch durch Aufnahme größerer Anleihen.

Durch den Mangel eines auf die Erzielung möglichst großer Reingewinne gerichteten Bestrebens sowie auch durch die geringe Höhe der Verwaltungskosten — die Verwaltung wird mit geringen Ausnahmen ehrenamtlich geführt — wird die Höhe des Zinsfußes für Darlehen wie für Einlagen in gleicher Weise günstig beeinflußt. Die Genossenschaften kommen mit einer geringen Spannung zwischen den Soll- und Haben-Zinsfüßen aus und sind daher in der Lage, die Einlagen hoch zu verzinsen, dagegen für Schulden niedrige Zinsen zu verlangen.

Leider reichen nun die Angaben über die mittleren Zinsfüße der Spar- und Darlehnskassen nicht aus, um auf direktem

Wege die Höhe und die Bewegungen derselben ersichtlich zu machen. Einen Anhalt für die von den Kreditgenossenschaften berechneten Zinsen können aber die von den territorialen Zentralgenossenschaften oder Zentralkassen,<sup>1</sup> d. h. von den größeren durch die Kreditgenossenschaften der einzelnen Verbandsbezirke zum Zweck des Geldausgleichs — Anlage überschüssiger Gelder, Gewährung benötigter Kreditmittel — gebildeten Verbänden in Anwendung gebrachten Zinssätze geben, da diese allenthalben als Maßstab und Richtschnur angenommen werden. Rechnet man nämlich zu dem durchschnittlichen Darlehenszinsfuß der Zentralkreditgenossenschaften noch eine Provision von  $\frac{1}{10}$  Proz. sowie einen Aufschlag von  $\frac{1}{2}$  Proz., also zusammen etwa 0,60 Proz. für die Spar- und Darlehenskasse, so ergibt sich der durchschnittliche Zinssatz derselben,<sup>2</sup> der, wie Tabelle 19 und 20 zeigen, im Vergleich mit demjenigen des offenen Geldmarktes und der Reichsbank, namentlich zu Zeiten der Kreditteuerung, als sehr niedrig

<sup>1</sup> Ueber die Bedeutung dieser Zentralkassen schreibt die Festschrift zum 25jährigen Bestehen des Reichsverbandes der Landwirtschaftlichen Genossenschaften, 1883—1908, Seite 138:

„Der wirtschaftliche Erfolg der örtlichen Genossenschaften ist durch einen solchen Zusammenschluß zu örtlichen Zentralstellen wesentlich bedingt oder doch gesteigert worden. Erst diese Vereinigung hat die zu meist nur kleinen, an sich relativ schwachen örtlichen Genossenschaften zu starken bedeutsamen Wirtschaftsfaktoren im Geld- und Warenverkehr gemacht. Sie hat weiter die genossenschaftliche Arbeit in einheitliche Bahnen gelenkt und damit wirksamer gestaltet. Sie hat den Mangel einer fachmännischen Geschäftsführung bei der Mehrzahl der örtlichen Genossenschaften durch geschulte und erfahrene Leitung der Zentralstellen in glücklicher Weise ergänzt. Sie hat so die Brücke zwischen den kleinen genossenschaftlichen Wirtschaftseinheiten und den großen beherrschenden Unternehmungen des neuzeitlichen Geld- und Warenverkehrs geschlagen.

Die Zentralgenossenschaften insbesondere bilden das finanzielle Rückgrat der gesamten ländlichen Genossenschaftsbewegung. Ihnen ist es gelungen, einen Geldausgleich zwischen den kreditbedürftigen und anlagebedürftigen Genossenschaften zu günstigen Zinsbedingungen bewirkt, eine überraschende starke Gleichmäßigkeit des Zinsfußes herbeigeführt und endlich die modernen Formen des Bankverkehrs der ländlichen Genossenschaftsbewegung erschlossen zu haben.

Im Reichsverband sind zur Zeit 35 Zentralkassen für die territorialen Verbände und 2 zentralistische, das ganze Reichsgebiet umfassende Zentralgeschäftsanstalten in der Reichsgenossenschaftsbank zu Darmstadt und in der Landwirtschaftlichen Zentraldarlehenskasse für Deutschland in Neuwied vorhanden. Die ältesten Zentralkassen sind die im Jahre 1876 errichtete Neuwieder Zentraldarlehenskasse und die 1883 gegründete Landwirtschaftliche Genossenschaftsbank zu Darmstadt, die Zentralkasse des hessischen Verbandes.“

Dagegen wurde die Preußische Zentralgenossenschaftskasse, kurz Preußenkasse genannt, durch Gesetz vom 31. Juli 1895 durch den Staat gegründet mit dem Zweck, den preußischen Genossenschaften weitgehenden Kredit zur Verfügung zu stellen. Frühjahr 1909 wurde ihr Kapital von 50 auf 75 Mill. Mark erhöht, um sie instand zu setzen, ihre Aufgabe noch besser zu erfüllen.

<sup>2</sup> Festschrift Seite 116.

bezeichnet werden muß. Naturgemäß ist aber für den Landwirt gerade die große Gleichmäßigkeit der Zinsfüße von hervorragender Bedeutung und Wichtigkeit. Hören wir, was darüber die oben bereits zitierte Festschrift, Seite 116, sagt:

„Während der Regulator für die von Banken und Bankiers in Ansatz kommenden Zinssätze, der Reichsbankdiskont, erhebliche Schwankungen durchzumachen hat, in den Jahren 1906 und 1907 auf 7 und  $7\frac{1}{2}$  Proz. stieg, was die Privatbanken veranlaßte, ihrerseits ca. 1 Proz. mehr außer der Provision zu fordern, haben die Einflüsse der Spar- und Darlehnskassen nennenswerte Aenderungen nicht erfahren. Wenn sie sich auch nicht immer ganz den Einwirkungen, die eine Veränderung der Lage des Geldmarktes auf das gesamte Wirtschaftsleben ausübt, entziehen können, so sind sie doch vornehmlich durch den Rückhalt, den ihnen die Zentralkassen bieten, in der Lage gewesen, auch in den Zeiten teuersten Geldstandes ihren Mitgliedern den Kredit zu Sätzen zur Verfügung zu stellen, die nicht allein hinter denen der Privatbanken, sondern auch hinter denen der Reichsbank wesentlich zurückblieben. Hierin liegt aber für die kreditnehmenden Genossen ein doppelter Vorteil, derjenige, daß ihnen, den vornehmlich den minderbemittelten Kreisen Angehörigen, das Geld billiger zur Verfügung steht als den kapitalkräftigen Kreisen der Großindustrie und des Großhandels und derjenige, daß sie die Gewißheit haben, daß sich ihre Zinsverpflichtungen für in billigen Zeiten aufgenommene langfristige Darlehen nicht in einem Umfange steigern, der ihnen die Darlehensaufnahme mindestens zu einer unerträglichen Last werden läßt.“

Uebrigens vermochten nicht alle Spar- und Darlehnskassen gleichbilligen Zins zu geben. Man kann vielmehr in dieser Hinsicht zwei Kategorien von Genossenschaften unterscheiden,<sup>1</sup> einmal die vom großen Verkehr abgelegenen Genossenschaften in rein ländlichen Bezirken, die in der Hauptsache auch nur mit ländlichen Mitgliedern zu tun haben. „An diesen ist die Geldkrise der letzten Jahre fast spurlos vorübergegangen, und es sind dieselben in der Lage gewesen, dank der Treue ihrer Mitglieder, welche die ersparten Gelder stets bei ihnen angelegt und sich mit einer niedrigen Verzinsung derselben begnügt haben, den geldbedürftigen Mitgliedern Geld zu dem niedrigen Zinsfuß der früheren Jahre zu gewähren.“

Schwieriger war hingegen die Lage derjenigen Spar- und Darlehnskassen, welche in der Nähe der Städte ihren Sitz haben

<sup>1</sup> Vergl. „Die Entwicklung des Geldmarkts in den letzten Jahren mit besonderer Berücksichtigung des landwirtschaftlichen Kredits“, Vortrag von Prof. Dade, General-Sekretär des Deutschen Landwirtschaftsrats, siehe „Hessische Landwirtschaftl. Zeitschr.“, Januar 1909.

und deren Bezirke mehr oder weniger von Industrien durchsetzt sind. Hier waren es nicht die Sparkassen allein, welche in Konkurrenz mit den Genossenschaften traten, sondern vor allem auch die großen Banken, die in den letzten Jahren mit eiserner Konsequenz ein großes Netz von Zweiganstalten über das ganze Land errichtet und die Spargelder des Mittelstandes durch einen hohen Zinsfuß an sich zu locken suchten. Wenn trotzdem auch hier die Kreditgenossenschaften in der Lage gewesen sind, ihren Mitgliedern Darlehen zu einem erheblich niedrigeren Zinsfuß als dem gleichzeitig auf dem allgemeinen Geldmarkte herrschenden zu gewähren, so haben sie dies doch „nur unter den größten Opfern und Entbehrungen“ und nur mit Hilfe der Zentralbanken und zentralen Banken fertig bringen können.

Die Notwendigkeit und Bedeutung der Spar- und Darlehenskasse sind durch ihre schnelle Ausbreitung und ihre geschäftliche Entwicklung genügend erwiesen. Von den 11364 Vereinen, welche zur Statistik des Reichsverbandes pro 1906 berichteten,<sup>1</sup> waren rund 43 Proz. erst nach dem Jahre 1895, d. h. unter dem Eindruck des steigenden Zinsfußes errichtet worden. Im Jahre 1908 gehörten im Ganzen rund 14600 Kassen mit 1 $\frac{1}{2}$  Mill. Mitgliedern dem Reichsverbande an.

Wenn man nun bedenkt, daß diese 1 $\frac{1}{2}$  Mill. deutscher Landwirte als Gläubiger oder Schuldner aus den durch die Spar- und Darlehenskassen gebotenen Zinssätzen Nutzen zogen, so wird man das genauere Eingehen gerade auf den landwirtschaftlichen Personalkredit wohl als gerechtfertigt anerkennen.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Vergl. Festschrift, Seite 105 ff.

<sup>2</sup> Vergl. Tabellen 19—21.

## II. Kapitel.

**Die geschichtliche Darstellung des Wertpapierzinsfußes seit 1895.****A. Der Staatspapierzinsfuß.**

## 1. Die Zeit von 1894 bis 1900.

Wenn wir gesehen haben, daß der Hauptgrund für das Anziehen des Diskonts in der durch die steigende Konjunktur verursachten Vermehrung des Bedarfs an kurzfristigem Kredit zu suchen ist, so werden wir in der folgenden Darstellung der Entwicklung des Zinsfußes der Anlagewerte bemerken, daß auch auf diese letzteren die durch die Konjunktur wachgerufene größere Kapitalnachfrage zinsfußsteigernd gewirkt hat. Da aber der Anlagezinsfuß im Gegensatz zum Zinsfuß für kurzfristigen Kredit bis in die erste Zeit des wirtschaftlichen Aufschwungs hinein noch seine sinkende Tendenz beibehielt und sich erst vom Jahre 1898 ab energischer der Aufwärtsbewegung anschloß, sind wir genötigt, nach der Ursache dieser auffallenden Erscheinung zu forschen und zu diesem Zweck noch einen Schritt weiter in der Zinsfußgeschichte zurückzugehen.

Vom Frühjahr des Jahres 1894 an machte der Rückgang des Staatspapierzinsfußes in Deutschland, welcher seit dem Jahre 1871 mit Unterbrechungen stetig gesunken war, kräftige Fortschritte. Die 3proz. deutsche Reichsanleihe vom 21. April 1894, welche noch mit einem Emissionskurse von 97,70 ausgestattet worden war, hatte bereits am 26. Mai 2 Proz. im Kurse gewonnen und überschritt im Juli 1895 den Paristand. Die Geldknappheit, welche vom September desselben Jahres an den Diskont erst langsam, dann stärker in die Höhe zu treiben begann, machte auf den Kurs dieses wichtigsten deutschen Reichspapiers nur einen vorübergehenden Eindruck, sodaß auch Mitte des Jahres 1896 der Paristand noch behauptet werden konnte. Die Ursachen der in Deutschland selten so plötzlich erlebten Haussebewegung und der zur Lage des Geldmarkts und zur Diskontbewegung im Widerspruch stehenden späteren guten Haltung der Anleihe sind folgende:

1. Die Geschäftsstille, welche seit der Krisis des Jahres 1890 nicht nur in Deutschland, sondern fast in den gesamten wirtschaftlich tätigen Ländern herrschte, hatte bei starkem gleichzeitigen Goldzufluß<sup>1</sup> eine dauernde Geldflüssigkeit erzeugt. Da die Unternehmungslust nur gering und der Diskont sehr niedrig war,<sup>2</sup> so waren die Bedingungen für ein regeres Interesse des Publikums an den bis dahin stark vernachlässigten deutschen Staatspapieren gegeben.

2. Im Frühjahr 1894 gelegentlich der Emission der genannten deutschen Reichsanleihe waren Anstalten getroffen worden, die amtliche Notierung sämtlicher Serien deutscher Reichsanleihen an der Londoner Börse zu erwirken, mit dem Erfolg, daß vom September desselben Jahres ab die Zulassung zur amtlichen Notierung angeordnet worden war. Durch diese Maßnahme und ihre frühzeitige Eskontierung wurde aber der Käuferpreis für deutsche Reichsfonds fast unvermittelt beträchtlich erweitert, und dies umsomehr, als die Kurse der englischen Konsols durch die Hausse am Londoner Markte bereits so stark in die Höhe getrieben worden waren, daß sie für den englischen Kapitalisten keinen Anreiz mehr boten.

3. Dazu kam noch als günstiges Moment für die Kurse der 3proz. Papiere die Erwartung der Konversion der höher verzinslichen Werte. Diese Erwartung war aber für die Reichsanleihe und die Preußischen Konsols um so berechtigter, als die günstige Marktlage von zahlreichen Schuldnern zu Konversionen von Anleihen mit geringerem inneren Werte ausgenutzt wurde, namentlich von Städten, Hypothekenbanken und Landschaften.

So kam es, daß sie im Juli 1895 Pari überschritten und im August mit 100,30 bzw. 100,40 ihren höchsten Stand erreichten. Das letzte Vierteljahr brachte dann, wie wir gesehen haben, mit dem beginnenden Wirtschaftsaufschwung eine empfindliche Geldknappheit, welche ein Anziehen des Diskonts und — allerdings nur vorübergehend — einen allgemeinen Kursrückgang im Gefolge führten. Unterstützt wurde diese Abwärtsbewegung durch die anscheinende Abneigung der Regierungen gegen die Konversion der höher verzinslichen Werte. So war im Dezember der Kurs zeitweise wieder auf 98,00 abgebröckelt, stand aber damit immer noch besser als im vergangenen Januar, wo die gemeinschaftliche 3proz. Anleihe des Reiches und Preußens den Tiefstand des Jahres mit 95,00 eingenommen hatte. Im Gegensatz hierzu hatten die 4proz. Papiere mit der wachsenden Aussicht ihrer Konvertierung und der zunehmenden

<sup>1</sup> Siehe u. a. Helfferich a. a. O.

<sup>2</sup> Der Reichsbankdiskont blieb bekanntlich vom 5. Februar 1894 bis zum November 1895 auf 3 Proz., während der Privatsatz der Bank und der Marktsatz noch weit niedriger standen.

Beliebtheit der 3proz. Fonds, welche in beträchtlicher Menge gegen 4proz. eingetauscht wurden, eine langsam weichende Bewegung angenommen, so daß die Kursdifferenz gegenüber den 3proz. Stücken, als diese ihren Kulminationspunkt erreichten, sich auf 5 Proz. vermindert hatte. Während des ganzen Jahres blieb der Kurs der 4proz. nur um 1 bis 2 Proz. über dem Kurs der  $3\frac{1}{2}$ proz. Anleihe.

Obwohl mit den leichteren Geldverhältnissen Anfang 1896 die 3proz. Konsols den Paristand wieder erreichten, blieb die Entscheidung über die Konversion noch bis gegen Ende des Jahres aus und rief eine fortgesetzte Unsicherheit im Rentenbesitzenden Publikum hervor. Die Finanzverwaltungen Preußens und des Reichs waren wohl durch die im zweiten Halbjahr 1895 sich fühlbar machende steigende Tendenz des Zinsfußes mit Bedenken erfüllt worden, ob die lange Zeit hinausgeschobene Konversion unter den veränderten Umständen angebracht sei. Die Besitzer der 4proz. Papiere gaben aber überwiegend der Konversionsbefürchtung nach, sodaß der bereits früher begonnene Umtausch dieser Stücke gegen 3proz. als eine Art freiwilliger Konversion seitens der Kapitalisten fort dauerte. Die Folge zeigte sich in einem weiteren Abbröckeln der Kurse der 4proz. Titres, namentlich in der zweiten Jahreshälfte, in welcher eine größere Geldknappheit kursmindernd hinzutrat, während die 3proz. Stücke ihre Kurse, abgesehen vom Herbst, wo 57 Mill. M. neuer Reichsanleihen behufs Realisierung laufender Kredite zur Ausgabe gelangten,<sup>1</sup> das ganze Jahr hindurch behaupten konnten. Was die  $3\frac{1}{2}$ proz. Papiere anlangt, so blieb auch für sie die Konvertierungsmöglichkeit nicht unerörtert und so sehen wir, daß sie sich, nachdem im März die Reichsanleihe mit 105,70, die preußische mit 105,60 ihren endgiltigen Höchststand erklommen hatten, dem allgemeinen Kursdruck nicht entgegenstemmen konnten und am Jahresende wenig über 103 notierten. Ihre Differenz gegenüber den 4proz. Werten kann für das letzte Vierteljahr fast als ausgeglichen gelten. Durch Gesetz vom 23. Dezember 1896 wurde endlich die Konversion von 3590 Mill. M. 4proz. Papiere in Preußen beschlossen. Die gesamte Konvertierung in  $3\frac{1}{2}$ proz. Titres erstreckte sich damals in Deutschland auf 5683 Mill. M.<sup>2</sup> Diese finanzpolitische Maßnahme brachte eine Bewegung zum Abschluß, welche seit 1871 fast ohne Unterbrechung angehalten hatte, die Herabsetzung des nominellen Zinsfußes von dem damals herrschenden Typus von

<sup>1</sup> „Frankf. Ztg.“ vom September 1896.

<sup>2</sup> Georg Schanz, Finanzarchiv 1897.

mindestens 5 Proz. bis zu der nunmehr maßgebenden Höhe von 3 Proz. Neben diesem 3proz., welcher von Pari nur wenig entfernt war und deshalb auch als effektiver Zinsfuß für jene Zeit angesprochen werden darf, stand jetzt nur noch ein 3 $\frac{1}{4}$ proz. Nominalzinsfuß, und auch dieser schien zeitweise von der drohenden Konvertierungsbewegung nicht mehr als geduldet.

Inzwischen aber hatte der kräftig einsetzende Wirtschaftsaufschwung durch Erhöhung des Leihpreises für Geldkapital einer weiteren Konvertierung den Boden entzogen und auch der Frage eine gewisse Berechtigung verliehen, ob die zuletzt vorgenommenen Konversionen nach den Umständen wirklich angebracht gewesen waren. Wenn auch nicht zu leugnen ist, daß die gesetzgeberischen Maßnahmen, insbesondere des Reichs und Preußens den raschem Wechsel unterliegenden Verhältnissen mit einiger Verspätung Rechnung getragen haben, so muß doch zugegeben werden, daß nach einem 25jährigen internationalen Sinken des Zinsfußes eine so bald und so kräftig einsetzende Aufwärtsbewegung nicht vorausgesehen werden konnte. Auch schien damals die Hoffnung nicht unbegründet, daß Deutschland von seiner nächsten Zukunft einen ebenso billigen Staatskredit erwarten dürfe, wie ihn England und Frankreich bereits seit längerer Zeit genossen.<sup>1</sup>

Nachdem aber im Jahre 1896 neben zahlreichen einzelstaatlichen Konversionen eine erhebliche Anzahl neuer Emissionen 3proz. Obligationen durch Oldenburg, Hessen, Baden, Bayern und Württemberg zu Kursen zwischen 98 und 98,90 ausgeführt worden waren,<sup>2</sup> trat der Umschwung ein.

1. Mit der aufsteigenden Konjunktur gingen die Kurse der Aktien in die Höhe und sanken notwendig die Kurse der festverzinslichen Werte. Der Leihwert des Geldes stieg und mit ihm wuchsen die Ansprüche der Kapitalisten an die Rentabilität ihres Besitzes. Den anlagesuchenden Kapitalien wurden neue gut rentierende Verwendungsmöglichkeiten im Uebermaße entgegengetragen; die Banken zahlten für einfache Depositen, bei denen der Kapitalist jedes Kursrisiko vermied, hohe Zinsvergütungen, wer sein Geld in Wechseln anlegte, erfreute sich des hohen Diskontes. Kein Wunder, daß derjenige, welcher neue festverzinsliche Schulden<sup>3</sup> aufnehmen wollte — die Staaten

<sup>1</sup> Die 3proz. französische Rente stand im Durchschnitt des Jahres 1897 auf 103,33, die 2 $\frac{3}{4}$ proz. englischen Konsols erreichten im selben Jahre sogar einen Durchschnittskurs von 112,40. Der Zinsfuß für Staatskredit in den Vereinigten Staaten, welcher kurz vor 1870 noch 7 Proz. betragen hatte, kann für 1895 bereits auf wenig mehr als 3 $\frac{1}{4}$  Proz. (effektiv) angegeben werden. (Siehe Diagramm 38.)

<sup>2</sup> Nach E. Kimmich, „Die Ursachen des niedrigen Kursstandes unserer Staatsanleihen.“ S. 180.

<sup>3</sup> Hier tritt also der (indirekte!) Zusammenhang zwischen der Steigerung des Anlage- und des Zinsfußes für kurzfristigen Kredit zu Tage. Es ist auf Grund unserer Kurstabellen nicht schwer, ähnlich wie wir die Jahr-

und Kommunen ebenso wie die Hypothekenbanken und die Industriegesellschaften — diese mit höheren Zinsen als bisher ausstatten mußten, wodurch natürlich auf die vorhandenen niedriger verzinslichen Werte ein weiterer Druck ausgeübt wurde. So erhöhte sich die Rentabilität auch der Anlagewerte durch die Entwertung des Kapitals, das sie repräsentierten, und dies dauerte so lange, bis mit dem Höhepunkt der Konjunktur zugleich auch der Tiefpunkt der Fondskurse erreicht war.

2. Auch wird man schwerlich irre gehen, wenn man die Abschaffung des Vorzugszinsfußes, welchen die Reichsbank bis zum 30. Juni 1897 den deutschen Reichs- und Staatspapieren bei der Lombardierung gewährt hatte, als Nachteil für die Kurse dieser Effekten auslegt.<sup>1</sup> Demgemäß sanken — in auffallendem Gegensatz zu den ausländischen Wertpapieren — im Laufe des Jahres 1897 die Kurse der deutschen Staatspapiere unaufhaltsam. Die 4proz., die Konversion erwartenden Anleihen des Reichs und Preußens, welche im Februar 104,70 notiert hatten, kamen im Dezember auf 102,70 an, die 3½proz. fielen in derselben Zeit von 104,50 auf 102,60 und die 3proz. gemeinschaftliche Anleihe von 99 auf 96,20.

3. Die Zinsfußschmälerung, welche durch Aufhebung des 4proz. Anlagezinsfußes für zahlreiche Kapitalisten drohte, unterstützte vielfach die erwachsende Neigung, das verfügbare Kapital in Industriewerten und in ausländischen höher verzinsten Rentenwerten anzulegen und führte so im letzten Ende zu einem empfindlichen Druck auf den Staatspapierkurs. Der Kursrückgang, welcher nun einmal eingesetzt hatte, kam daher so bald nicht zum Stehen. Wie wenig die 3proz. Anleihen beim Publikum Anklang fanden, zeigt die Tatsache, daß ein Konsortium, welches im Mai 1898 für 36 Mill. M. Konsols zum freihändigen Verkaufe übernommen hatte, nur einen Bruchteil davon bis zum Jahreswechsel absetzen konnte und, nachdem es große Kursverluste erlitten hatte, im folgenden Jahre 28 Mill. M. in 3½proz. Konsols umtauschen mußte.<sup>2</sup> Die steigende Geldnachfrage, die guten Erträge, welche die aufsteigende Industrie gewährte, und

weise sich wiederholenden Schwankungen des Diskonts aus der größeren oder geringeren Anspannung des Geldmarktes zu erklären vermochten, auch das Zusammentreffen sinkender Kurse mit steigendem Diskont und vorübergehend wieder steigender Kurse mit sinkendem Diskont nachzuweisen.

<sup>1</sup> Diese Maßregel hatte eine Einschränkung der immer mehr anwachsenden Lombardanlage der Reichsbank zum Ziel. In der Tat gelang es, bei gleichzeitigem enormem Anwachsen der Wechselanlagen die durchschnittliche Lombardanlage von 106 Mill. M. im Jahre 1906 auf 98,1 Mill. M. 1907 herunterzudrücken. Dieser Rückgang erstreckte sich aber im Wesentlichen auf die Reichs- und Staatspapiere, während er in den anderen Papieren fast gar nicht zum Ausdruck kam. Auf die heimischen Staatsfonds entfielen 1896 67,6 Proz. des Gesamtlombards, am 15. August 1907 beispielsweise nur noch 49,3 Proz.

<sup>2</sup> Frkf. Ztg. vom 26. Januar 1899.

nicht zuletzt die überhandnehmende Spekulation in riskanten Unternehmungen lenkten immer mehr Geld aus den sichersten Anlagen ab, ohne daß eine entsprechende Nachfrage die wankenden Kurse zu stützen suchte. So sehen wir beispielsweise, daß die  $3\frac{1}{2}$ proz. Standardpapiere im Dezember 1898 für 101,10 zu kaufen waren, während die 3proz. im Oktober sogar nur 92,50 notierten.

4. Bereits bei Gelegenheit der Darstellung der Diskontentwicklung haben wir gezeigt, daß sich durch das Verbot bzw. die Erschwerung des Terminhandels ein beträchtlicher Teil des Wertpapierumsatzes vom Termin- auf den Kassamarkt verzog und die Wirkung dieses Vorgangs in der Ausdehnung des weit größere Kapitalien erfordernden Kassa-Effektengeschäftes sichtbar wurde.<sup>1</sup> Die Ausdehnung des Kassa-Effektengeschäftes hatte aber außer der dort aufgeführten Wirkung — Geldmarktversteifung und Zinsfußspannung — noch eine andere nicht minder einschneidende Folge. Sie kam nämlich, da das Kassa-Effektengeschäft bei der Geringfügigkeit der Provisionssätze zu lohnendem Betriebe große Umsätze voraussetzt und aus diesem wie aus dem angeführten Grunde weit größere Kapitalien benötigt, in erster Linie den Großbanken zu gute,<sup>2</sup> bei denen sich das Kassageschäft auf Kosten der mittleren und kleineren Bankinstitute mehr und mehr konzentrierte, oder — um mit einem Schlagwort zu reden — das Geschäft wurde von der Börse in die Behrenstraße verlegt. Seinen Zweck, das Publikum vor der gefahrvollen Spekulation zu schützen, hat es aber damit keineswegs erfüllt. Im Gegenteil! Die Spekulation, von welcher sich manche Bevölkerungskreise nun einmal nicht abhalten lassen, hat eher noch zugenommen und ist bloß von den deutschen Börsen nach den ausländischen verdrängt worden. Welche neuen weit größeren Schäden diese Verlegung mit sich geführt hat, werden wir zu betrachten haben, wenn wir die Wirkungen der Krisen 1900 und von 1908 zur Darstellung bringen.

Doch bleiben wir bei der Verlegung des Marktes von der Börse in die Großbanken, welche nun selber Börsen geworden sind und einen ansehnlichen Teil der Aufträge in ihren Kontoren durch Kompensation zur Abwicklung bringen. Auf dem stark verödeten Kassamarkt der Börse wurden als Folge der Einengung des Spekulationsmarktes und des Zeithandels einerseits, andererseits infolge des häufigen Fehlens seiner Gegenpartei — wenn nicht große Kurs-Konzessionen eine solche anlockten — erhebliche Unregelmäßigkeiten der Preisbildung hervorgerufen. Es ist aber eine alte Erfahrung, daß mit der Ausdehnung des Marktes und der Vergrößerung des Interessentenkreises auf

<sup>1</sup> Vergl. oben S. 19.

<sup>2</sup> Rieser, Zur Entwicklungsgeschichte der deutschen Großbanken mit besonderer Rücksicht auf die Konzentrationsbestrebungen 1905.

demselben die Kursschwankungen in normalen Zeiten entsprechend geringeren Umfang annehmen. Ihren Grund hat diese Erscheinung in der Tatsache, daß jeder Käufer und jeder Verkäufer leichter seinen Partner findet und namentlich dem Verkäufer jederzeit solche Personen gegenüberstehen, welche das betreffende Effekt auf Zeit verkauft haben und nun die abgegebene Ware zu Deckungen benutzen. Anders beim Kassageschäft, wo die Gegenpartei mit ihrem Deckungsbedürfnis wegfällt. Es ergibt sich hieraus, daß die Kursschwankungen erheblich größer und unregelmäßiger sein müssen als beim Termingeschäft, und daß die Teilnehmer daran größere Risiken eingehen. Für das Publikum erweist sich daher das ausschließliche Engagieren im Kassageschäft insofern als gefahrvoll, als in kritischen Momenten die Lösung solcher Engagements wesentlich erschwert ist und ihm demzufolge weit größere Verluste drohen.<sup>1</sup> Noch eine andere Wirkung des Gesetzes richtete sich gegen die Kurse der festverzinslichen Werte und damit unserer Staatspapiere. Waren diese Effekten bis dahin vielfach durch die Kunden beim Bankier zwecks Aktienkaufs deponiert worden, so boten sie jetzt gegenüber dem Differenzeinwand keine Sicherheit mehr<sup>2</sup> und mußten, besonders in der Zeit, in welcher sich das Publikum mit größerer Vorliebe den Dividendenpapieren zuwandte, d. h. mit der Zunahme der Konjunktur, immer häufiger verkauft werden, um die Barzahlung der zu kaufenden Aktien leisten zu können.

5. Auch die Reichs-Stempelgesetzgebung darf nicht vergessen werden. Die Novelle vom 27. April 1894 hatte eine Verdoppelung, teilweise sogar eine Verdreifachung der Steuersätze gebracht. Nur Umsätze unter 600 M. Wert blieben steuerfrei, Report- und Deportgeschäfte wurden als einheitliche Geschäfte aufgefaßt.<sup>3</sup> Kein Wunder, daß die Umsätze beträchtlich zurückgingen, sodaß sogar die Steuer beispielsweise im Jahre 1896 nur 13,3 gegen 21 Mill. M. im Vorjahre abwarf.<sup>4</sup>

6. Im engsten Zusammenhang mit der Stempelgesetzgebung steht die gewaltige Zunahme des Pfandbriefabsatzes, in welchem

<sup>1</sup> Vergl. Jahresbericht der Aelt. d. Kaufm. v. Berlin.

<sup>2</sup> Diese Bestimmung wurde besonders gefährlich, als schlechtgläubige Schuldner sie benutzten, um sich, gestützt auf die im Widerspruch zur Theorie gehandhabte Rechtsprechung des Reichsgerichts ihren Verpflichtungen zu entziehen. Die Rechtsprechung des Reichsgerichts zum Börsenterminhandel und zum Differenzeinwand (1898—1903) ist dargestellt im Jahresbericht der Aelt. d. Kaufm. von Berlin, 1903, Bd. I, S. 277—285. Die Thronrede, mit der am 3. Dezember 1903 der Reichstag eröffnet wurde, erkannte an, daß sich „unter dem Schutze einzelner Vorschriften des Gesetzes Mißbräuche herausgebildet haben, die Treu und Glauben verletzen und hierdurch den volkswirtschaftlich berechtigten und notwendigen Börsenverkehr empfindlich schädigen“.

<sup>3</sup> Wie man diese Lücken ausgefüllt und das Gesetz „vervollkommnet“ hat, werden wir bei der Darstellung des Jahres 1900 sehen.

<sup>4</sup> Vergl. auch Tabelle 12.

Deutschland vor sämtlichen Staaten an der Spitze marschiert. In demselben Maße nämlich, in welchem die steuerpflichtigen Effektengeschäfte<sup>1</sup> an Umfang einbüßten, schwoll der kostenlose Bankbriefabsatz an — zum Nachteil unserer Staatsanleihen. Der Pfandbrief und nicht das Staatspapier wurde in Deutschland (anders in Frankreich) zum Rentenwert des kleinen und mittleren Anlegers.<sup>2</sup>

Erleichtert wurde ferner die Emission dieser Konkurrenzwerte dadurch, daß die Hypothekenbanken rascher als die Finanzverwaltungen ihre Ansprüche an den Geldmarkt der Marktlage anzupassen verstehen, daß sie, insbesondere in der Festsetzung des Zinsfußes und des Emissionskurses, leichter zu Zugeständnissen bereit sind, dem vermittelnden Bankier durch Ueberlassung eines verhältnismäßig weit größeren Zwischengewinnes und dem kleinen Käufer wegen zahlreicher ihm bei den Staatsanleihen nicht gewährten Vergünstigungen die Pfandbriefe vorteilhafter erscheinen lassen.<sup>3</sup> So kam es, daß Eberstadt<sup>4</sup> für Ende 1900 den gesamten Umlauf, einschließlich der genossenschaftlichen und landschaftlichen Pfandbriefe auf  $10\frac{1}{4}$  Mill. M. berechnen konnte. Im einzelnen müssen wir auf unsere Tabellen verweisen und auf die Darstellung des Pfandbrief- und Hypothekenzinsfußes.

7. Unter den Ursachen, welche eine Steigerung des Kurses unserer Anleihen, namentlich der 3proz. Reichsanleihe, in den Jahren 1894 bis 1896 hervorriefen, haben wir die Zulassung der Reichsanleihen zur amtlichen Notierung an der Londoner Börse aufgezählt. Durch diese Maßnahme war aber zugleich ein Keim zu dem nunmehr immer stärker in die Erscheinung tretenden Kursfall gelegt worden, indem unsere Staatsanleihen in eine starke und chronische Abhängigkeit vom englischen Kapitalmarkte gebracht worden waren. Solange in England Wechsel mit 2 Proz. diskontiert und unter der Nachwirkung der Baringkrise unbedingt sichere, wenn auch niedrig verzinsliche Werte bevorzugt wurden, vermochten unsere 3proz. Reichsanleihen bei steigenden Kursen die Kauflust des englischen Kapitalisten zu reizen. Als der wirtschaftliche Aufschwung und später der südafrikanische Krieg, welcher seine Schatten bereits einige Zeit vorauswarf, den englischen Kapitalien günstigere Anlagemöglichkeiten schufen, wurden die deutschen Staatspapiere mit gutem Gewinne abgestoßen. Da aber die englischen und auch Verkäufe des sonstigen ausländischen Kapitalistenpublikums (französischen) mit einem starken inländischen, durch die bereits aufgeführten Ursachen hervorgerufenen Besitzwechsel zusammentrafen, so war schließlich in

<sup>1</sup> Namentlich an den Provinzialbanken.

<sup>2</sup> Vergl. Tabelle 8 und 12.

<sup>3</sup> Näheres u. a. bei K. Kimmich, a. a. O.

<sup>4</sup> Rudolf Eberstadt, „Der deutsche Kapitalmarkt im Jahre 1900.“

den Jahren 1898 bis 1900 eine völlige Deroute unserer sichersten Staatspapiere die unausbleibliche Folge.

Wenn dagegen Eberstadt schreibt: „Wie zuvor die Aufwärtsbewegung, so vollzog sich jetzt die Gegenbewegung ganz unter dem Einfluß des Londoner Marktes,“ und Kimmich im Gegensatz dazu sich abmüht, jeden Einfluß des Auslandes auf unsere Staatsfondskurse abzustreiten, so fragen wir uns vergeblich nach dem Zweck dieses beiderseitigen Aufwands an unwissenschaftlichem Radikalismus. Warum soll nicht Vorliebe und Abneigung des englischen Publikums, das zeitweise einen sehr beträchtlichen Zuwachs des Käuferkreises lieferte und dann wieder durch sein Fernbleiben eine ebenso empfindliche Verringerung desselben herbeiführte, auf die Preistreiberei und auf die starke Baisse mitgewirkt haben können? Die Gründe, welche Eberstadt anführt, scheinen uns unbedingt für einen starken Einfluß des englischen Marktes zu sprechen, aber verkehrt wäre es, ihn für den einzigen zu halten. Gerade das Zusammentreffen zuerst so vieler für unsere Reichs- und Staatsanleihen günstiger, dann so vieler für sie ungünstiger Umstände ist es gewesen, welches die beunruhigende, durch eine Ursache allein gar nicht zu erklärende Wellenkurve in die Kursbewegung hineingetragen hat.

Noch eine andere wichtige Tatsache wird hier klar. War nämlich die abnorme Steigerung der Diskontsätze außer auf die inländische Entwicklung auf die zeitweise ungünstigen Devisenkurse und den vorübergehend drohenden, vorübergehend tatsächlich eintretenden Goldabfluß zurückzuführen, so unterlag in der gleichen Zeitperiode die Gestaltung des deutschen Staatspapierzinsfußes neben der gewaltigen Inanspruchnahme des Kredits seitens des Inlands ebenfalls zu einem nicht geringen Teile dem Einfluß des Auslandes. Daß dieser ausländische Einfluß im Resultat auch hier kein erfreulicher war, muß unbedingt zugegeben werden, und Eberstadt scheint uns daher durchaus Recht zu haben, wenn er die Mahnung ausspricht, aus der Kursbewegung der Jahre 1894 bis 1900 die Lehre zu ziehen, „daß der Zinsfuß der heimischen Anleihen nicht anders als durch das Inland bestimmt werden darf“, und daß der regierungsseitige Versuch, den Kurs der heimischen Staatsanleihen mit Hilfe der ausländischen Märkte zu steigern, als einer der schwersten finanzpolitischen Fehler betrachtet werden muß.

Unter diesen Gesichtspunkten müssen wir die Entwicklung unserer Staatsfondskurse während der Jahre 1897—1900 betrachten, wobei aber nicht vergessen werden darf, daß in Deutschland neben manchen anderen technischen Fehlern namentlich in der Behandlung der Frage der Häufigkeit und des Zeitpunktes der Emissionen schwer gestündigt worden ist. Bietet z. T. auch die bundesstaatliche Organisation des Reiches eine dauernde

Erschwerung unserer gesamten staatlichen Anleihepolitik, so hat doch die ganze Geschichtsperiode, welche wir zur Darstellung zu bringen haben, eine Kette von Beispielen geliefert, mit wie geringer Rücksicht auf den Markt und auf die anderen Kreditbedürftigen seitens unserer bureaukratisch geleiteten Finanzverwaltungen verfahren worden ist.

Als im Jahre 1898 der Kursfall der Anlagewerte ein energischeres Tempo einschlug, als sich die bekannte Regel wieder bestätigte, daß in der Zeit von Zinsfußspannungen die niedriger verzinslichen Effekten rascher als die höher verzinslichen dem Kursdrucke nachgeben, wurde allgemein das Verlangen des Publikums nach einem höheren nominellen Zinsfuße erkennbar. Nachdem zuerst die Hypothekenbanken für ihre Pfandbriefe und die industriellen Schuldner für ihre Obligationen auf den 4proz. Typus zurückgegriffen hatten, war der Uebergang zum  $3\frac{1}{2}$ proz. Nominalzinsfuße für die deutschen Staaten unumgänglich, während das Großherzogtum Hessen sogar zur Ausgabe von 4proz. Staatsobligationen genötigt war. Trotz der notorischen Uebersättigung des Marktes mit 3proz. Werten traten aber Ende Januar 1899, nachdem die Zeit des hohen Kursstandes 1894—1897 unbenutzt vorübergegangen war, die Reichs- und die preußische Regierung mit einer 3proz. Anleihe von zusammen 200 Mill. M. an den Markt. Bereits die Veröffentlichung des Prospektes der Anleihe hatte eine Senkung des Kurses der alten Anleihen von 93,30 am 30. Januar auf 92,80 am folgenden Tage zur Folge. Bei diesem selben Börsenkurse wurde am 9. Februar die Anleihe, welche vom Konsortium zum Preise von 91,36 übernommen worden war, zu 92 aufgelegt. Der Realzinsfuß, welchen die Regierungen zu bewilligen gezwungen waren, berechnet sich demnach auf 3,28 Proz., während noch wenige Jahre vorher die Staatsgläubiger mit einer um  $\frac{1}{4}$  Proz. geringeren Verzinsung zufrieden gewesen waren. Nun aber folgte ein wahrer Sturm auf den Kapitalmarkt. Wie wir bereits in unserer Entwicklungsgeschichte des Geldmarktes erwähnt haben, erreichten im Jahre 1899 die Emissionen festverzinslicher Werte die Höchstzahl. Von deutschen Einzelstaaten waren es die Hansastädte und Bayern, welche im März und April zu  $3\frac{1}{2}$  Proz. und zu Kursen zwischen 96,30 und 99,90 emittierten. Während nun der übersättigte Markt mit der Verdauung der gewaltigen Massen von Obligationen, die man ihm im ersten Halbjahr bei lebhaftester Spekulation in Dividendepapieren aufgenötigt hatte, vollauf beschäftigt war, traten im Juni fast gleichzeitig zwei Ereignisse ein, welche der erschütterten Gesundheit des Rentenmarktes einen neuen schweren Stoß versetzten. Am 12. Juni, noch bevor die einjährige Marktfreiheit abgelaufen war, schritt die Sächsische Finanzverwaltung zur Begebung einer 3proz. Anleihe in Höhe von 80 Mill. M. an ein Konsortium. Der Uebernahmepreis betrug nur 83,50

und differierte gegenüber dem gleichzeitigen Tageskurs um fast 4 Proz., während die Zeichnung am 22. Juni zu 85 stattfand. Am gleichen Tage wurden 21 $\frac{1}{2}$  Mill. M. 4proz. Hessischer Staatsobligationen, unkündbar bis 1909, zum Kurse von nur 101,90 zur Subskription aufgelegt. Die kursverheerende Wirkung dieser beiden Emissionen ist aus einer von Kimmich<sup>1</sup> angegebenen Tabelle zu ersehen.

	3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe	3 $\frac{1}{2}$ proz. Hessen	3proz. Konsols	3proz. Sächs. Rente
31. Mai	100,50	98,40	91,90	88,50
19. Juni	100,40	98,25	91,80	88,10
21. "	99,40	96,60	89,50	86,00
30. "	99,60	—	90,30	86,70

Wenn man nun berechnet, daß der Sächsische Staat für seine nominell 3proz. Anleihe 3,58 Proz. effektiv bewilligen mußte, und daß er andererseits bei Befolgung des durch andere Bundesstaaten gegebenen Beispiels für eine 3 $\frac{1}{2}$ proz. Anleihe und einen Uebnahmepreis von 95, den er wenige Monate früher noch hätte ausbedingen können, 3,68 Proz., also einen um  $\frac{1}{10}$  höheren Effektivzinsfuß hätte zur Anwendung bringen müssen, so scheint die geringe Zinersparnis des Sächsischen Staates in einem Mißverhältnis zu dem Schaden zu stehen, welcher durch diese amtliche Sparsamkeitspolitik vielen Rentenbesitzern nicht nur, sondern durch die dauernde Verschlechterung des Marktes auch zahlreichen Kreditbedürftigen, nicht zuletzt, wie wir bald sehen werden, dem Sächsischen Staate selbst erwachsen ist. Der Kursverlust, welchen die 3proz. Reichsanleihe im Laufe des Jahres 1899 erlitt, erreichte 6 Proz., während die 3 $\frac{1}{2}$ proz. um 5 Proz. sank, und noch immer war das Ende nicht vorauszusehen. Als im Frühjahr des Jahres 1900 die Aktienpekulation die tollsten Auswüchse zeitigte, lähmte die Erwartung einer neuen Reichs- und Konsolanleihe die Kauflust desjenigen Teils des Publikums, welcher für Rentenwerte noch Interesse hegte.<sup>2</sup> Dazu kamen noch die Emissionen von 140 Mill. M. bundesstaatlicher Anleihen in der Zeit vom März bis Mai, von welchen wir nur die letzterschienene, wieder eine 3proz. Sächsische Rentenanleihe in Höhe von über 50 Mill. M. erwähnen. Diese Anleihe, welche vom Konsortium zu 82,75 übernommen und am 7. Mai zu 83,75 zur Zeichnung aufgelegt wurde, brachte den Emittenten große Enttäuschungen und kam schließlich nach fortgesetztem Sinken Anfang September auf 81,70 an. So rächte sich die seit langem bewiesene geringe Rücksicht der Sächsischen Finanzverwaltung auf den Kapitalmarkt. Daß aber diese fortdauernden Beunruhigungen auch an den Kursen der

<sup>1</sup> A. a. O. S. 186.

<sup>2</sup> „Frankf. Ztg.“ vom Februar und März 1900.

Reichs- und Preußischen Anleihen nicht spurlos vorübergehen konnte, bedarf wohl nicht besonderer Betonung. Anfang Mai 1900 notierten schließlich:

3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe . . . . .	96,00
3 $\frac{1}{2}$ proz. Bayerische Staatsobligationen	93,50
3 $\frac{1}{2}$ proz. Hamburger Staatsrente . . . . .	94,10
3 proz. Reichsanleihe . . . . .	85,75
3 proz. Sächsische Staatsrente . . . . .	84,50

Als nun die Hochkonjunktur zusammenbrach, hätte man wohl annehmen sollen, daß einem raschen kräftigen Aufstieg der Staatspapierkurse kein Hindernis mehr im Wege stehe. Weit gefehlt! Die Hausse blieb aus, und statt dessen zeigt die Entwicklung in dem auf den Zusammenbruch folgenden Halbjahr das direkt entgegengesetzte Bild und zwar aus folgenden Gründen:<sup>1</sup>

Nachdem nämlich die Kurse der Dividendenpapiere im April ihr Maximum erreicht hatten, sanken sie sprunghaft und unter so heftiger Erschütterung des ganzen Marktes, daß sie in ihren Kurssturz, welcher im Juni und September einen panikartigen Charakter annahm, die festverzinslichen Werte, die vielfach zur Abwicklung der Engagements veräußert werden mußten, hineinzogen. Ferner waren während der verschiedenen Phasen der Liquidation, vor allem in den Sommermonaten, vorübergehende Geldspannungen den Kursen der Staatspapiere nachteilig und setzten ein bis Oktober dauerndes, regellos erscheinendes Steigen und Fallen ihrer Kurse in Szene. Dieser Monat brachte endlich den Tiefstand der Kurse wie der Dividenden-, so auch der Rentenpapiere.

Für die Kurse unserer Standardpapiere traf er auf den 1. Oktober 1900. Zur Illustrierung des Unterschiedes stellen wir die Höchstkurse gegenüber, welche in den Jahren 1895 und 1896 in Berlin erreicht worden waren:

	Kurse am 1. Okt. 1900	Kurse 1895/96	Kursverlust
3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanl.	92,75	105,70 (III. 96)	12,95
3 $\frac{1}{2}$ proz. Konsols	92,60	105,60 (III. 96)	13,00
3 proz. „	84,80	100,40 (VIII. 95)	15,60
3 proz. Reichsschatzanw.	84,90	99,90	15,00

Die Realverzinsung betrug demnach:

	am 1. Okt. 1900	1895/96	Rentabilitäts- steigerung
3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe	3,774	3,311	0,463
3 $\frac{1}{2}$ proz. Konsols	3,780	3,314	0,466
3 proz. „	3,538	2,988	0,550
3 proz. Reichsschatzanw.	3,534	3,003	0,531

<sup>1</sup> Einige andere retardierende Momente werden wir später noch kennen lernen.

Während demnach die  $3\frac{1}{2}$  proz. Papiere mit einer Einbuße von 13 Proz. abschlossen, erlitten die 3proz. aus den uns bekannten Ursachen sogar einen Verlust von 15 bis  $15\frac{1}{2}$  Proz. Die Realverzinsung, welche bei der 3proz. Reichsanleihe und den 3proz. Preußischen Konsols nicht mehr 3 Proz. erbracht hatte, überschritt nunmehr  $3\frac{1}{2}$  Proz. und bei den übrigen Fonds zeigten sich ähnliche Zinsfußsteigerungen, sodaß allgemein auf eine  $\frac{1}{2}$  proz. Steigerung des effektiven Zinsfußes unserer wichtigsten Staatsanleihen geschlossen werden darf. Noch größer erscheint aber der Unterschied dann, wenn wir betrachten, zu welchen Bedingungen die kreditbedürftigen Staaten ihre Darlehen aufnehmen mußten. Konnte das Reich 1895/96 noch zu einem Effektivzinsfuß von etwa 3 Proz. Schulden kontrahieren, so ist er für Herbst 1900 auf 4 Proz. anzunehmen, wie die 4proz. Schatzscheinanleihe, welche zu Pari und gegen eine Provision von  $\frac{3}{4}$  Proz. abgegeben werden mußte, beweist. Die Kurse der übrigen deutschen Staatsanleihen<sup>1</sup> zeigen von denjenigen der aufgeführten Standardpapiere keine nennenswerten Abweichungen; sind doch die Faktoren, nach welchen sich der Staatskredit bemißt, bei dem Deutschen Reich und seinen Gliedstaaten ungefähr von gleicher Stärke. Verschieden ist im Grunde nur die Ausdehnung des für die Staatsfondspapiere vorhandenen Marktes, und hierin darf der stichhaltigste Grund für die gleichzeitigen Kursdifferenzen mancher sonst gleichgearteter Anleihen gesucht werden.<sup>2</sup> Bei den Hessischen Staatsanleihen und der Sächsischen Staatsrente mag allerdings als Ursache für den zeitweilig besonders niedrigen Kursstand die verhältnismäßig höhere Verschuldung dieser Staaten hinzutreten, ebenso wie für die Elsaß-Lothringische Rente die besonders geringe Verschuldung des Landes kurssteigernde Wirkung ausgeübt haben wird. Auch der Umstand, daß der größte Teil der reichsländischen Schuld in Beamtenkautionen festgelegt ist,<sup>3</sup> dürfte in gleicher Richtung wirksam sein. Der Hauptgrund aber muß in der ausgezeichneten Klassierung und in dem Vergleich der Kurse mit der französischen Rente erblickt werden — im Gegensatz zu den übrigen deutschen Staatsfonds, welche

<sup>1</sup> Die Kurszettel unserer Börsen weisen immer noch etwa 50 Typen deutscher Staatsfonds auf.

<sup>2</sup> Näheres bei K. Kimmich a. a. O., Seite 23 ff.

<sup>3</sup> Hier sprechen die landesgesetzlichen Vorschriften über die Anlagemöglichkeiten von Mündelgeldern mit, welche, wie wir bereits an dieser Stelle vorausschicken möchten, nach Art. 212 E. G. B. G. B. auch weiterhin in Kraft blieben. Die mündelsicheren Anlagearten, welche in Deutschland im allgemeinen außerordentlich zahlreich sind, sind in Elsaß-Lothringen als einem Teil des ehemals französischen Rechtsgebietes wie heute noch in Frankreich und übrigens auch in England verhältnismäßig beschränkt. Dazu kommt noch, daß in jenen Ländern und ebenso im Reichsland die Nachfrage nach mündelsicheren Werten an sich bereits einen größeren Umfang besitzt als gemeinhin im Deutschen Reiche.

gewohntermaßen mit den Kursen der weit niedriger notierenden 3proz. Reichsanleihe in Beziehung gesetzt werden. Ihre höchsten Notierungen am Monatsultimo hatten die 4proz. Bayerischen Obligationen mit 107,20 im Mai 1895, die Württembergischen von 1885 und 1887 mit 106,20 im Januar 1895 und die Badischen mit 106 im Februar desselben Jahres. Diese Papiere, welche bald darauf der Konversion in  $3\frac{1}{2}$ proz. Effekten anheimgefallen waren (die Bayerischen durch Gesetz vom 17. Juni 1896, die Württembergischen durch Gesetz vom 20. Dezember 1896 und die Badischen durch Gesetz vom 24. Januar 1897), notierten am 1. Oktober 1900:

Bayerische	92,10
Württembergische	93,30
Badische	92,70.

## 2. Die Zeit von Herbst 1900 bis Frühjahr 1903.

### 1900.

Nachdem die Rentenwerte im Herbst 1900 ihren Tiefstand erreicht hatten, kam ihnen zunächst die Schonung zugute, welche das Reich durch Begebung seiner Schatzanleihe am Markt von New-York dem stark erschütterten Kapitalmarkte gewährte, und im Dezember endlich der Umstand, daß das Publikum infolge des Spielhagen-Kraches einen Teil seines Besitzes an Hypothekenpfandbriefen realisierte und sich bei neuen Anlagen mit Vorliebe den Staatsanleihen zuwandte.

Infolgedessen vermochte sich die  $3\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe von ihrem am 1. Oktober erreichten Tiefstand von 92,80 und die 3proz. Preussischen Konsols von 84,80 wieder soweit zu erholen, daß sie am Jahresschluß auf 97,10 bzw. 88,00 standen und demnach gegen die Notierung von Ende Dezember 1899 kaum nennenswert zurückblieben.

Wahrscheinlich wäre aber der Umschwung noch früher und kräftiger eingetreten, wenn nicht

1. wie wir beim Ende der Zinsfußperiode 1894 bis 1900 bemerkten, die Liquidation mit ihren heftigen Markterschütterungen in entgegengesetzter Richtung wirksam geworden wäre;

2. der Börsenstempel, der erst 1894 bedeutend erhöht worden war, durch Gesetz vom 14. Juni 1900 auch auf kleine Umsätze von jedem Betrage ausgedehnt worden wäre und für Aktien und gewisse Obligationen wiederum eine Erhöhung erfahren hätte. Jeder Kauf und Verkauf wurde nunmehr steuerpflichtig und Kompensation von Kauf- und Verkaufaufträgen

fortan nicht mehr zulässig. Damit wurden aber die spekulativen, die geringsten Kursunterschiede ausnutzenden Transaktionen sowie die Rolle der Kulisse noch mehr als seither eingeschränkt, die Kursschwankungen größer. Die Steuer lief also auf eine Verengung des ohnedies schon kleinen Kreises der Staatspapierkäufer hinaus;

3. die Pfandbriefanstalten die Kurse ihrer 4proz. Pfandbriefe, welche fortwährend zurückströmten, so erheblich reduziert hätten, daß es ihnen gelang, den weiteren Rückfluß aufzuhalten und so den Kapitalisten eine Verzinsung von über 4 Proz. aus Werten geboten hätten, welche bis zum Zusammenbruch der Preußischen Hypotheken-Aktienbank und der Deutschen Grundschuldbank (in der zweiten Hälfte des Oktober 1900) durchweg als erstklassig angesehen wurden. Erst als im Dezember die Pommersche und die Mecklenburg-Strelitzsche Hypothekenbank den Rückkauf ihrer Pfandbriefe einstellten und eine von diesen Banken sich zu der zwar grundlosen, aber trotzdem alarmierenden Prophezeiung verstieg, daß in wenigen Tagen keine einzige Norddeutsche Hypothekenbank im Stande sein werde, die Notierung ihrer Pfandbriefe aufrecht zu erhalten, da überschwemmte eine Flut von Pfandbriefen aller Banken (ohne Rücksicht auf die sehr verschiedene Sicherheit derselben)<sup>1</sup> den Wertpapiermarkt und brachte den Staatspapieren jene günstige Strömung, welche bis dahin nicht hatte kommen wollen;

4. die Städte nicht in noch höherem Maße als im Vorjahre ihre Anleihen mit 4 Proz. ausgestattet und diese größtenteils unter Pari emittiert hätten.<sup>2</sup>

### 1901.

Die Geldflüssigkeit des Jahresanfangs wurde alsbald von den Einzelstaaten<sup>3</sup> durch Emissionen in Höhe von 250 Mill. M. ausgenutzt, während sich das Reich, welches seit Anfang November mit einer größeren Anleihe auf dem Markte erwartet

<sup>1</sup> Vergl. u. a. Jahresbericht der Hypothekenbank in Hamburg 1900 und 1901.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle 39.

<sup>3</sup> 8. Jan. 1901 Baden	zu 100,25	25 Mill. M.	4proz. Staatsanl.
11. Jan. 1901 Hessen	zu 93,00	15 Mill. M.	3½proz. Staatsanl.
14. Jan. 1901 Bayern	zu 100,50	100 Mill. M.	4proz. Staatsanl.
22. Jan. 1901 Sachsen	zu 83,60	40 Mill. M.	3proz. Staatsanl.
15. Febr. 1901 Württemberg	zu 94,75	19 Mill. M.	3½proz. Staatsanl.

Dazu kamen noch über 50 Mill. M. anderweitig veräußerter Staatsanleihen. (Vergl. K. Kimmich a. a. O. und „Frankf. Ztg.“) Der zitierte Denkschriftenband enthält in Tabelle IV B 10 völlig falsche Angaben. Auch an zahlreichen anderen Stellen hat sich diese vom Kaiserl. Statist. Amt aufgestellte Tabelle als unzuverlässig erwiesen.

wurde, bis Anfang April mit Diskontieren von Schatzscheinen bei der Reichsbank behelf. Als dann endlich am 3. April die Subskription auf 300 Mill. M. 3proz. Reichsanleihe zum Kurse von  $87\frac{1}{2}$  stattfand — das Uebernahmekonsortium zahlte 86,80 bei einem gleichzeitigen Tageskurs von 85,80 — war die Emission trotz sehr reger Beteiligung des Auslands von einer empfindlichen Versteifung des Geldmarkts begleitet (siehe Tabelle 1) und nicht nur dies — die Kurse der neuen Anleihe fielen am Tage nach Bekanntwerden der Zuteilung und vermochten sich nur mit Mühe über dem Emissionskurs zu halten. Aus folgenden Gründen:

1. Im April strömten durch Abgabe von Konzert- und mit der Zuteilung unzufriedenen Zeichnern — die  $15\frac{1}{2}$ fache Ueberzeichnung hatte die Zuteilung außerordentlich erschwert — zahlreiche Stücke an den Markt zurück. Interventionen des Konsortiums waren dagegen nicht fühlbar.

2. In der zweiten Hälfte des Mai verursachte die durch den südafrikanischen Krieg hervorgerufene Geldknappheit ein starkes Abstoßen deutscher Anleihen vom englischen an den deutschen Markt. Im Verein mit starken Verkaufsaufträgen des Inlands, welche den vertrauenserschütternden Ereignissen an den deutschen Märkten im Juni folgten,<sup>1</sup> bedeuteten die ausländischen Rückflüsse starke Hemmungen eines gesunden Kursaufschwungs.

Als nun aber die Erkenntnis durchbrach, daß die Staatsfonds in jenen unsicheren Zeiten die zuverlässigste Versicherung gegen größere Verluste böten, wurde das schwimmende Material rasch aufgekauft. Das Mißtrauen selbst in gut geleitete Banken erreichte dagegen einen derartigen Grad, daß zahlreiche Bankeinlagen gekündigt wurden und die geretteten Beträge in sicheren Effekten Anlage suchten. Die Nachfrage war so groß, daß namentlich um die Mitte des Jahres die Kurse sprunghaft in die Höhe getrieben wurden und selbst zahlreiche Kommunalanleihen leichten Absatz fanden. Die 3proz. Reichsanleihe schnellte ihre Kurse von 88,10 Ende Mai auf 90,50 Ende Juni und 92,40 Anfang August (höchster Kurs des Jahres; niedrigster Anfang Januar mit 86,25) in die Höhe.

Nun aber kam ein neuer, wenn auch vorübergehender Rückschlag. Die Erwartung neuer Anleihen des Reichs und Preußens welche im August und den folgenden Monaten Börse und Publikum beunruhigte und durch starkes Anwachsen der Schatzscheine genährt wurde, wird von Kimmich a. a. O. Seite 285 für diesen Rückgang verantwortlich gemacht. Wir glauben aber diesen sonst kaum erklärlichen Vorgang, welcher in der kurzen Zeit von August bis Oktober die  $3\frac{1}{2}$ proz. Staatspapiere

<sup>1</sup> Im Mai Zusammenbruch der Mecklenburg-Strelitzschen und der Pommerschen Hypothekenbank, im Juni der Leipziger Bank und der Dresdner Kreditanstalt usw. mit nachfolgender schwerer Erschütterung des Geldmarktes.

um etwa  $1\frac{1}{2}$ , die 3proz. sogar um  $3\%$  zurückwarf, überwiegend auf Massenverkäufe zurückführen zu können, welche gerade damals zum Zweck der Sanierung von Bank- und anderen Unternehmungen unvermeidlich wurden.<sup>1</sup> Unterstützt wird unsere Annahme durch die Tatsache, daß im letzten Quartal wieder eine Erholung eintrat, während das Gespenst einer neuen Reichsanleihe immer näher rückte. Immerhin konnte daher dieses Jahr mit einer Kursbesserung fast sämtlicher Staatsfonds abgeschlossen werden. Es notierten an der Frankfurter Börse:

		1901			
		ult. Jan.	ult. Juni	ult. Juli	ult. Dez.
$3\frac{1}{2}\%$	Reichsanleihe	97,60	100,30	101,20	100,70
$3\frac{1}{2}\%$	Bayrische	94,20	98,60	99,70	99,70
$3\frac{1}{2}\%$	Württembergische	95,50	97,25	98,70	99,40
$3\%$	Reichsanleihe	87,90	89,75	91,20	90,50
$3\%$	Preuß. Konsols	87,80	89,60	91,70	90,20
$3\%$	Sachs. Rente	84,50	87,75	89,60	88,50
$3\%$	Württ. Anleihe	85,25	87,50	88,60	89,00
$3\%$	Els. Lothr. Rente	91,00	90,40	90,50	91,00
$4\%$	Hessische Anleihe	100,90	104,70	103,20	104,10

Bemerkenswert ist hierbei außer dem bereits Gesagten, daß die Bayerische Anleihe  $5\frac{1}{2}$  Proz., die Württembergische Anleihe in ununterbrochenem Steigen beinahe 4 Proz. im Kurse gewinnen und die 3proz. Elsaß-Lothringische Rente im Vergleich zu den übrigen 3proz. Effekten, namentlich der Sächsischen Rente, welche zeitweise nur auf 82,70 stand, während des ganzen Jahres einen auffallend hohen Kurs behaupten konnte.

## 1902.

Das Jahr 1902 wurde unter Benutzung der Geschäftsstille in Handel und Industrie wiederum eingeleitet durch einen Sturm der kreditbedürftigen Staaten auf den geldflüssigen Markt. Diesmal gewann aber das Reich mit Preußen den Vorsprung. Am 22. Januar legte das Konsortium 115 Mill. M Reichsanleihe und 185 Mill. M. preußische Anleihe, beide zu 3 Proz. zur Zeichnung auf. Der Uebernahmepreis betrug 89,20, der Subskriptionskurs 89,80, der Kurs der Reichsanleihe am 16. Januar, d. h. am Tage vor der Veröffentlichung des Prospektes 90 30. Eine rege Zeichnungsbeteiligung, auch des Auslandes, führte zur 44fachen Ueberzeichnung der Konsol- und zum 61fachen Angebot auf die Reichsanleihe — der höchsten Zeichnung auf eine deutsche Anleihe. Der außerordentlichen Geldflüssigkeit,

<sup>1</sup> Diese Ansicht ist auch im Jahresbericht der Hypothekenbank in Hamburg 1901 vertreten.

verbunden mit einer gewandten Vorbereitung und Durchführung dieser Emission war es zu danken, daß diese Anleihen nicht nur ein ausgezeichnetes Unterkommen fanden, sondern daß sogar der für Reichsanleihen ganz außergewöhnliche Fall einer Hausse in unmittelbarem Anschluß an die Emission eintrat. Die Aufwärtsbewegung fand am 26. Februar mit 92,80 ihren vorläufigen Abschluß. Die Gründe dafür waren:

1. Verschiedene Anzeichen deuteten auf einen weiteren großen Kapitalbedarf des Reiches hin und ließen den Markt nicht zur Ruhe kommen.

2. Den Reichs- und Preußischen Anleihen folgten auf dem Fuße die Anleihen von 6 Bundesstaaten in Höhe von 245 Mill. M. Die Gesamtemission von deutschen Staatsfonds erreichte damit wieder wie im Vorjahre in dem ersten Jahresdrittel nicht weniger als etwa 550 Mill. M. (Nennwert). Dazu gesellten sich ein wieder zunehmender Pfandbriefumlauf, zahlreiche Obligationen industrieller Gesellschaften und andere Werte. Eine am 28. Mai mit einem Kurs von 90,60 zur Zeichnung aufgelegte 3proz. Sächsische Rente (das Konsortium gewährte 90,10) war bereits schwieriger unterzubringen und erschwerte die Klassierung der vorhergehenden Emissionen, mit welchen der Bedarf des Marktes genügend gedeckt gewesen war.

3. Der englische Markt, welcher unter chronischem Kapitalmangel litt und dabei durch Ausgabe großer Konsolanleihen weiter gedrückt wurde, stieß wiederholt im Jahre große Beträge deutscher Anleihen ab, namentlich im ersten Vierteljahr.

4. Eine preußische Eisenbahnverstaatlichungsaktion veranlaßte Ende Oktober und noch lange nachher zahlreiche Besitzer, welche mit dem Umtausch der Aktien in die geringer rentierenden Konsols nicht einverstanden waren, zu Verkäufen.

Die Folge dieser repräsentierenden Elemente war, daß die 3proz. Werte, welche davon besonders betroffen wurden, nur mit einer geringen Kursbesserung das Jahr verließen, während die gutklassierten 3 $\frac{1}{2}$  und 4proz. Staatspapiere, welche keinen oder nur geringen Zuwachs erfuhren, besser abschnitten:

	ult. Dezbr. 1901	ult. Dezbr. 1902
3proz. Reichsanleihe	90,50	91,80
3 $\frac{1}{2}$ " " "	100,70	102,70

### 1903.

Die Geldflüssigkeit, welche wieder die beiden ersten Monate des Jahres 1903 ausfüllte — der Privatdiskont sank im Januar durchschnittlich auf 2,26, im Februar auf 1,90 —, schuf ähnliche Voraussetzungen für Kursbesserungen, wie im ver-

gangenen Jahre. In diesen beiden Monaten, welche auch den 3proz. Werten sehr günstig waren, erreichten die meisten Anleihen ihren besten Kursstand. Die später wieder zunehmenden kursstörenden Momente, welche größtenteils mit der veränderten Konjunktur im Zusammenhang standen, dürften uns die Berechtigung erteilen, die auf das Kursmaximum folgende Zeit als eine neue Zinsfußepoche getrennt zu behandeln. Wir schließen daher diesen Abschnitt unter Anfügung einiger interessanter Notierungen und Berechnungen:

	ult. Dez. 01	ult. Juni 02	ult. Dez. 02	ult. Febr. 03
3 $\frac{1}{2}$ % deutsche Reichsanl.	100,70	101,90	102,70	103,00
3 $\frac{1}{2}$ % Bayer. Staatsanl.	99,70	100,30	100,90	101,80
3 $\frac{1}{2}$ % Württemb. Anleihe	99,40	100,00	100,60	101,70
				ult. Jan. 03
3 $\frac{1}{2}$ % Badische „	99,00	100,20	100,50	101,10
3 % Preuß. Konsols	90,20	92,20	91,70	93,20
3 % Sächs. Rente	88,50	90,60	89,50	91,40
3 % Württemb. Anleihe	89,00	—, —	90,20	92,40
				ult. Jan. 03
3 % Elsaß-Lothr. „	91,00	94,00	96,50	97,20
4 % Bayer. Ablösungsrte.	102,50	102,80	102,80	105,30
4 % Hess. Staatsanleihe	104,10	101,70	103,10	105,90

Im Ganzen hat die Epoche Herbst 1900 bis Frühjahr 1903 den Kursrückgang der vorhergehenden Hochkonjunkturperiode nicht gutzumachen vermocht; immerhin sind die Kurssteigerungen doch so beträchtlich gewesen, daß der effektive Zinsfuß eine erhebliche Abnahme gegenüber dem hohen Stande des Jahres 1900 erlitt. Wir verzeichnen den Unterschied einiger wichtigen Werte:

	3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe	3proz. Preuß. Konsols	3proz. Reichsschatzanw.
Realverzinsung des niedrigsten Kurses 1900 . . .	3,774	3,538	3,534
des höchsten Kurses 1902 bzw. 1903 . . .	3,388	3,215	3,209
Rentabilitätsverringerng	0,386	0,323	0,325

Die Reduktion des effektiven Zinsfußes läßt sich hiernach auf  $\frac{1}{3}$  Proz. angeben, während die Steigerung in der vorigen Epoche  $\frac{1}{2}$  Proz. betragen hatte. Man kann somit für unsere sichersten Staatsfonds im Gegensatz zum Herbst 1900, für den wir zeitweise einen Effektivzinsfuß von 4 Proz. ermittelt hatten, für Anfang 1903 einen Zinsfuß von 3 $\frac{1}{2}$  Proz. annehmen. Die zahlreichen mit einer Verzinsung von 3 und 3 $\frac{1}{2}$  Proz. ausgestatteten Neuemissionen von Staatspapieren bestätigen diese Annahme, wenn man bedenkt, daß die 3 $\frac{1}{2}$ proz. Papiere einige Prozent über Pari notierten, und daß in Deutschland die Anwendung des 3 $\frac{1}{4}$ proz. Typus, welcher damals dem effektiven

Zinssätze wohl am nächsten gekommen wäre, bei Staatsanleihen nicht üblich ist. Vorgreifend führen wir als Beispiel an, daß die 3proz. Reichsanleihe, welche im April, nachdem bereits ein kleiner Kursfall eingetreten war, aufgelegt wurde, vom Konsortium zu 91,40 übernommen wurde und demnach eine Verzinsung von 3,282 Proz. abwarf.

### 3. Die Zeit von Frühjahr 1903 bis Herbst 1907.

In der Darstellung der Diskontbewegung haben wir gesehen, daß der Beginn des steigenden Zinsfußes in die letzten Monate des Jahres 1902 zu setzen ist. Dagegen hat uns die geschilderte Entwicklung des Wertpapierzinsfußes gezeigt, daß die Kurse erst im Anfang des Jahres 1903 ihren Höchststand erreichten. Dieses Divergieren der verschiedenen Zinsfüße haben wir auch bereits 1895/96 und im Verlaufe des Krisenjahres 1900 beobachtet und bei diesen Gelegenheiten zu erklären versucht.

1. Im Folgenden werden wir sehen, wie die steigende Konjunktur den Zinsfuß der festverzinslichen Werte wieder in die Höhe treibt, indem sie die Kurse derselben drückt. Unter Hinweis auf die Entwicklung der Jahre 1895—1900 glauben wir uns darauf beschränken zu dürfen, den Zusammenhang zwischen Konjunktur und Kursstand durch folgende Stichworte abkürzend zu vermerken:<sup>1</sup> Steigende Konjunktur, zunehmender Kapitalbedarf der Industrie und des Handels und bessere Rentabilität der Dividendenpapiere, bei wachsender Nachfrage nach Hypothekengeldern auch seitens der Landwirtschaft, Abfluß von Kapital aus den festverzinslichen in die Dividendenwerte, Druck auf die Kurse der Staatspapiere und gleichbedeutend damit steigender Zinsfuß.

2. Unterstützt wurde die kursmindernde Bewegung überdies durch eine starke Zentralisierung des Bankwesens, welche namentlich durch das die kleinen Banken besonders schwer treffende Börsengesetz gefördert wurde. In der Begründung zum Gesetzentwurf betreffend Erhöhung des Grundkapitals der Seehandlung<sup>2</sup> wurden dieser volkswirtschaftliche Vorgang und seine schädigenden Folgen zugestanden: „Auch die fortgesetzt starke Zentralisierung des Bankwesens und der Bankgeschäfte in den großen Privatbanken wirkt mittelbar nachteilig auf die Kursentwicklung ein, da sie die Börse als den hier selbsttätig wirkenden Regulator geschwächt hat. Jede

<sup>1</sup> Vergl. oben Seite 80 ff.

<sup>2</sup> Drucksache des Hauses der Preußischen Abgeordneten 1904, Nr. 25<sup>3</sup>, Seite 10.

dieser Großbanken ist eine Börse in sich; während früher die An- und Verkaufsaufträge des Publikums einer großen Zahl verschiedener Börseninteressenten zugingen und ihre direkte Erledigung an der Börse die Sicherheit gewährte, daß dort regelmäßig ein größerer Kreis von Käufern vertreten war, strömt jetzt ein großer Teil dieser Aufträge bei den Großbanken zusammen und findet dort durch Kompensation seine Erledigung, während nur die Aufnahme oder Hergabe der nicht ausgeglichenen Beträge die Börse beschäftigt. Der Kreis der Interessenten an der Börse hat sich dadurch stark verringert: auch in völlig normalen Zeiten wirken jetzt oft schon sehr mäßige Beträge, die an den Markt kommen, kursdrückend, weil zufällig kein Käufer im Markt ist, und die willkürliche Einwirkung auf den Kurs der Staatsanleihen bedarf meist keiner großen Mittel, um ihres Erfolges gewiß zu sein.<sup>1</sup>

3. Daneben kann für den Rückgang der Kurse unserer sichersten 3proz. Staatsrenten auch wohl die Uebersättigung des Marktes mit 3proz. Papieren verantwortlich gemacht werden, sowie die höhere Verzinsung, welche die Kommunen und einige andere Kreditbedürftige ihren ebenfalls sicheren Anleihen gegeben haben. Es sei hier nur erwähnt, daß seit dem Jahre 1890, in welchem der 3proz. Staatsanleihentypus erstmals von der Reichsfinanzverwaltung angewandt wurde, bis zum Jahre 1903 neun Emissionen von Preußischen und Reichsanleihen, sämtlich zu 3 $\frac{0}{10}$  verzinslich, zu einem Nennwert von 2251,91 Mill., also 2 $\frac{1}{4}$  Milliarden M., stattfanden, wovon auf das Reich 1431,23, auf Preußen 820 Mill. M. entfielen. Außerdem sei an die gelegentlich der Ostasiatischen Expedition begebenen 4proz. Schatzanweisungen in Höhe von 80 Mill. M. erinnert. Zu diesen zehn Emissionen im Nennwert von 2655 Mill. M. kommen aber noch beträchtliche Summen von anderweitig veräußerten Reichs- und Staatsanleihen, welche teils freihändig verkauft, teils gegen Eisenbahn-papiere umgetauscht, an öffentliche Anstalten, Invalidenfonds usw. verabfolgt wurden. Im ganzen berechnet Ludwig Delbrück<sup>2</sup> an solchen „anderweitig verkauften“ Anleihen 1617 Mill. M. und eine Zunahme von 4 $\frac{1}{4}$  Milliarden M. in 14 Etats-jahren, wovon auf das Reich 2, auf Preußen 2 $\frac{1}{4}$  Milliarden entfallen.

	Deutsche Reichsschuld	Preußische Staatsschuld
1. April 1890	1117,981 800 M.	4775,853 460 M.
1. April 1904	3103,500 000 M.	7035,046 443 M.
	<u>1985,581 200 M.</u>	<u>2259,192 983 M.</u>
	(zusammen 4244,711 183 M.)	

<sup>1</sup> Ferner Hermann Schumacher, die Ursachen und Wirkungen der Konzentration im deutschen Bankwesen (Schmollers Jahrbuch 1906 S. 918 ff) und Rießler a. a. O.

<sup>2</sup> Reichs- und Staatsanleihen (Preußische Jahrbücher, 116. Bd. 1904.)

Der Umlauf an Staatspapieren des Reichs und Preußens erfuhr demnach eine jährliche Vermehrung um etwas über 300 Mill. M. und besteht nach den Etats von 1904 aus:

	Reichsanleihen	Konsols
3proz.	1783,5 Mill. M.	1412,1 Mill. M.
3 $\frac{1}{2}$ proz.	1240,0 Mill. M.	5498,5 Mill. M.

also im ganzen 3196 Mill. 3proz. und 6739 Mill. M. 3 $\frac{1}{2}$ proz. Anleihen, ferner 80 Mill. 4proz. Reichsschatzanweisungen, 112,2 Mill. M. Preußischer Eisenbahnpapiere, 3,3 Mill. M. ehemalig Hannoverscher Schulden.

Die Gesamtsumme der deutschen und preußischen fundierten Schulden verhielt sich zu den Anleihen der übrigen deutschen Staaten nach den Voranschlägen im Jahre 1902 folgendermaßen:

	Fundierte Schuld	Verzinsung
Deutsches Reich	2733,5 Mill. M.	89 Mill. M.
Preußen	6720,8	235,6
Einzelstaaten außer Preußen	4525,6	151,9
Reich und Einzelstaaten	13979,9 Mill. M.	476,5 Mill. M.

	Schulden	Verzinsung
Reich	3103,5 Mill. M.	105,3 Mill. M.
Preußen	7035,0	242,3

Demnach entfielen auf das Reich und Preußen über zwei Drittel der gesamten deutschen Staatsschulden. Diese Berechnung ist den Vierteljahrsheften zur Statistik des Deutschen Reichs 1903, Heft 2, Seite 253 entnommen.

Diese gedrängte Uebersicht<sup>1</sup> der deutschen Reichs- und Staatsschulden sowie ihrer Verzinsung glaubten wir zur Begründung unserer Behauptung, es habe damals eine Sättigung des deutschen Kapitalmarktes mit deutschen Anleihen, vor allem mit 3proz. Reichsanleihen bestanden, nicht entbehren zu können.

Wenn nun gerade im Jahre 1903 die englischen Konsols und die französische Rente, welche sonst ihre Kurse viel fester zu behaupten pflegen, die weichenden Kurse der deutschen Standardpapiere begleiteten, so sind nationale Gründe dafür maßgebend gewesen, in England die Ueberschüttung des Marktes mit besser ausgestatteten Kriegsanleihen, in Frankreich die Konflikte der Kirche mit der Staatsregierung, welche zahlreiche kirchliche Stiftungen veranlaßten, sich ihres Besitzes an Staatspapieren zu entledigen.<sup>2</sup> In Deutschland, wo es an solchen

<sup>1</sup> Näheres siehe im Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betr. Aenderungen im Finanzwesen.

<sup>2</sup> Vergl. u. a. K. Kimmich a. a. O. und Jahresbericht der Aelt. der Kaufm. von Berlin, 1903, S. 125.

außergewöhnlichen kursmindernden Ursachen fehlte, genügten also die genannten, vom normalen Gang der Entwicklung nicht sonderlich abweichenden Umstände, um einen nicht unbedeutenden Kursrückgang hervorzurufen. Wir können uns aber, ohne die übrigen Faktoren gering zu würdigen, des Eindrucks nicht erwehren, daß die Schwäche der deutschen Börsen, welche noch immer durch das Gesetz von 1896 in Fesseln geschlagen waren, im letzten Ende der Boden gewesen ist, aus welchem die kursmindernden Tendenzen ihre Nahrung gesogen haben, und finden dieselbe Anschauung auch im angeführten Berliner Jahresbericht und bei Homburger (a. a. O. S. 67) vertreten. Die steigende Konjunktur hingegen hat, wie in der Epoche 1895/1900, durch Verteuerung des Leihgeldes, durch Ueberleitung großer Kapitalien aus der Anlageform der festverzinslichen in die aussichtsreichere der Dividendenpapiere dem durch die Börsengesetzgebung vorbereiteten Boden die Frucht des steigenden Staatspapierzinsfußes mühelos entrunnen. Dies scheinen uns die allgemeinen Ursachen zu sein, welche chronisch kursdrückend auf unserem Anleihe- markte lasteten, dagegen hat es auch nicht an besonderen Ursachen gefehlt, die teilweise aus der Lage des Geldmarktes heraus der allgemeinen Tendenz sekundierten. Wir wollen daher zunächst wieder die Vorgänge am Geldmarkt ins Auge fassen.

---

### 1903.

Die im Jahresanfang zur gleichen Zeit mit dem Kursmaximum herrschende Geldflüssigkeit ging unbenutzt vorüber, trotzdem das Reich mit seinem auf 400 Mill. M. geschätzten Anleihe- bedarf bereits seit Jahresfrist den Kapitalmarkt bedrohte. Die Aus- gabe von Schatzscheinen und seit März starker Kapitalabfluß nach dem (außer im Juli und August) höher verzinsenden Londoner Markt standen Diskontermaßigungen hindernd entgegen. Der Marktdiskont stieg sogar von 1,90 im Durchschnitt des Februar auf 3,29 im Juni. Ein Konsortium, welches die Be- gebung von 25 $\frac{1}{2}$  Mill. M. 3proz. Hessischer Staatsobligationen im Februar — also wohl noch rechtzeitig — zu 90,935 angenommen hatte, vermochte sich erst im August aufzulösen, ohne daß es ihm gelungen war, die Anleihe zu klassieren.<sup>1</sup> Eine wahre Flut von Pfandbriefen<sup>2</sup> und eine nicht geringe Zahl meist eben- falls höher verzinslicher Kommunalanleihen ergossen sich über den Markt und verdarben immer mehr den Boden für eine Reichs- anleihe. Die 3proz. Reichsanleihe, welche noch am 2. März

---

<sup>1</sup> K. Kimmich a. a. O. Seite 289.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle 8 und Diagramm 9.

93,40 notiert hatte, stand am 2. April, am Tage der Prospektveröffentlichung einer neuen 3proz. Reichsanleihe in Höhe von 290 Mill. M., nur noch auf 92,75. Eine große Bankengruppe mit der Reichsbank an der Spitze übernahm die Anleihe zu 91,40 und bot sie am 17. April dem Publikum zu 92 an.<sup>1</sup> (Tageskurs 92,50.) Die hohe (47fache) Ueberzeichnung erschwerte die Zuteilung wieder außerordentlich, und trotzdem den Zeichenstellen nur etwa 2 Proz. überwiesen wurden, kamen wieder zahlreiche Verkäufe seitens solcher Zeichner vor, die über Erwarten hoch bedacht worden waren. Ueberraschend war aber doch, daß die Anleihe bereits einen Monat nach der Zeichnung um 1 Proz. im Kurse fiel, und Mitte September gar auf 89,20 herabgedrückt wurde.<sup>2</sup> Wir müssen daher dem Abgeordneten Kaempf beipflichten, welcher am 12. Januar 1904 im Reichstag hierüber sagte:<sup>3</sup> „Zum Glück befanden wir uns damals in normalen Verhältnissen; in einer Zeit politischer und wirtschaftlicher Krisis könnte daraus ein nationales Unglück entstehen.“ Wenn nun auch, wie wir später sehen werden, von diesem starken Kursverlust zeitweilig ein Teil wieder eingebracht werden konnte, so scheint uns doch Ludwig Delbrück (a. a. O. S. 442) diesen in Literatur und Presse viel glossierten Vorgang zu leicht zu nehmen, wenn er ihn als normale jährliche Schwankung auffaßt, und sich damit beruhigt, daß bei dieser Emission das Reich einen höheren Gewinn als je zuvor erzielt habe.<sup>4</sup> Wir sehen in diesem nur selten vorkommenden Kurssturz den Abschied von der die Jahre 1900 bis 1903 beherrschenden Besserung und den Anfang einer neuen Epoche des steigenden Zinsfußes. Als besondere Anlässe, welche neben den bereits angeführten Ursachen allgemeiner Art<sup>5</sup> hier gewirkt haben, möchten wir folgende ansprechen:

1. Starke und fortgesetzte Abgaben verschiedener Staatspapiere aus den Beständen des Reichs-Invalidenfonds unter Umgehung der Börse direkt an die Banken<sup>6</sup> im zweiten Halbjahr.

<sup>1</sup> Die Rentabilität betrug demnach 3,26, also  $3\frac{1}{4}$  Proz. Dies ist die letzte Anleihe, welche das Reich zum 3proz. Nominalzinsfuß unterzubringen vermochte.

<sup>2</sup> Der Wert der vielfachen Ueberzeichnung von Anleihen repräsentiert sich hier in seiner ganzen Fragwürdigkeit. Trotzdem gibt es noch Leute, die aus der Höhe der Zeichnung auf den Vorrat des anlagebedürftigen Kapitals Schlüsse ziehen möchten. So schreibt selbst Eheberg, Finanzwissenschaft, 9. Aufl. 1908 S. 466: „In Deutschland haben Subskriptionen erst in jungster Zeit beachtenswerte Erfolge gehabt; so sind in neuerer Zeit Reichsanleihen wie Anleihen der Bundesstaaten bedeutend überzeichnet worden.“

<sup>3</sup> Nach K. Kimmisch a. a. O.

<sup>4</sup> Effektiv verzinst sich die Anleihe mit 3,282 Proz.

<sup>5</sup> Vergl. oben S. 99 ff.

<sup>6</sup> Kimmich a. a. O. und Jahresbericht der Aelt. der Kaufm. v. Berlin.

2. Rückflüsse deutscher Anleihen aus dem Auslande, welche den heimischen Markt nicht zur Ruhe kommen ließen.

Dies sind aber nur Spezialgründe, die Haupt- und dauernden Ursachen haben wir bereits früher angeführt. Die Erholung, welche endlich in den letzten Monaten eintrat, dürfte wohl auf die Erkenntnis der Börse und des Publikums zurückzuführen sein, daß unseren Anleihen doch ein höherer Wert zukomme, als ihnen durch die vorschnelle Baisse zuerkannt worden war. In der folgenden Tabelle stellen wir einige charakteristische Notierungen des Jahres zusammen.

	ult. Februar	etwa Mitte Sept.	ult. Dez.
3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe	103,20	101,10	102,20
3 $\frac{1}{2}$ „ Preuß. Konsols	103,20	101,10	102,10
3 $\frac{1}{2}$ „ Bayr. Anleihe	101,80	100,00	101,40
3 „ Reichsanleihe	93,30	89,20	91,80
3 „ Preuß. Konsols	93,30	89,30	91,75
3 „ Sachs. Rente	91,30	87,70	91,00
3 „ Hamb. Staatsanl.	91,00	87,30	89,50

Allgemein fand demnach vom Februar bis September ein Nachlassen der Kurse statt, das bei den 3 $\frac{1}{2}$  proz. Papieren etwa 2 Proz., bei den weniger beliebten und in letzter Zeit besonders zahlreich auf den Markt gebrachten 3proz. sogar 3 $\frac{1}{2}$  bis 4 Proz. betrug und durch die bis zum Jahresende einsetzende Besserung nicht wieder ausgeglichen werden konnte. Eine völlig abweichende Kursentwicklung zeigt wieder die 3proz. Elsaß-Lothringische Rente. Sie sank von ihrem zu Jahresanfang erreichten Höchstkurse fortgesetzt und verringerte bis zum Jahresende ihren Kursvorsprung ganz erheblich:

ult. Januar	ult. November	ult. Dezember
97,20	92,70	93,00

Wer nicht zum Erwerb oder Besitz Elsaß-Lothringischer Rente genötigt ist — etwa wegen des engen Kreises der im Reichsland als mündelsicher anerkannten Werte — wird sein Geld vorteilhafter in 3proz. Reichsanleihe anlegen. Der Kursabstand muß daher mit der Zeit geringer werden.

### 1904.

Die Besserung hielt zunächst, begünstigt durch die Flüssigkeit des Marktes, auch im Anfang des Jahres 1904 noch an. Der Kurs der 3 $\frac{1}{2}$  proz. Reichsanleihe hob sich von seiner letzten Notierung im Jahre 1903 102,20 bis auf 103 am 21. Januar 1904 und der Kurs der 3proz. Reichsanleihe gleichzeitig von 91,80 nach lebhafter Schwankung auf 92,20 am 23. Januar. Während

nun das Reich, um den Markt zu schonen, sich mit Diskontieren von Schatzscheinen behalf und mit einer neuen Fondsanleihe zurückhielt, trat plötzlich Preußen am 5. Februar mit einer 3proz. Konsolanleihe von 70 Mill. M. hervor, welche von einem Konsortium zum Preise von 91 übernommen wurde und seit langer Zeit zum ersten Male wieder freihändig verkauft werden sollte. Durch den Optimismus, welchen die Regierung mit dieser finanzpolitischen Maßnahme sowie in offiziösen Zeitungsartikeln hinsichtlich der politischen Lage verriet, wurde aber die Bestürzung noch verstärkt, die der Ausbruch des russisch-japanischen Krieges hervorrief und die daher in Deutschland mehr als in den anderen neutralen Staaten Schaden anrichtete. Fast alle Werte wurden durch die Börsenkrisis berührt, wie die folgende, dem Berliner Jahrbuch entnommene Zusammenstellung erkennen läßt:

	6. Febr. <sup>1</sup>	8. Febr.	9. Febr.	Rückgang seit 6. Febr.
Russ. 4proz. Rente	97,90	96,00	92,00	5
3proz. Reichsanleihe	91,70	90,80	90,00	1,70
Chines. 4proz. Anleihe	89,40	86,00	83,40	6
Kreditaktien	209,40	203,75	199,00	10,40
Franzosen	142,25	137,75	135,00	7,25
Nordd. Loyd	106,00	104,10	103,00	3
Deutsche Bank	223,60	—,—	214,75	8,85
Diskonto-Kommandit	192,10	187,25	184,00	8,10
Berliner Handelsges.	157,75	152,25	148,60	9,15
Dresdener Bank	154,90	149,00	145,00	9,90
Laurahütte	234,85	227,00	223,00	11,85
Harpener	202,00	194,50	187,25	14,75
Rhein-Nassau	256,50	223,00	234,00	22,50
Chemnitzer Wirkwaren	255,10	245,00	235,00	22,10

Die 3proz. Reichsanleihe verlor demnach im ersten Ansturm 1,70 Proz. im Kurse. Gleich groß war der Verlust der 3proz. Preußischen Konsols, von welchen nur durch das Eingreifen der Seehandlung und anderer Konsortialen die drohende Gefahr der Kursstreichung abgewandt wurde<sup>2</sup>. Ein weiteres Abbröckeln der Kurse konnte aber auch durch die Interventionen nicht verhindert werden, sodaß am 20. Februar die 3proz. Fonds nur noch mit 89 notiert wurden. Für die während der gleichen Zeit notierten Kurse der 3½proz. Reichsanleihe bedarf es nach dem Vorausgegangenen keines Kommentars.

31. Dez. 03	21. Jan. 04	6. Febr. 04	11. Febr. 04	23. Febr. 04
102,20	103,00	102,70	102,00	101,30

<sup>1</sup> An diesem Tage wurden die diplomatischen Beziehungen abgebrochen, doch war dies bei der Notierung an den Börsen noch nicht bekannt.

<sup>2</sup> „Frankfurter Zeitung.“

Daß die Krisis gerade in Deutschland einen so großen Umfang annehmen konnte, daß die Kursschwankungen so unvermittelt eintraten, wird von vielen Seiten<sup>1</sup> auf das Fehlen von kräftigen Baissepositionen und damit in letzter Linie auf die verfehlte Börsengesetzgebung zurückgeführt, über welche wir an anderer Stelle zu berichten bereits Gelegenheit hatten. Wenn sich aber die Widerstandsfähigkeit der deutschen Börse bereits bei dem Ausbruch eines Krieges, an welchem Deutschland politisch gar nicht und wirtschaftlich nur wenig beteiligt ist, als derart gering erweist, so sollte uns der Maßstab doch zu denken geben, welcher hierdurch für die Kursentwicklung einer Zeit gewonnen wird, in der Deutschland selbst in ernste politische Verwicklungen hineingezogen ist und der deutsche Kapitalmarkt die Milliarden aufbringen soll, deren Beschaffung eine der Grundbedingungen für die siegreiche Durchführung eines Krieges ist.

Erst als sich zeigte, daß der Krieg auf Rußland und Japan beschränkt bleiben würde, trat jene zuversichtliche Stimmung wieder ein, die am Jahresanfang vorgeherrscht hatte. Die steigende Konjunktur erhielt neue Nahrung durch die gewaltigen Lieferungen, welche die kriegführenden Mächte aus den neutralen Volkswirtschaften, vor allem auch aus Deutschland, an sich zogen. Diese günstigen Momente im politischen und im Wirtschaftsleben glichen zwar rasch die Verluste aus, welche die Industripapiere durch die Krisis erlitten hatten, aber den Rückgang der Staatsfonds vermochten sie nur zum Teil wieder gutzumachen. Im weiteren Verlaufe findet sogar wieder die alte Regel ihre Bestätigung, daß die stimulierenden Elemente des Wirtschaftslebens in demselben Maße, in dem sie die Nachfrage auf dem Markte der wirtschaftlichen Werte beleben, auf die Kurse der festverzinslichen einen reprimierenden Einfluß ausüben.

Doch betrachten wir zunächst wieder die Emissionen des Jahres! Nachdem die Preußische Regierung mit ihrer 3proz. Konsolanleihe auf starken Widerspruch gestoßen war und der Ausbruch des Krieges in Ostasien eine bedeutende Inanspruchnahme des Kredits seitens der höheren Zinsen versprechenden kriegführenden Mächte, die über einigermaßen ausreichende Mittel im eigenen Lande nicht verfügten, in sichere Aussicht gestellt hatte, wurde bei Neubebungen mit seltener Einheitlichkeit der 3½proz. Typus zur Anwendung gebracht — für fundierte Anleihen sowohl wie für Schatzanleihen. Als der Markt wieder einigermaßen in Ordnung geraten war, trat zuerst der Badische Staat mit einem Bedarf von 54 Mill. M. hervor, von denen zunächst am 29. März 28½ Mill. von einem

---

<sup>1</sup> U. a. Jahresbericht der Aeltesten d. Kaufm. v. Berlin und Karl Helfferich, Das Geld im russisch-japanischen Kriege.

Konsortium zum Kurse von 100 zur Zeichnung aufgelegt wurden. Es folgten am 7. April Bayern mit 60 Mill. M. zum Zeichnungspreise von 100,10, am 2. Mai Oldenburg mit  $2\frac{1}{2}$  Mill. M. zu 100,40 und am 16. Mai der Staat Hamburg mit 25 Mill. M. zu 99,50. Ferner wurde die Hälfte der 4proz. Reichsschatzanweisungen von 1900 fällig, am 1. April und 1. Juli in  $3\frac{1}{2}$ proz. umgewandelt und im Inlande untergebracht. Ebenso wurde zur weiteren Sicherung des Marktes und um die Aufnahme teuren langfristigen Kredits zu vermeiden, der neue Bedarf des Reichs und nun auch Preußens in Schatzanweisungen gedeckt. Der auf das Reich entfallende Betrag erreichte die Höhe von 100 Mill. M.  $3\frac{1}{2}$ proz. bis 1. Oktober 1906 unkündbarer Schatzanweisungen. Ebenfalls im Oktober suchte Preußen für 248 Mill. (bis spätestens 1. Oktober 1908 rückzahlbar) die Zulassung zum Börsenhandel nach<sup>1</sup>. Aber die Rücksicht der Regierungen auf den Markt kam doch zu spät und war auch schon um deswillen wirkungslos, weil man im Publikum und an der Börse wußte, daß die Regierungen auf die Dauer doch nicht mit hohen kurzfristigen Krediten wirtschaften können und langfristige Anleihen nur vorläufig verschoben worden waren. Von Preußen zumal erwartete man eine gewaltig hohe Rentenleihe, um seine weitausschauenden Pläne der Verstaatlichung von Privatbetrieben und seine großen wasserwirtschaftlichen Entwürfe zur Durchführung zu bringen. Vor allem die Bemühungen des Preußischen Staates um den Erwerb des Hiberniabergwerkes waren es, welche durch ihre Begleiterscheinungen, einmal die Hausse auf dem Markte der Dividenden-, insonderheit der Montanpapiere, und dann die Befürchtung, daß die Preußischen Anleihen einer starken Vermehrung entgegen gehen würden, den fortschreitenden Prozeß der Abkehr des Publikums von den festverzinslichen Werten und der zunehmenden Bevorzugung der Spekulationspapiere förderten. Vielfach spielte bei diesen Tauschoperationen der Gedanke mit, daß die gewaltige Menge neuer Rentenwerte<sup>2</sup> nicht in den Händen der ersten Erwerber bleiben, sondern als „schwimmendes Material“ noch lange den Markt der Anlagepapiere stören würde. Unterstützend mag übrigens bereits eine bevorstehende Russische Anleihe mitgewirkt haben, über die wir später genauer zu handeln haben werden.

So kam es, daß die nach der Ueberwindung der Börsenkrisis einsetzende Erholung die Verluste nicht auszugleichen vermochte.

<sup>1</sup> Salings Börsenpapiere.

<sup>2</sup> Für je 3000 M. des  $53\frac{1}{2}$  Mill. M. betragenden Aktienkapitals der Bergwerksgesellschaft Hibernia wollte der Staat Schuldverschreibungen der 3proz. konsolidierten Staatsanleihe zum Nennwerte von 8000 mit Zins-scheinen für die Zeit vom 1. Januar ab gewähren. Deutscher Reichsanzeiger vom 29. Juli 04.

		Ende 1903	Ende 1904	Kursverlust
4proz.	Hess. Staatsanleihe	105,00	103,90	1,10
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" Reichsanleihe	102,20	101,80	0,40
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" Preuß. Konsols	102,10	101,75	0,35
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	" Hess. Staatsanleihe	101,20	100,10	1,10
3	" Reichsanleihe	91,80	89,90	1,90
3	" Preuß. Konsols	91,70	89,90	1,80
3	" Bremer Staatsanleihe	89,00	87,50	1,50
3	" Hamb.	89,50	87,90	1,60
3	" Sachs. Staatsrente	90,00	88,40	1,60
3	" Hess. Staatsanleihe	89,70	87,50	2,40

Die Tabelle zeigt, daß — abgesehen von den Hessischen Staatsanleihen, welche stets ihre Kurse am wenigsten zu behaupten vermögen — die 3proz. Werte dem Ansturm den geringsten Widerstand entgegenzusetzen konnten. Der Begehrt des Publikums nach höherer Rentabilität seiner Anlage kommt darin deutlich zum Ausdruck.

Gleichzeitig muß konstatiert werden, daß die staatlichen Maßregeln, welche in diesem Jahre zur Hebung des Kursstandes der heimischen Staatsanleihen getroffen worden waren, sichtbare positive Erfolge nicht zu zeitigen vermochten. Vielleicht aber und für spätere Jahre trifft dies bestimmt zu, ist durch sie ein weiterer Kurssturz verhindert worden. Aus diesem Grunde seien sie hier aufgeführt:

1. Das Gesetz wegen Erhöhung des Grundkapitals der Seehandlung vom Juni 1904. Nachdem wir bereits in anderem Zusammenhange auf diese Maßnahme hinzuweisen Veranlassung hatten, sei hier nur erwähnt, daß die Kapitalserhöhung von 34,4 auf 99,4, also um volle 65 Mill. M. nach der Begründung des Entwurfs den hier interessierenden Zweck hatte, die Preußische Staatsbank instand zu setzen, sich ihrer mit dem Anwachsen der Preußischen Staatsschuld immer dringlicher werdenden Aufgabe, den Markt der Preußischen und der von ihm bis zu einem gewissen Grade nicht zu trennenden Reichsanleihen zu überwachen, mehr als bisher zu widmen. Wenn auch durch die Interventionen der Seehandlung eine völlige Stabilisierung des Kurses der Anleihen nicht erwartet werden dürfe, so sei doch eine größere Stetigkeit und Sicherung dieses Marktes als bisher vor auszusehen.

2. Ebenfalls im Juni 1904 wurden die bisherigen Gesetze des Reichs und Preußens betreffend das Reichs- bzw. Staatsschuldbuch in dem Sinne abgeändert, daß einmal die Zulassung zur Eintragung als Gläubiger nicht mehr auf diejenigen juristischen Personen beschränkt bleiben soll, welche im Gebiete des Deutschen Reichs ihren Sitz haben, sondern ohne Einschränkung hinsichtlich des Domizils zu gestatten ist, ferner, daß die Gebühren, welche bisher für die Umwandlung von

Schuldverschreibungen in Buchschulden vorgesehen waren, nicht mehr erhoben werden sollen. In der dem Entwurf beigegebenen Begründung wurde von der Erwartung ausgegangen, daß diese Erleichterungen einer Stabilisierung des Kurses der Reichs- bzw. Preußischen Staatsanleihen insofern förderlich sein würden, als sie zu einer ausgiebigeren Benützung des Schuldbuchs anzuregen und dazu beizutragen geeignet seien, die hohen, am offenen Markte befindlichen Beträge von Anleihen zu verringern und einen größeren Teil der Reichs- und Staatsschuld als bisher zu dauernder Anlage in feste Hände zu bringen.

### 1905.

Die Geldflüssigkeit des Jahres 1905 und die niedrigen Sätze des internationalen Geldmarktes im Februar kamen nun zwar den vernachlässigten deutschen Staatstiteln vorübergehend zugute, indem namentlich die 3proz. Papiere Beachtung fanden und sogar für England, Frankreich und Holland gekauft wurden, sodaß sich der Kurs der  $3\frac{1}{2}$ proz. Anleihe bis zum 1. März auf 102,60, also um 0,80 Proz., und die 3proz. Reichsanleihe sogar um 1,80 hob. Damit hatte aber die Steigerung ihr Ende erreicht und mußte sie wiederum einer rückläufigen Bewegung Platz machen, die außer den früher genannten<sup>1</sup> noch folgende besondere Ursachen hatte:

1. Der lange verhaltene Kreditbegehrt der deutschen Staatsregierungen und Städte<sup>2</sup> drängte seit Jahresanfang mit elementarer Gewalt nach Befriedigung, zur gleichen Zeit, in der Rußland unter Zubilligung weit besserer Bedingungen den Kapitalmarkt in Anspruch nahm. Zunächst ist eine 3proz. Hessische Staatsanleihe zu nennen, welche in Höhe von 22 Mill. M. zum Zeichnungspreise von 87,50 am 17. Januar aufgelegt wurde. Der Hessische Staat, welcher sonst bei steigendem Zinsfuß als einer der ersten mit höher verzinslichen Anleihen auf dem Platze erschien, wagte es diesmal seltsamer Weise als einer der letzten 3proz. Schuldverschreibungen anzubieten, welche dem Käufer nicht mehr als 3,42 Proz. Rentabilität versprachen. Dank der gewaltigen Menge anlagensuchender Kapitalien gelang zwar dieser Versuch, doch dürfte er dem Markte der 3proz. Werte nicht förderlich gewesen sein. Von größeren Anleihen folgten am 9. Februar Bayern mit einer  $3\frac{1}{2}$ proz. Eisenbahnanleihe

<sup>1</sup> Vergl. oben Seite 99 ff.

<sup>2</sup> Die deutschen Korporationen öffentlichen Rechts nahmen in diesem Jahre fast 700 Mill. M. neuer Schulden auf, ausländische Staaten in Deutschland sogar noch mehr. (Vergl. Tabelle 8 und Diagramm 9.)

(60 Mill. M.) und am 16. März Bremen mit einer ebenfalls  $3\frac{1}{2}$ proz. Staatsanleihe in Höhe von 30 Mill. M., beide zum Subskriptionspreise von 100. Im Januar gelangte ferner die längst geplante Russische Anleihe außer in Rußland in Berlin und Amsterdam zur Emission. Mit dem  $4\frac{1}{2}$ proz. Nominalzinsfuß ausgestattet, bot sie bei einem Begebungskurs von 95 den Zeichnern eine außerordentlich hohe Rentabilität (4,74 Proz.). Die gesamte im Januar und in den folgenden Monaten eingezahlte Summe erreichte eine halbe Milliarde Mark, wovon auf Deutschland 200 Millionen kommen mochten.<sup>1</sup> Unter diesen Umständen war der Boden für eine Reichsanleihe in Höhe von 300 Mill. M. und zahlreiche andre Staatsanleihen wenig günstig. So lange über den Zinsfuß der bevorstehenden Reichsanleihe Zweifel bestanden, gingen die Kurse beider Kategorien fast gleichmäßig zurück und zwar fiel die  $3\frac{1}{2}$ proz. Anleihe vom 1. bis 25. März um 0,80, die 3proz. um 0,90. Nachdem jedoch feststand, daß der  $3\frac{1}{2}$ proz. Typus gewählt war, ging die  $3\frac{1}{2}$ proz. Anleihe um weitere 0,30 im Kurse zurück, während die 3proz. Anleihe eben soviel wieder gewann. Dies ist die erste langfristige Reichsanleihe, für welche wieder der  $3\frac{1}{2}$ proz. Typus angenommen wurde, nachdem das Reich trotz der durch die erste Hochkonjunktur verursachten Kreditverteuerung beharrlich bei dem seit 1890 eingeführten 3proz. Zinsfuß verblieben war. Auch nach erfolgter Emission<sup>2</sup> setzte sich das Sinken der  $3\frac{1}{2}$ proz. Anleihe fort, obwohl, um der neuen Anleihe eine bessere Klassierung zu sichern, die sogenannten Konzertzeichner nach Möglichkeit ferngehalten und diejenigen Zeichner, welche ihre Stücke einer Sperre bis zum 15. Oktober unterwarfen und sich zur Eintragung der zugestellten Beträge in das Reichsschuldbuch bereit erklärt hatten, bevorzugt worden waren.

2. Infolge von Befürchtungen, welche sich an die Marokkanische Frage knüpften, flossen im April, aber auch noch später, ansehnliche Beträge 3proz. deutscher Reichs- und Staatsanleihen vom Auslande wieder nach Deutschland zurück und führten eine stärkere Kursabschwächung dieser Effekten herbei. Es wiederholte sich hiermit nur derselbe Vorgang, welcher in den neunziger Jahren, damals allerdings in stärkerem Grade, erst zum Anziehen, dann zum Sinken der deutschen Staatsfondskurse beigetragen hatte. So gab die 3proz. Reichsanleihe beispielsweise vom 20. bis 27. April um  $\frac{1}{2}$  Proz. nach; die Interventionen der Seehandlung verhinderten damals lediglich einen noch schärferen Rückgang.<sup>3</sup> Dieser trat aber ein, als die Unklarheit und Ver-

<sup>1</sup> Karl Helfferich a. a. O.

<sup>2</sup> Der Begebungskurs am 10. April war 101,20, für Sperrstücke 101,10, die Rentabilität demnach 3,46 Proz. gegen eine Rentabilität von 3,26 Proz. der letzten 3proz. Reichsanleihe vom April 1903, bereits ein erheblicher Unterschied.

<sup>3</sup> „Frankfurter Zeitung“.

schleppung der Marokkofrage in der zweiten Hälfte des Juni neue Beunruhigung hervorrief. Am Halbjahresschluß notierten daher:

4proz.	Hessische Staatsanleihe	103,40	
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	„ Reichsanleihe	101,25	
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	„ Preußische Konsols	101,20	
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	„ Hessische Staatsanleihe	100,40	
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	„ Hamburger „	99,30	(26. Juni)
3	„ Reichsanleihe	90,00	
3	„ Preußische Konsols	90,00	
3	„ Sächsische Staatsrente	88,30	
3	„ Hessische Staatsanleihe	87,20	(24. Juni)
3	„ Hamburger „	88,90	
3	„ Bremer „	87,10	(24. Juni)

3. Wie am Anfang des ersten Halbjahres die Russische, so absorbierte zum Beginn des zweiten Halbjahres die Japanische Kriegsanleihe den überschüssigen Kapitalvorrat des deutschen Marktes. Im Juli in New York, London und Berlin begeben, forderte sie von jeder der beteiligten Volkswirtschaften 200 Mill. M. Die Einzahlungen erstreckten sich wiederum über das ganze Semester<sup>1</sup> und der Zinsfuß war ebenfalls der 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub>proz. Bei einem Emissionskurs von nur 90 versprach sie dem Zeichner eine nicht weniger als 5proz. Verzinsung (also noch <sup>1</sup>/<sub>4</sub> Proz. mehr als die Russische). Kein Wunder, wenn mancher Besitzer deutscher Staatspapiere im Juni seine Effekten selbst bei sinkenden Kursen verkaufte. Die höhere Verzinsung und die Kursgewinne, welche der sichere Sieg der neuen japanischen Großmacht in nahe Aussicht stellte, versprachen einen vollen Ersatz. Auch war ja das Sinken der deutschen Fondskurse nach den Erfahrungen der ersten Hochkonjunkturperiode noch gar nicht abzusehen, denn weder schien der Gipfel des Wirtschaftsaufschwungs erreicht, noch waren unter den Bedingungen, welchen die Kursgestaltungen der deutschen Rentenwerte, insonderheit der Staatsanleihen, unterworfen sind, bemerkenswerte Verbesserungen eingetreten.

4. Der Aufstand in Südwestafrika, in welchen immer neue Eingeborenstämme verwickelt wurden, schien schier kein Ende nehmen zu wollen und heischte immer neue beträchtliche Opfer, die den ohnehin ungünstigen Stand der Deutschen Reichsfinanzen noch mehr verschlechterten und weiteren Anleihebedarf in Aussicht stellten. Das Anschwellen der Reichsschatzscheine bestärkte diese Befürchtung.

5. Wiederum drückten die Pfandbriefe, welche in diesem Jahre in der gewaltigen Menge von 570 Mill. M. den Markt überschwemmten, auf die Kurse der Staatspapiere. Ueber die

<sup>1</sup> Helfferich a. a. O.

Schädlichkeit ihrer Konkurrenz haben wir bereits früher gehandelt und können uns daher darauf beschränken, zu betonen, daß sich an diesem Verhältnis nichts geändert hat.

6. Das Jahr 1905 ist dasjenige, welches die gewaltigste Masse von Ansprüchen langfristigen Kredits an den deutschen Markt stellte; und zwar sind an der Steigerung des Kreditbegehrs diesmal die Emittenten jeder Gattung beteiligt. Die Gesamtsumme der Emissionen erreichte fast 3,2 Milliarden gegen 2 Milliarden im Vorjahre und wenig mehr als die Hälfte im Jahre 1903. Unser Diagramm 9 veranschaulicht das Wachstum und ergänzt das Gesagte im einzelnen.

7. Zu allen diesen für die Kursgestaltung der deutschen Staatsanleihen so ungünstigen Faktoren gesellte sich im Herbst die schroffe Steigerung der Zinssätze. Daher fällt der Tiefpunkt der Kurse mit dem Jahresende zusammen. Am 15. Dezember notierten:<sup>1</sup>

	Kurs	Realverzinsung
3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe	100,00	3,50
3 " "	89,00	3,37
3 " Sächs. Rente	87,00	3,45

Auch in diesem Jahre fehlte es freilich nicht an Bemühungen, die Kurse unserer Staatsfonds zu stützen. Daß die Seehandlung kräftiger als früher intervenierte, und daß durch Bevorzugung der Schuldbuchgläubiger eine bessere Klassierung erstrebt wurde, konnte bereits konstatiert werden. Dagegen scheiterten die dringliche Reform des Börsengesetzes und die gelegentlich der Beratung der Börsengesetznovelle gemachten Versuche, die Umsätze in Anleihen des Deutschen Reichs und der Gliedstaaten von der Börsensteuer gänzlich zu befreien. Diese Anregung blieb damals noch erfolglos. Wir werden sehen, daß, als ihr später endlich stattgegeben wurde, dies zu einer Zeit geschah, in der durch solch kleine Mittel Besserungen nicht mehr zu erzielen waren.

### 1906.

Im folgenden Jahre setzte sich die Kursminderung in rascherem Tempo fort. Besserungen, welche sich wiederholt anzubahnen versuchten, entsprachen nicht der Tendenz der Zeit und waren daher stets nur von kurzer Dauer. Die erste dieser Erholungen trat im Februar ein während der Geldmarkterleichterung, welche diesen Monat auszuzeichnen pflegt, und unter dem Eindruck eines Preußischen Gesetzentwurfs, welcher

<sup>1</sup> Nach dem Börsenkalender der „Frankf. Zeitg.“

die öffentlichen Sparkassen zur Anlage eines bestimmten Bruchteils ihrer Bestände in Reichs- und Preußischen Staatsanleihen zwingen sollte.<sup>1</sup> Der Entwurf, welcher als weiteres Glied in der Kette der gesetzgeberischen Maßnahmen zur Stabilisierung unserer Staatsfondskurse gedacht war, wurde zwar nicht Gesetz, erweckte aber, so lange sein Schicksal nicht beschieden war, die Hoffnung nachhaltiger Besserung und regte vorübergehend zu Käufen von Staatsanleihen an.<sup>2</sup> Diese günstige Gelegenheit wurde von den Finanzverwaltungen Bayerns und Württembergs benützt, um mit 50 Mill. M. (zum Kurse von 99,80) bzw. 18 Mill. M. (zum Kurse von 99,40) 3½proz. Anleihen an den Markt zu kommen. Nun aber trat der Rückschlag ein, welcher außer den bereits früher erwähnten Ursachen<sup>3</sup> auf folgende weiteren zurückzuführen ist:

1. Die Emissionssummen waren wieder ganz gewaltig. Nach der Statistik des Deutschen Oekonomist, welche wir in der Tabelle 8 und im Diagramm 9 verwertet haben, bleiben zwar namentlich die Ziffern für die ausländischen Ansprüche hinter den vorjährigen beträchtlich zurück (195,1 Mill. M. gegen 1218,3 Mill. M. nominell), und ebenso ist der Unterschied des Nominalwerts der Jahresemissionen erheblich (2449 Mill. M. gegen 3027,5 Mill. M. im Vorjahre); man hat indes Grund zur Vermutung, daß die Ziffer des Auslandsbedarfs nicht den vollen Betrag angibt, den Deutschland diesmal dem Auslande in Form von Anleihen usw. zur Verfügung stellte. Beispielweise findet die lebhafteste Beteiligung Deutschlands an der großen russischen Emission, welche im Frühjahr 1906 hauptsächlich in Paris stattfand, in der deutschen Statistik keinen Ausdruck. Ferner sind infolge der erstarkten Spekulation in Industripapieren die Kurswerte derart gestiegen, daß die effektive Gesamtemission 2837,9 gegen 3090,7 beträgt. Man geht daher kaum fehl, wenn man annimmt, daß die bei uns für Emissionszwecke aufgebrachten Gesamtsummen hinter den entsprechenden vorjährigen keineswegs zurückbleiben.<sup>4</sup> Von diesen Emissionen fiel aber weitaus die größte Zahl in das erste Halbjahr und half mit, die Aufnahmefähigkeit des vom Vorjahre her noch stark geschwächten Marktes weiter zu vermindern.

2. Besonders zu nennen sind die großen 3½proz. Anleihen des Reichs und Preußens, die in Höhe von 260 bzw. 300 Mill. M. am 11. April bei einem Zeichnungspreise von 100,10 für

<sup>1</sup> Vergl. Friedrich Zahn, „Der Preußische Sparkassengesetzentwurf vom Standpunkt städtischer Finanzpolitik“ (Jahrb. f. Nat. u. Stat. III. Folge, 33. Band 1907).

<sup>2</sup> Frankfurter Wirtschaftsbericht 1906.

<sup>3</sup> Vergl. oben S. 99 ff.

<sup>4</sup> Wir folgen hier Conrads Volkswirtschaftlicher Chronik 1906. Die 5proz. russische Anleihe in Höhe von 2250 Mill. Frs. wurde im April zum Kurse von 88 aufgelegt, gewährte also eine Rentabilität von nicht weniger als 5,68 Proz.

freie und 100 für Sperrstücke zur Zeichnung aufgelegt wurden, zu einer Zeit, in welcher ihre Begebung noch nicht erwartet worden war. Wenn auch das Fernbleiben der „Konzertzeichner“ mitgewirkt haben mag, so ist es doch ein typisches Zeichen für die abnehmende Beliebtheit unserer sichersten Anlagepapiere, daß die Reichsanleihe nur etwa doppelt, die Preußische sogar nur 1 $\frac{1}{2}$ -fach gezeichnet wurde, während man von früher her an vielfache Ueberzeichnungen gewöhnt war. Nachdem die Anleihen bereits vor ihrem Erscheinen die Kurse der älteren Werte gedrückt hatten, mußte das Uebernahmekonsortium unmittelbar nach der Zeichnung zahllose Stücke zu sinkenden Kursen zurückkaufen. Die Rückkäufe sollen sich laut „Frankfurter Wirtschaftsbericht 1906“<sup>1</sup> auf mehr als 250 Mill. M. belaufen haben und waren nur dem Umstande zu danken, daß die Seehandlung infolge der starken Erhöhung ihres Kapitals in der Lage war, die nötigen Beträge zu billigen Zinsen vorzuschießen und dadurch dem Markte einigen Rückhalt zu gewähren. Nur des Zusammenhanges wegen sei an dieser Stelle bereits erwähnt, daß der Vorrat des Konsortiums am Ende des Jahres trotz englischer und französischer Käufe und trotzdem die Befreiung der Umsätze dieser Effekten von der Reichsstempelabgabe nun mit geschäftiger Eile nachgeholt wurde, noch immer 120 Mill. M. betragen haben soll.

3. Vermehrt wurde das „schwimmende Material“ am Markte durch Verkäufe, welche, aus 4 verschiedenen Quellen fließend, den Anleihemarkt während des ganzen Jahres nicht zur Ruhe kommen ließen. Diese Verkäufe fanden nämlich statt:

a) im Januar, April und Juni durch den Reichsinvalidenfonds. Die Veräußerungen im April in Höhe von 9 Mill. M. fielen zeitlich zusammen mit der großen deutsch-preußischen Emission und erschwerten daher deren Begebung, während die späteren Verkäufe die Klassierung verhinderten.

b) infolge der Aufhebung der Zollkredite auf Getreide und Mühlenfabrikate. Durch diese Maßregel wurden nämlich die als Zolldepots hinterlegten Reichs- und Staatsanleihen frei, deren Betrag nach dem „Berliner Jahrbuch 1906“<sup>2</sup> auf 100 bis 200 Mill. M. geschätzt und zum größten Teil in der zweiten Jahreshälfte an den Markt gelangt sein soll.

c) von Seiten deutscher Versicherungsgesellschaften, welche zum Verkauf gezwungen waren, um ihren Schadenersatzverpflichtungen aus der Brandkatastrophe von San Franzisko April 1906 nachkommen zu können.

d) von Seiten der Hypothekenbanken, denen der teure Geldstand den Absatz der Pfandbriefe erschwerte, und welche die zugesagten Darlehen durch Mobilisierung ihrer Anleihebestände beschaffen mußten.

<sup>1</sup> Seite 40.

<sup>2</sup> Bd. 1 Seite 165.

4. Mit Beginn des Sommers mußten sich selbst die großen Städte zur Annahme des 4proz. Zinsfußes entschließen,<sup>1</sup> übten dadurch einen weiteren Kursdruck auf die niederverzinslichen Effekten aus, welche vielfach in Umtausch gegen die höher rentierenden gegeben wurden, und zwangen schliesslich auch die staatlichen Finanzverwaltungen zur Annahme des 4proz. Typus. Am 16. Juli erschien bereits eine 4proz. Lübeckische Staatsanleihe in Höhe von 20 Mill. M. zum Kurse von 102,60. Ihre Rentabilität betrug demnach bereits 3,90 Proz. Kurz vor Jahresende, am 15. Dezember wurde schließlich unter der Herrschaft eines 7proz. Banksaizes eine ebenfalls 4proz. Hessische Anleihe in Höhe von 20 Mill. M. zum Zeichnungspreise von 102,75 untergebracht, nachdem dieser Staat noch im Vorjahre mit einer 3proz. Anleihe hervorgetreten war. Der Rentabilitätsunterschied beider Anleihen beträgt fast  $\frac{1}{2}$  Proz.

Nachdem am Ende des Jahres, wohl in Erwartung billigerer Geldsätze, eine leichte Besserung eingetreten war, notierten die wichtigeren Anleihen am Jahresschluß, verglichen mit dem Vorjahre, folgende Kurse:

	Ende 1905	Ende 1906	Kurs- unterschied
$3\frac{1}{2}$ proz. Reichsschatzanw. v. 1905	99,70	98,50	1,20
$3\frac{1}{2}$ „ Reichsanleihe	100,90	98,20	2,70
$3\frac{1}{2}$ „ Preußische Konsols	100,90	98,20	2,70
$3\frac{1}{2}$ „ Bayer. Staatsanleihe	99,90	97,75	2,15
$3\frac{1}{2}$ „ Hamb. „ (amort. v. 1904)	99,00	97,10	1,90
$3\frac{1}{2}$ „ Hess. Staatsanleihe	99,80	96,60	3,20
3 „ Reichsanleihe	88,90	87,20	1,70
3 „ Preuß. Konsols	88,90	87,20	1,70
3 „ Sachs. Staatsrente	87,90	86,25	1,65
3 „ Hess. Staatsanleihe	86,70	84,80	1,90
3 „ Hamb. „	86,50	85,50	1,00
4 „ Hess. „	103,60	103,20	0,40
3 „ Bremer „	86,25	84,80	1,45

Wenn hiernach die  $3\frac{1}{2}$ proz. Werte stärker betroffen wurden als die 3proz., so mag dieser Umstand auf die ungeheuerere Zahl  $3\frac{1}{2}$ proz. Neuemissionen zurückzuführen sein, soweit nicht die Erklärung dafür ausreicht, daß die 3proz. Effekten bereits in früheren Jahren in der Abwärtsbewegung vorausgeeilt waren.

<sup>1</sup> Vergl. Deutschen Börsenkalender der „Frankf. Ztg.“

## 1907.

Das Jahr 1907 bringt die bereits bei der Diskontbewegung beobachtete allgemeine Kreditverteuerung noch stärker zum Ausdruck. Die kreditbedürftigen Korporationen sahen sich genötigt, dieser Bewegung noch mehr als im Vorjahre nachzugeben und ihre Anleihen mit höherem Zinsfuß auszustatten. Nachdem am 4. Februar Baden noch einen Versuch gemacht hatte, eine größere Anleihe mit  $3\frac{1}{2}$ proz. Zinsfuß zum Zeichnungspreise von 96,50 unterzubringen (Rentabilität 3,63), fanden nur noch Emissionen 4proz. Staatsfonds statt. Trotzdem vermochte sich der Markt der niedriger verzinslichen Effekten nicht zu erholen, denn

1. waren zu Jahresanfang die erwähnten 120 Mill. M. der vorjährigen deutsch-preußischen Anleihe immer noch nicht untergebracht. Die Abgaben des Konsortiums, welches sich seines unerwünschten Besitzes zu entledigen suchte, drückten, sobald sich die geringste Besserung zeigte, die Kurse der älteren Anleihen. Außerdem waren die Interventionen des Konsortiums, das begreiflicherweise vor weiteren Neuerwerbungen zurückschreckte, in diesem Jahre verhältnismäßig selten. Hieraus erklären sich, wenigstens zum Teil, einmal die überaus starken Schwankungen, denen die Kurse der inländischen Staatsanleihen ausgesetzt waren, und dann gewisse Kursanomalien, wie sie sonst an Zahl und Stärke noch nicht zu beobachten gewesen waren. So kam es beispielsweise vor, daß  $3\frac{1}{2}$ proz. Preußische Konsols wesentlich höher als  $3\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihen bewertet wurden, während 3proz. Konsols billiger als 3proz. landschaftliche Pfandbriefe und 3proz. Anleihen anderer Bundesstaaten zu kaufen waren. Die folgenden Tabellen sind dem Berliner Jahrbuch 1907<sup>1</sup> entnommen:

	11. Juli	29. August	9. Oktober
$3\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe	94,00	92,25	94,40
$3\frac{1}{2}$ „ Preuß. Konsols	94,30	92,75	94,90
mithin Konsols Proz.	+ 0,30	+ 0,50	+ 0,50
	2. Januar	16. Januar	30. März
3proz. Preußische Konsols	87,30	86,70	85,60
3 „ landsch. Zentral-Pfandbr.	86,40	87,00	84,60
mithin Konsols Proz.	+ 0,90	- 0,30	+ 1,00
	5. Juli	23. August	10. Okt.
3proz. Preußische Konsols	83,90	81,80	85,40
3 „ landsch. Zentral-Pfandbr.	84,80	80,75	83,00
mithin Konsols Proz.	- 0,90	+ 1,05	+ 2,40

<sup>1</sup> Band I, Seite 221.

	2. Januar	18. März	1. Juni
3proz. Preußische Konsols	87,30	84,50	83,70
3 „ Sächs. Rente	86,30	84,90	83,30
mithin Konsols Proz.	+ 1,00	— 0,40	+ 0,40
	13. Juni	28. Sept.	
3proz. Preußische Konsols	83,50	84,50	
3 „ Sächs. Rente	84,10	83,90	
mithin Konsols Proz.	— 0,60	+ 0,60	

2. der Umtausch der niedriger verzinslichen Werte gegen 4proz. Stadt- und Staatsanleihen setzte sich fort. Vor allem wurde eine 4proz. Hamburger Staatsanleihe in Höhe von 60 Mill. M., welche Ende März zum Preise von 100,25 zur Zeichnung und zu 100,50 zur Einführung an der Berliner Börse gelangte, vieltach zu Tauschoperationen verwendet. Ferner wurde am 4. Mai die Ausgabe von 300 Mill. M. 4proz. Schatzscheine des Reichs und Preußens (100 weitere Mill. M. wurden einstweilen zurückbehalten) mit fünfjähriger Laufzeit zum Kurse von 99 von zahlreichen Kapitalisten als günstige Gelegenheit betrachtet, sich des immer beunruhigender werdenden Besitzes an nieder verzinslichen Rentenpapieren zu entledigen. Der Erfolg dieser Anleihe, welche eine mehr als 4proz. Verzinsung versprach, zeigte sich denn auch in einer 45fachen Ueberzeichnung und in einer Steigerung des Kurses um  $1\frac{1}{2}$  Proz., die allerdings später wieder verloren ging. Die 4proz. Bayerische Anleihe, welche im Juli zur Zeit einer vorübergehenden Erholung begeben wurde, konnte von vornherein einen Zeichnungspreis von 100,20 erzielen.

3. in der Erwartung, daß die Geldknappheit, die bis Ende des Jahres 1906 geherrscht hat, bald nachlassen werde, hatten zahlreiche Städte im vergangenen Jahre vorgezogen, ihren Kreditbedarf bis zum Frühjahr 1907 hinauszuschieben.<sup>1</sup> Das nicht langer aufschiebbare Anleihebedürfnis der Kommunen machte sich nun im Jahre 1907 mit elementarer Gewalt Luft und zwar im Gegensatze zu allen übrigen Kategorien von Kreditbedürftigen ohne Rücksicht auf die schwierige Marktlage. Dadurch wurde aber die Geldpressung noch vermehrt, und die Städte waren genötigt, ihre Anleihen, welche sämtlich nur noch zum 4proz. Typus begeben werden konnten, einige Prozent unter Pari abzusetzen. Durch die gewaltige Masse<sup>2</sup> dieser zu günstigeren Bedingungen angebotenen Effekten wurde aber der Druck auf die älteren Staatsfonds noch weiter vermehrt.

<sup>1</sup> Berliner Jahrbuch u. Conrad's Volkswirtschaft. Chronik.

<sup>2</sup> Vergl. unsere Ausführungen anlässlich der Geldmarktdarstellungen Seite 46 ff. ebenso das Diagramm 9.

4. der starkes Aufsehen erregende Uebergang der „Deutschen Hypothekenbank“ zum  $4\frac{1}{2}$ proz. Pfandbriefzinsfuß dürfte wohl ebenfalls zur Minderung der Kurse beigetragen haben, eine Vermutung, die umso mehr für sich hat, als dieser Uebergang mit dem tiefsten Stande unserer Staatsfondskurse zeitlich zusammenfällt. Wenn auch die erste Emission im August nur 10 Mill. betrug, welche zum Kurse von 101,30 Mark abgegeben wurden (Rentabilität 4,44 Proz.), so wurde doch die (unerfüllt gebliebene) Erwartung erweckt, daß dieses Beispiel allgemeine Nachahmung finden würde<sup>1</sup>.

5. In gleicher Richtung mag ferner auch die Steigerung des Hypothekenzinsfußes gewirkt haben, die sich im Laufe des Jahres 1907 durchsetzte und manche im Hypotheken- und Baugeschäft dringend erfordernde Kapitalien dorthin lenkte.

Unter diesen Gesichtspunkten sind die unauffhaltsamen Kursrückgänge des Jahres 1907 zu betrachten, welche nur um die Jahresmitte vorübergehend unterbrochen, im August in eine heftige Deroute übergingen und die niedrigsten Notierungen brachten, die unsere derzeitigen Staatsanleihen jemals aufzuweisen hatten.

Während die  $3\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe vom 1. August, an welchem Tage sie 93 notierte, auf 91,80 am 21. August herunterging, verlor die 3proz. vom 1. bis 15. August sogar 1,80 Proz., sodaß sie für 81,20 zu kaufen war. Von den bundesstaatlichen Anleihen, welche zum Teil noch stärkere Verluste erlitten, nennen wir hier noch die  $3\frac{1}{2}$ proz. Bremer Staatsanleihe, die vom 1. bis 20. August von 92, auf 89,90 also um 2,10 Proz. zurückging, und die 3proz. desselben Staates, die in der gleichen Zeit von 81 bis auf 79,10 fiel.

Damit waren die Kulminationspunkte erreicht — eine Umkehr zum Besseren bahnte sich an, nachdem die Milliarden verzehrende Hochkonjunktur einer stilleren kontinuierlichen Wirtschaftsepoche Platz gemacht hatte. Das langsame Steigen der Kurse, welches, nicht ohne von schweren Rückfällen verschont zu bleiben, von August ab einsetzte, wird daher von uns wieder einer neuen Zinsfußepoche zugerechnet.

Wie früher, so bringen wir auch bei Abschluß dieses Zeitraums eine Gegenüberstellung der Höchst- und Niedrigstkurse zu Beginn und Ende unserer Epoche:

	Höchster Kurs im Jahre	Niedrigster Kurs 1907	Kurs- rückgang
$3\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe (03)	103,30	91,80	11,50
$3\frac{1}{2}$ „ Preuß. Kons. (03)	103,20	92,00	11,20
$3\frac{1}{2}$ „ Bayer. Anl. (03)	102,00	91,50	10,50
3 „ Reichsanleihe (02)	93,50	81,20	12,30
3 „ Preuß. Kons. (03)	93,90	81,25	12,65

<sup>1</sup> Vgl. Frkf. Ztg. u. Berliner Jahrbuch.

		Höchster Jahres- durchschnitt	Niedrigster Jahres- durchschnitt 1907	Kurs- rückgang
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> proz. Reichsanleihe	(03)	102,29	94,66	7,63
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " Preuß. Kons.	(03)	102,20	94,89	7,31
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " Bayer. Anl.	(03)	101,15	94,15	7,00
3 " Reichsanleihe	(02)	92,18	84,15	8,03
3 " Preuß. Kons.	(02)	91,98	84,14	7,84
		Höchst- kurs	Niedrigst- kurs 1907	Kurs- rückgang
4proz. Hess. Anleihe	(Juni 03)	106,40	99,10	7,30
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " " "	(Dez. 03)	101,80	91,00	10,80
3 " " "	(Febr. 03)	91,50	79,10	12,40
3 " Sachs. Rente	(Febr. 02)	91,70	81,60	10,10
3 " Hamb. Staatsanl.	(Febr. 03)	91,00	79,75	11,25
3 " Bremer "	(Febr. 03)	90,80	79,50	11,30

Die stärksten Kursrückgänge finden sich demnach bei den 3proz. Papieren, die geringsten bei den 4proz. Am wenigsten vermochten sich die 3proz. Hessischen Staatsanleihen zu behaupten.<sup>1</sup> Als besondere Ursache mag wohl der Umstand mitspielen, daß das Großherzogtum als der verhältnismäßig am meisten verschuldete Staat des Deutschen Reiches bekannt ist (1907 fast 400 Mill. M. Staatsschulden, welche inzwischen einer noch weiteren ansehnlichen Vermehrung entgegengegangen sind). Die Realverzinsung aller Werte mußte entsprechend eine sehr starke Zunahme erfahren.

		Realverzinsung		Rentabilitäts- steigerung in Proz.
		des höchsten Jahresdurch- schnittskurses	des niedrigsten Jahresdurch- schnittskurses	
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> proz. Reichsanleihe	(03)	3,42	3,70	0,28
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " Preuß. Kons.	(03)	3,42	3,69	0,27
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " Bayer. Anl.	(03)	3,46	3,72	0,26
3 " Reichsanleihe	(02)	3,25	3,57	0,32
3 " Preuß. Kons.	(02)	3,26	3,57	0,31

Noch auffallender wird natürlich der Unterschied, wenn man die Realverzinsung der höchsten notierten Kurse derjenigen der niedrigsten Kurse gegenüberstellt.

		Realverzinsung		Rentabilitäts- steigerung in Proz.
		des höchsten Kurses	des niedrigsten Kurses Herbst 1907	
4proz. Hess. Staatsanl.	(03)	3,76	4,04	0,28
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " Reichsanleihe	(02)	3,39	3,81	0,42
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " Preuß. Konsols	(03)	3,39	3,81	0,42
3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> " Bayer. Anleihe	(03)	3,43	3,83	0,40

<sup>1</sup> Vergl. auch Tabelle 37.

		Realverzinsung		Rentabilitäts- steigerung in Proz.
		des höchsten Kurses	des niedrigsten Kurses Herbst 1907	
3 $\frac{1}{2}$ proz. Hess. Anleihe	(03)	3,44	3,85	0,41
3 „ Reichsanleihe	(02)	3,21	3,70	0,49
3 „ Preuß. Konsols	(03)	3,26	3,69	0,43
3 „ Sachs. Rente	(02)	3,27	3,68	0,41
3 „ Hess. Anleihe	(03)	3,28	3,79	0,51
3 „ Hamb. Staatsanl.	(03)	3,30	3,78	0,48
3 „ Bremer „	(03)	3,30	3,77	0,47

Wenn wir nun bedenken, daß Anfang 1903 für unsere besten Staatsanleihen der nominelle 3proz. Zinsfuß üblich war, und daß damals die Realverzinsung dieser Werte nicht ganz 3 Proz. betrug, wenn wir ferner in Rechnung ziehen, daß das Reich und Preußen seit 1905 für langfristigen Kredit den 3 $\frac{1}{2}$ proz. Typus wieder annehmen und dafür am Schluß dieser Epoche eine Realverzinsung von mehr als 3,80 Proz. berechnen mußten, so darf man hiernach als Resultat dieser Hochkonjunkturperiode eine Zinsfußsteigerung annehmen, welche  $\frac{1}{2}$  Proz. noch wesentlich überschreitet und selbst die Teuerung des Staatskredits im Jahre 1900 noch hinter sich läßt. Die Emission von 400 Mill. M. 4proz. Schatzanweisungen durch das Reich und Preußen, die wie im Jahre 1900 nur ein Notbehelf war, sowie die Aufnahme langer Schulden zu 4 Proz. und gleichfalls unter Pari seitens mehrerer Bundesstaaten lassen aber darauf schließen, daß auch eine fundierte Anleihe des Reichs im zweiten Halbjahr 1907 eine noch höhere als 3 $\frac{4}{5}$ proz. Effektivverzinsung, wahrscheinlich eine 4proz., erfordert haben würde. Ließen sich doch in diesem Teuerungsjahre einige Stadtgemeinden die Ermächtigung erteilen, nötigenfalls einen noch höheren Zinsfuß einzuführen, während die „Deutsche Hypothekenbank“, wie wir gesehen haben, tatsächlich zum 4 $\frac{1}{2}$ proz. Typus für ihre Pfandbriefe überging.<sup>1</sup> Wir erwähnen dies hier nur deshalb nochmals, um zu erklären, wie fest sich der 4proz. Satz als Mindestsatz für Staatsanleihen wieder einzubürgern begann und wie weit entfernt die niederverzinslichen Werte von der Wiedererreichung ihres Nennwertes waren.

#### 4. Seit August 1907.

##### 1907.

Auf die aufregende Baisse, welche im August 1907 fast sämtliche Werte ergriffen hatte, folgte im nächsten Monat eine

<sup>1</sup> Berliner Jahrbuch 1907 und „Frankf. Zeitung“.

kräftige Erholung der Staatsfondspapiere, die zwar durch die amerikanische Zahlungsmittelkrisis und ihre Wirkungen auf den deutschen Geldmarkt im Oktober wieder eine Abschwächung erfuhr, aber im allgemeinen doch eine zeitlang Stand hielt und bereits als der Beginn einer neuen Zinsfußepoche gedeutet werden darf. Die Ursachen der Aufwärtsbewegung waren verschiedener Art:

1. Der Höhepunkt der Konjunktur war, wie wir bereits früher darzulegen versuchten, in den Sommermonaten überschritten worden, und in der Bewertung der Dividendenpapiere bereits seit Jahresbeginn eine weniger optimistische Auffassung an die Stelle der spekulativen Preistreibereien getreten.<sup>1</sup> Zwar war der allgemeine Leihwert des Geldes als Folge des Mißverhältnisses zwischen Kapitalnachfrage und Kapitalvorrat noch immer im Steigen, aber nicht wenige Kapitalisten wandten sich schon von der einseitigen Bevorzugung der Dividendenpapiere, deren starkes Risiko sie mehr und mehr empfanden, ab und richteten ihr Interesse wieder auf die festverzinslichen Werte, deren tiefer Kursstand ihnen außerdem auch einen gewissen spekulativen Anreiz bot.

2. Die Ueberzeugung, daß eine so niedrige Bewertung unserer Staatspapiere unangebracht sei, faßte auch in den aufgeklärten Kreisen des Auslands, das sich vielfach in Angriffen auf die Solidität unserer Volkswirtschaft, unseres Finanzwesens und unserer Valuta nicht genug gefallen konnte (Times und andere deutschfeindliche Blätter!), Boden. Nach Frankreich und England sollen daher damals von den billig käuflichen deutschen Staatsfonds ansehnliche Beträge abgeflossen sein. Gefördert wurde dieser Abfluß und schließlich auch die inländische Kauflust durch das — allerdings unbegründete — Gerücht, daß die Einführung von deutschen Anleihen an der Pariser Börse bevorstehe.<sup>2</sup> Wenn sich die 3proz. Papiere kräftiger als die 3½proz. erholten, so dürfte wohl gerade darin die Beteiligung des Auslandes zum Ausdruck kommen, soweit der Grund nicht in dem Umstande zu suchen ist, daß sich von den letzteren Papieren noch erhebliche Bestände im Besitz der ehemaligen Mitglieder des inzwischen aufgelösten Konsortiums<sup>3</sup> befanden, welche die Kurssteigerung nach besten Kräften benützten, sich ihrer 3½proz. Restbestände, die sie als eine dauernde Last empfanden, endlich zu entledigen.

Nachdem so bis zum 9. Oktober die 3½proz. Papiere etwa 3 Proz., die 3proz. etwas mehr als 4 Proz. von ihren Verlusten wieder eingebracht hatten, trat ein heftiger Rückschlag ein, welcher bis 17. Dezember anhielt und als Folge der amerikanischen Krisis und ihrer Wirkungen auf das deutsche Wirt-

<sup>1</sup> Vergl. Tabelle 10.

<sup>2</sup> „Frankf. Ztg.“ und Berliner Jahrbuch 1907.

<sup>3</sup> Welches die Reichsanleihe vom April 1906 übernommen hatte.

schaftsleben, welche wir an früherer Stelle bereits zu betrachten Gelegenheit hatten, angesehen werden muß. Die überaus hohen Zinssätze, zu deren Anwendung die Reichsbank, wie die übrigen großen Notenbanken zur Abwehr der übertriebenen amerikanischen Goldansprüche plötzlich und unvermutet gezwungen war, der Abfluss der noch verfügbaren Kapitalien in den Wechselverkehr und die Beunruhigung, welche manche Kapitalisten ergriff und in ihnen die Gefahr vorspiegelte, es könnten sich die Vorgänge am amerikanischen Geldmarkte in gleicher Auflage an der heimischen oder auch nur an anderen europäischen Börsen wiederholen, dazu auch eine Anzahl von Liquidationen, durch welche schwache Hände zum Verkauf ihrer Papiere genötigt wurden, sowie eine weitere Minderbewertung der Dividendenpapiere rissen die Kurse der sicheren festverzinslichen Werte noch einmal von ihrer kaum erklommenen Position herab. Doch ist es das beste Zeichen für die Solidität der voraufgegangenen raschen Erholung, daß ein gleich tiefer Stand der Staatsfondskurse, wie er im vergangenen August eingenommen wurde, sich nicht wiederholte, und daß bereits am Jahresschluß wieder eine, wenn auch leichte Besserung zu verzeichnen war.

	21. VIII.	9. X.	Kurs- besse- rung	17. XII.	Kurs- rück- gang	31. XII.	Kursbesse- rung von August bis Jahresschl.
3 $\frac{1}{2}$ proz. Reichsanleihe	91,80	94,40	2,60	91,90	2,50	93,60	1,80
	15. VIII.	9. X.		16. XII.		31. XII.	
3 proz. Reichsanleihe	81,20	85,40	4,20	82,10	3,30	82,75	1,55
	20. VIII.	9. X.		17. XII.		31. XII.	
3 $\frac{1}{2}$ proz. Preuß. Kons.	92,00	94,90	2,90	92,50	2,40	94,00	2,00
	15. VIII.	9. X.		16. XII.		31. XII.	
3 proz. Preuß. Kons.	81,25	85,40	4,15	82,10	3,30	82,70	1,45
	15. VIII.	10. X.		11. XI.		31. XII.	
3 proz. Sächs. Rente	81,60	84,80	3,20	82,30	2,50	83,30	1,70

In dem vorübergehenden Charakter dieser erneuten, von außen hineingetragenen Baisse sehen wir aber eine Bestätigung dafür, daß es richtig gewesen ist, wenn wir die Cäsur in der Zinsfußdarstellung bereits nach dem Tiefstande des Monats August gemacht haben, da dieser Tiefstand in einer länger andauernden Entwicklung der heimischen Verhältnisse der deutschen Wirtschaft und des deutschen Kapitalmarktes, begründet gewesen war.

## 1908.

In den ersten Quartalen des Jahres 1908 machte aber die Besserung des Kursstandes unserer Staatspapiere nicht die Fortschritte, welche nach dem Voraufgegangenen im Bereich

einer wohlbegründeten Erwartung gelegen hatten. Die Ursachen dieser Erscheinung glauben wir in folgenden Tatsachen erkennen zu dürfen.

1. Es ist klar, daß sich nach den Wehen, welche den Geld- und Kapitalmarkt im Laufe des Jahres 1907 durchzuckten, der Rest von Kraft und Widerstandsfähigkeit, der zuvor noch vorhanden gewesen war, nicht so rasch wieder einstellte. Die Erschöpfung, die nach der Ueberanstrengung zurückblieb, bildete noch längere Zeit ein warnendes Zeichen, die beginnende Genesung nicht auf allzu harte Proben zu stellen. Die völlige Gesundung konnte natürlich nur um so langsamer vor sich gehen, je mehr Elemente sich gegen die Schonung sträubten. Bereits bei Gelegenheit der Diskontdarstellung haben wir gesehen, daß die Anforderungen, welche von den verschiedensten Seiten an den Markt gestellt werden, schon wieder einen gewaltigen Umfang erreichten.<sup>1</sup> Diese Tatsache stellen wir an die Spitze, um zu erklären, warum die Erholung unserer Staatsfondskurse im Jahre 1908 nicht dasjenige Maß erreichte, welches wohl andernfalls hätte erwartet werden dürfen.

Von den 2267 Mill. M. (Kurswert),<sup>2</sup> welche im ersten Halbjahr insgesamt neu begeben wurden, entfiel fast die Hälfte auf den Kapitalbedarf der deutschen Staaten (1069 Mill. M. Kurswert), und dies war nur der dringlichste Bedarf, welcher nicht mehr länger zurückgehalten werden konnte; denn im zweiten Halbjahr 1907 hatten alle deutschen staatlichen Finanzverwaltungen von einer Inanspruchnahme des Marktes völlig abgesehen und im ersten Halbjahr des Vorjahres nur 541 Mill. M. neu begeben. Für die deutschen Stadt- und Provinzial-emissionen betragen die entsprechenden Ziffern:

	Mill. M. Kurswert
1. Halbjahr 1908	525,90
2. „ 1907	176,72
1. „ 1907	319,34

2. Ein weiteres Hindernis für einen Aufschwung der Kurse der älteren Anleihen waren die Fortschritte, welche der Uebergang zu höheren Zinstypen machte.

Allerdings versuchte Preußen, wie es im vergangenen Jahre das Reich mit seiner 4proz. Schatzanleihe getan hatte, zu Beginn des Jahres mit einem Provisorium auszukommen, indem es in Deutschland eine Neuheit einführte, nämlich nach englischem Muster eine variable Anleihe auflegte, welche für die ersten 10 Jahre 4Proz., für weitere 5 Jahre  $3\frac{3}{4}$  Proz. und von da ab  $3\frac{1}{2}$  Proz. Zinsen zusagte.

Diese Anleihe brachte aber noch nach anderen Richtungen hin unerwartete Neuerungen. Sie wurde in den ersten Tagen

<sup>1</sup> Vergl. oben S. 63.

<sup>2</sup> Die Ziffern sind der Frankf. Zeitung vom 26. Juni 1908 entnommen.



genannten Preußenkonsortiums beschränkt, sondern sämtliche Banken und ähnliche Institute wurden gleichmäßig zur Teilnahme berufen, indem sie die Berechtigung erhielten, gegen  $\frac{1}{4}$  Proz. Vergütung Zeichnungen auf Buchforderungen zu vermitteln. Der Zeichnungspreis war auf  $98\frac{1}{2}$  festgesetzt. Der wirkliche Aufwand an Zinsen berechnet sich daher nach einem Realzinsfuß von 4,07 Proz. Für das Nähere verweisen wir auf den Prospekt, um deswillen, weil die Ankündigung technische Neuerungen aufweist, die man bis dahin bei der bürokratischen Organisation und Geschäftsführung unserer Finanzverwaltungen, insbesondere der preußischen, nicht zu erwarten gehofft hatte, und die insofern einen Wendepunkt in der Geschichte unserer Emission herbeizuführen schienen, als sie eine verbesserte Technik an die Stelle der veralteten und unelastischen, eine vermehrte Anpassung an den Markt an die Stelle der seitherigen schematischen und bürokratisch-rücksichtslosen Schuldaufnahme setzten.

Die untechnische Handhabung unserer Anleihepolitik ist aber — worauf ja häufig, u. a. von K. Kimmich<sup>1</sup> — hingewiesen wurde, eine der Hauptursachen für den dauernd schlechteren Stand der deutschen Anleihen im Vergleich mit zahlreichen ausländischen, insbesondere den französischen und englischen gewesen. Fürst Bülow gestand dies in folgenden Worten unumwunden zu, indem er noch weitere Verbesserungen in Aussicht stellte:<sup>2</sup> „Ich habe Erhebungen darüber veranstaltet, ob der niedrige Kursstand unserer Anleihen nicht auf verbesserungsfähige finanztechnische Gepflogenheiten zurückzuführen ist . . . Ich glaube, daß viel geholfen werden kann durch verbesserte finanztechnische Usancen, besonders durch ein zweckmäßigeres Verfahren bei der Begebung unserer Anleihen. Ich glaube, daß wir hier wie an vielen anderen Stellen kaufmännischer werden arbeiten müssen.“

Wie wenig die Schuldbuchanleihe den Markt gedrückt hatte, zeigt die Tatsache, daß am 20. Januar 1908, also 2 Wochen nach der Emission, die 181 Mill. M. erbracht hatte, eine 4proz. Hamburgische amortisable Staatsanleihe im Betrag von 65 Mill. M. ebenfalls einen Zeichnungspreis von  $98\frac{1}{2}$  erhalten konnte.

Das Hauptereignis des Jahres war aber die große gemeinschaftliche Anleihe des Reichs (250 Mill. M.) und Preußens (400 Mill. M.), welche im April zum Uebernahmekurse von 98,40 an ein Konsortium begeben wurde und für Buchschuldstücke einen Zeichnungspreis von 99,30, für Schuldforderungen von 99,50 erbrachte. Dieser Anleihe kam sicher die gute Klassierung der vorausgegangenen Buchschuld sehr zu statten. Der Erfolg der Zeichnung war daher insofern sehr befriedigend,

<sup>1</sup> A. a. O.

<sup>2</sup> In seiner am 19. November 1908 im Reichstag gehaltenen Rede.

als ein sich der Hälfte der gesamten Emission nähernder Betrag mit Sperrverpflichtung bezeichnet wurde und sofort als klassiert angesehen werden konnte. Auch unter den Subskribenten auf freie Stücke war diesmal das spekulative Element viel weniger beteiligt, als es sonst der Fall zu sein pflegte.<sup>1</sup> Doch war ein Restbetrag von 120 Mill. M. nicht sofort unterzubringen, sondern konnte erst nach und nach mit zunehmender Verflüssigung des Marktes durch ein Unterkonsortium Mitte August ausverkauft werden.<sup>2</sup> Nachdem seit Frühjahr außerdem mehrere Hundert Mill. M. Schatzanweisungen des Reichs und Preußens teils konvertiert, teils neu geschaffen worden waren, wurden am 1. Oktober weitere 100 Mill. M. Reichs- und 145 Mill. M. Preußische schwebende Schulden konvertiert. Bei dem Umtausch der  $3\frac{1}{2}$ proz. in 4proz. Stücke erhielten die Umtauschenden eine Zuzahlung von 60 Pf. für 100 M. Nennwert.

Besondere Erwähnung verdient noch eine deutsche Schutzgebietsanleihe, die erste, welche diesen Namen führt. Auch hier griff man zu einer Neuerung, indem man äußerlich eine Trennung der Reichs- und Kolonialschuld vornahm und einen Teil des Reichsschuldenzuwachses verschleierte. Die neue Anleihe wird daher zwar getrennt notiert, besitzt aber dieselbe Sicherheit wie eine direkte Reichsanleihe.<sup>3</sup> Der Vorteil, welcher für den Kredit des Reiches aus dieser Trennung erwartet werden darf, liegt darin, daß unsere Reichsschuld in Zukunft um den Betrag der seit 1908 aufgenommenen und im Fall der Beibehaltung dieses Modus um den Betrag der später neu aufzunehmenden Kolonialschulden geringer erscheint. Wenn auch der etwa zu erzielende Erfolg nur auf einem taktischen Manöver beruht, so ist er doch keineswegs zu verachten. Auch bei der Unterbringung dieser Anleihe zeigte sich eine größere Anpassung an den Markt. Sie wurde nämlich im Juni 1908 in Höhe von 30 Mill. M. zu 99 subskribiert, ein Restbetrag von  $8\frac{3}{4}$  Mill. M. aber bis Ende November zurückgehalten. Zu dieser Zeit hatte sich der Staatsfondsmarkt noch weiter konsolidiert. Der Uebnahmepreis konnte daher diesmal auf  $99\frac{1}{2}$  festgesetzt werden.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> „Frankf. Zeitung“ vom 18. April 1908 (Abendbl.), auch vom 22. Mai 1908 (Abendbl.).

<sup>2</sup> „Frankfurter Zeitung“ vom 23. August 1908.

<sup>3</sup> Der Weg, der hier in Deutschland zum ersten Male eingeschlagen wurde, hat mit der Einrichtung der englischen Kolonialanleihen nichts zu tun. In England nehmen die Kolonialschulden bezüglich ihrer Stellung auf dem Geldmarkte ein ähnliches Verhältnis zur englischen Staatsschuld ein, wie in Deutschland die Schulden der Gliedstaaten zur Reichsschuld. Für die von den englischen Kolonien aufgenommenen Anleihen haftet das Mutterland nicht, ja, die Kolonien, mit Ausnahme Indiens, bedürfen zur Kontrahierung neuer Schulden der Erlaubnis des englischen Parlamentes nicht. (Vergl. Kimmich a. a. O.)

<sup>4</sup> „Frankf. Zeitung“ vom 2. Dezember 1908.

Die  $3\frac{1}{2}$  und 3proz. Staatspapiere wurden während eines großen Teiles des Jahres in ihrer Aufwärtsbewegung gehemmt oder wieder zurückgeworfen infolge der gewaltigen Neuemissionen höher rentierender Effekten (Staats-, Kommunal- und Industrieobligationen),<sup>1</sup> welche in großen Mengen zum Umtausch verwendet wurden. Ein zielloses Steigen und Sinken ist daher für die Kurse dieser Papiere charakteristisch, obwohl sie keine Vermehrung erfuhren. Bei den  $3\frac{1}{2}$ proz. war die Bewegung diesmal sogar noch ungünstiger als bei den 3proz. Die Kurse der  $3\frac{1}{2}$ proz. Preußischen Konsols sanken von 93,80 am 2. Januar bis auf 90,90 im Monat Mai und erreichten damit einen noch tieferen Stand als im August des Vorjahres (niedrigster Kurs 92,00). Diese unzuverlässige Haltung der Kurse unserer älteren Anleihen setzte sich im Gegensatz zu den Besserungen ausländischer Werte bis in den Herbst fort, sodaß sich die Rentabilität immer mehr zugunsten der deutschen Effekten verschob. „Das Mehr an Verzinsung, das die ausländischen Werte geben,“ so schreibt die „Frankf. Ztg.“ vom 26. Juni 1908, der wir die folgenden Tabellen entnehmen, „ist vielfach so gering geworden, daß in der Tat die ganze Ehrfurcht des Deutschen vor dem Fremden, wie sie aus den Zeiten der Kleinstaaterei übernommen wurde, dazu gehört, auch jetzt noch die Anleihen des eigenen Landes hinter die ausländischen zurückzustellen. Norwegen, Schweden, Italiener und — Griechen geben eine niedrigere Rente als die Anleihe des Deutschen Reiches, Spanier und Türken nur eine um wenige Bruchteile höhere! Das sollte bei dem jetzigen Anlagetermin wirklich nicht unbeachtet bleiben.“

Rentabilität am 18. Juni 1908

4proz. Reichsanleihe	4,04	Proz.
4 „ Oesterr. Goldrente	4,09	„
4 „ Ung. Goldrente	4,30	„
4 „ unit. Türken	3,13	„
4 „ Span. Rente	4,25	„
4 „ Mexiko, innere	4,42	„
4 „ Rumän. Rente 94	4,96	„
4 „ Russ. Obl. 80	5,04	„
4 „ Serb. Anl. 95	5,10	„
4 „ Chik.-Milw. R.-R.-Bds.	4,12	„
4 „ Böhm. Westbahn-Pr.	4,20	„
6 „ Chines. Obl. 95	4,68	„
5 „ Türk. kons. Obl. 90	4,35	„
4 „ Griech. Anl. 87	3,37	„
$3\frac{1}{2}$ „ Preuß. Konsols	3,80	„
$3\frac{1}{2}$ „ Schwed. Obl. 80	3,90	„
$3\frac{3}{4}$ „ Ital. Rente	3,69	„
3 „ Norw. Obl. 88	3,70	„
3 „ Reichsanleihe	3,61	„

<sup>1</sup> Vergl. Diagramm 9.

Die erste Woche des Oktober brachte dann unvermutet eine Reihe politischer Ereignisse, welche, schon weil sie sich am Balkan abspielten und in schroffster Form den Berliner Vertrag von 1878 durchbrachen, sehr leicht zu ernstesten kriegerischen Verwickelungen führen konnten. Der Okkupierung der Orientbahnen durch Bulgarien folgte die Unabhängigkeitserklärung dieses Staates und fast gleichzeitig die Annektierung Bosniens und der Herzegowina durch Oesterreich-Ungarn. Von den heimischen Fonds erfuhren in Uebereinstimmung mit den fremden Renten die empfindlichen 3 und  $3\frac{1}{2}$ proz. Gattungen einen Rückgang, erstere bis nahezu 1 Proz., wahrscheinlich auf größere ausländische Abgaben<sup>1</sup> hin. Uebrigens erlitten sämtliche Börsengebiete teils größere, teils kleinere Kursverluste, je nachdem in den einzelnen Effektingattungen sich die Spekulation betätigt hatte.

	2. Oktober	9. Oktober	Kursverlust
3proz. Reichsanleihe	84,20	83,35	0,85
$3\frac{1}{2}$ " " "	92,45	92,15	0,30
1902er Russen "	83,75	79,85	3,90
$4\frac{1}{2}$ proz. Japaner	91,35	89,75	1,60
Diskonto-Kommandit	180,10	173,75	6,35
Deutsche Bank	241,20	233,10	8,10
Laurahütte	211,50	197,00	14,50
Gelsenkirchener	193,65	184,25	9,40
Allg. Elektriz.-Ges.	226,80	214,50	12,30

Nun aber machte die Erholung merkliche und ununterbrochene Fortschritte in demselben Maße, in dem die dauernde Placierung der neuemittierten Massen von Schuldtiteln vor sich ging und der Abstand des stabil bleibenden Diskontes von den Sätzen des Vorjahres zunahm. Einige Beispiele, welche wir wiederum dem Frankfurter Kurszettel entnehmen, legen davon Zeugnis ab.

31. Dezember 1908:

4proz. Reichsanleihe	102,50
$3\frac{1}{2}$ " "	94,60
3 " "	85,60
4 " Schutzgebietsanleihe	100,90
4 " Bayer. unk. 1918	102,70
$3\frac{1}{2}$ " Braunschweiger	92,40
3 " Els.-Lothr. Rente	84,50
$3\frac{1}{2}$ " Hamb. Staatsrente	93,80
4 " Hess. Anl. (1906)	102,00
3 " Sächs. Rente	85,00

<sup>1</sup> „Nach kompetenten Schätzungen“ belief sich der Betrag der in ausländischem Besitze befindlichen Reichsanleihen nach Mitte 1908 auf über 400 Mill., Preußischen Konsols auf 80—105 Mill. Vergl. Denkschriftenband Teil IV. Seite 247.

### 1909.

Zunächst brachte das Jahr 1909 insofern manche Enttäuschung, als das Steigen der Obligationenkurse nicht diejenigen Fortschritte machte, die mit einer gewissen Berechtigung — namentlich bei einem Vergleich mit der ersten Depressionsepoche 1900 bis 1902 — erwartet worden waren.

Dafür war 1908 wiederum zuviel Kapital neu investiert worden. Esslen<sup>1</sup> schätzt, daß in dem Zeitraum von 1901 bis 1908 an deutschem volkswirtschaftlichem Kapital neu investiert wurden:

in Wertpapieren	14,6 Milliarden M.	(jährl. 1,8)
in Gebäuden	19—20	„ „ (jährl. 2,5)
in anderen Anlagen	4,4—5,4	„ „ (jährl. 0,6)

ingesamt 38—40 Milliarden M. ( $4\frac{3}{4}$ —5jährl.)

Hinter diesen Summen blieb das Jahr 1909 kaum zurück. Stellten sich doch im ersten Halbjahr<sup>2</sup> die gesamten Emissionen auf nicht weniger als 2180,01 Mill. M. im Kurswerte von 2222,36 Mill. M. Die Bedeutung dieser Summe erhellt am besten aus einem Vergleich mit den Emissionsbeträgen der früheren entsprechenden Zeiträume. So wurden neu ausgegeben im ersten Halbjahr 1908 2228 Mill. nominell mit 2259,32 Mill. M. Kurswert, im ersten Halbjahr 1907 1405,79 bzw. 1488,55 Mill. M., im ersten Halbjahr 1906 1921,03 bzw. 2074,19 Mill. M. Es kann demnach von einem Rückgang überhaupt nicht die Rede sein.

Fast die Hälfte des gesamten Neubedarfs wird auch diesmal wieder durch die neuen Staatsanleihen in Anspruch genommen, welche, wie im Vorjahre, eine Milliarde M. noch überstiegen. Der Lowenanteil entfällt auf die 800 Millionenanleihe des Reichs und Preußens, die Anfang Mai zur Hälfte in 4proz. und versuchs halber zur Hälfte in  $3\frac{1}{2}$ proz. Schuldverschreibungen zur Ausgabe gelangte. Die Anleihen Badens, Bayerns, Hamburgs, Bremens usw. waren dagegen sämtlich mit 4proz. Verzinsung ausgestattet. Der Zeichnungspreis betrug für die 4proz. Werte der gemeinschaftlichen Anleihe 102,70 Proz.,<sup>3</sup> für die  $3\frac{1}{2}$ proz. 95,60 Proz. Für Schuldbuchstücke wurde  $\frac{1}{4}$  Proz. Ermäßigung zugesagt. Die 4proz. Anleihen wurden etwa doppelt, die  $3\frac{1}{2}$ proz. etwas weniger gezeichnet. Die ungeheuren Ueberzeichnungen früherer Jahre, die z. B. noch 1907 auf 300 Mill. M. Schatzanweisungen  $13\frac{1}{2}$  Milliarden M. Anmeldungen gebracht hatten, sind demnach glücklich vorüber. Der geringe Unterschied zwischen Tageskurs und Zeichnungspreis, der neuerdings üblich geworden ist, läßt den „Konzertzeichnern“ einen zu geringen Profit. Sehr befriedigend fiel weiter die Zahl der Anmeldungen zu den Staatsschuldbüchern aus. Als Ergebnis konnte sich daher auch diesmal bei verminderter Quantität eine

<sup>1</sup> A. a. O.

<sup>2</sup> Statistik der Frankf. Zeitg. vom 5. Juli 1909 Abdbl.

<sup>3</sup> Gleichzeitig begab Italien eine  $3\frac{1}{2}$ proz. Anleihe zu 102.

erhebliche Besserung der Qualität des Käuferkreises konstatieren lassen. Dies ist aber für die endgiltige Placierung unserer Anleihen von hervorragender Wichtigkeit und wahrscheinlich das praktische Resultat der langjährigen Kritik, welche an der früheren, gänzlich unzulänglichen Technik der Begebungen geübt worden war, vor allem auch von Kimmich,<sup>1</sup> dessen treffliches Buch auch in der zitierten Denkschrift des Reichsschatz-amts in gebührendem Maße Beachtung gefunden hat.

Die Realverzinsung der neuen Anleihen berechnet sich nach dem Zeichnungspreise auf 3,992 und 3,661 Proz., die der gleichzeitig begebenen italienischen Rente auf 3,43 Proz.

Was den Kursstand anlangt, so hatte einen dauernd drückenden Einfluß während des ganzen ersten Quartals die gesamte politische Lage am Balkan. Wurde doch der Krieg zwischen Oesterreich und Serbien, aus dem in Anlehnung an die europäische Bündnis- und Interessenkonstellation nur allzu-leicht größere politische Verwicklungen hervorgehen konnten, nur mit äußerster Mühe vermieden. Von der Beseitigung der Kriegsgefahr an, Ende März, war dann das ungewisse Schick-sal der Reichsfinanzreform das Haupthindernis eines gesunden Kursaufschwungs. Die verschiedenen der Börse und dem Wert-papierhandel drohenden Vorschläge verursachten oft plötzliche krampfhaftige Zuckungen der Effektenkurse und ließen, je mehr es in den Sommer hineinging, keine Besserung mehr zu.

Als Resultat des Zeitraums von 1907 bis 1909 läßt sich demnach ein Sinken des Zinsfußes für erstklassige Staats-papiere von über 4 auf  $3\frac{2}{3}$  Proz. für beschränkte Anleihesummen annehmen.

Die Folgezeit brachte eine gewisse Stabilisierung des allerdings immer noch im Vergleich zu früheren Zeiten ungewöhnlich hohen Zinsfußes. Vielleicht ist der Reichsfinanz-reform diese günstige Wirkung zu danken, so scharf und berechtigt auch sonst die Kritik an diesem Gesetzeswerk sein mußte, die ja auch nur ihren wirtschaftlichen und sozialen Ein-flüssen galt. Hand in Hand mit der Sanierung der Reichs-finanzen suchten dann auch die deutschen Einzelstaaten, deren Finanzen infolge des Systems der Matrikularbeiträge und Ueber-weisungen in dauernder lästiger Abhängigkeit von den Reichs-finanzen stehen, Reformen ihres Finanzwesens anzubahnen. Diese wichtigen Reformen dürften nicht nur die zukünftige Ge-staltung des Zinsfußes der Reichs- und Staatspapiere beeinflussen, sondern bei der beherrschenden Stellung derselben auf dem Markte der festverzinslichen Werte zum guten Teile auch die Höhe des Zinses, den die übrigen Schuldner bewilligen müssen.

---

<sup>1</sup> A. a. O.

### B. Der Zinsfuß der Stadtoptionen.

In seinem Aufsatz „Der Preußische Sparkassengesetzentwurf vom Standpunkt städtischer Finanzpolitik“<sup>1</sup> schreibt Friedrich Zahn: „Der Kurs der Staatsanleihen ist der Gradmesser für den Kurs der Städteoptionen. Der Kurs der Staatspapiere und seine Hebung für unsere Volkswirtschaft und unseren Kredit äußert seinen Einfluß auf alle öffentlich-rechtlichen Papiere, Kommunalanleihen, landschaftliche Pfandbriefe usw. Der Kurs der letzteren folgt tatsächlich dem der Staatspapiere nach oben wie nach unten. Wenn die Staatspapiere sinken, sinken die Städteoptionen erst recht. Steigt andererseits der Kurs der Staatspapiere, so steigen auch die Städteoptionen und lassen sich zu höheren Kursen unterbringen . . . . Von einem Kurs der Städteoptionen, der dem inneren Wert entspricht, kann nicht gesprochen werden, trotzdem die Papiere hinreichend sicher sind, da für die betreffende Schuld das Vermögen und die Steuern der Kommunen haften. Auch die Kurse der Städte, unter sich betrachtet, weisen keineswegs diejenigen Unterschiede auf, welche der verschiedenen Solvenz der einzelnen Städte entsprechen würden. Lediglich Angebot und Nachfrage regeln den Kurs, wobei manches geschieht, um Angebot und Nachfrage künstlich zu beeinflussen, jedoch nicht etwa nach Maßgabe der Qualität der betreffenden Anleihen, sondern lediglich nach Maßgabe des Interesses, das die Stadt oder der Emittent an dem Stand der Papiere haben. Der Kurs ist regelmäßig noch um 2 bis 3 Proz. niedriger als der Kurs der gleichverzinslichen Konsols und vielfach auch niedriger als die Optionen der mittleren und kleineren Bundesstaaten, als die gleichverzinslichen Pfandbriefe der landwirtschaftlichen Kreditinstitute.“

Im Hinblick auf die berührte Abhängigkeit, in welcher sich die kommunalen Anleihen in Zinsfußwahl und Kursbildung von den staatlichen befinden, glaubten wir darauf verzichten zu dürfen, dieselben in den einzelnen Zinsfußperioden besonders zu behandeln, und wählen daher für sie die Methode einer zusammenfassenden Betrachtung für die ganze zu schildernde Zeitepoche. Nachdem wir bereits bei der Darstellung der Staatsanleihen die Ursachen für die Bewegung der Kurse und die Zinsfußgestaltung im einzelnen verfolgt haben, dürfte es auch wohl ohne besondere Erläuterung klar sein, welche Ursachen bei den Stadtanleihen entsprechend wirksam gewesen sind. Die Tabelle 39, die für das Jahrzehnt 1897 bis 1907 der bereits erwähnten Arbeit Dr. Otto Mosts entnommen ist, haben wir für die Jahre 1895/96 aus den Zusammenstellungen der zur Notierung an der Berliner Börse zugelassenen Wertpapiere<sup>2</sup> zu

<sup>1</sup> Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. Folge 33. Band 1907; ähnlich Denkschriftenband Teil IV, S. 28.

<sup>2</sup> Enthalten in den Jahresberichten der Aeltesten der Kaufm. v. Berlin.

ergänzen gesucht. Dabei ist zu bemerken, daß die Statistik Most's, abgesehen von einigen anderen weniger bemerkenswerten Einschränkungen, nur diejenigen deutschen Städte, welche bei der Volkszählung 1905 mehr als 25000 Einwohner hatten, sowie nur die Zeit zwischen der Mitte des Jahres 1897 und der Mitte des Jahres 1907 umfaßt, während die Berliner Börsenstatistik nur diejenigen Emissionen angiebt, für welche die Zulassung erwirkt ist, und sich bei der Berechnung des an der Börse geltenden Kalenderjahres bedient. Wenn nun wegen der Verschiedenheit der Vergleichsobjekte der Verwendungsmöglichkeit unserer kombinierten Tabelle nur enge Grenzen gezogen sind, so scheint sie für unseren Zweck der Zinsfußermittelung doch zu genügen, indem sie jahrweise das Verhältnis von Zahl und Höhe der verschiedenen verzinslichen Anleihen zu einander ziemlich richtig zum Ausdruck bringen dürfte.

Bei Stadtanleihen kann demnach für die Jahre von 1895 bis 1897 der  $3\frac{1}{2}$ proz. Nominalzinsfuß als der herrschende bezeichnet werden. Neben ihm kommt nur ausnahmsweise der 3proz. Typ vor. Die Kurse erreichen durchschnittlich im Juni 1895 ihren höchsten Stand, die 4proz. Anleihe der Stadt München beispielsweise mit 107,00 im Juni, die  $3\frac{1}{2}$ proz. bereits im Februar mit 102,50.<sup>1</sup> 1898 tritt eine Steigerung der Zinssätze in die Erscheinung, erkennbar durch das völlige Verschwinden des 3proz. Satzes und die Einbürgerung des 4proz. Typus, während die weitaus größte Verbreitung dem  $3\frac{1}{2}$ proz. immer noch verbleibt. 1899 ist aber bei Neuemissionen der  $3\frac{1}{2}$ proz. Satz bereits auf die zweite Stelle herabgesunken und wird durch den 4proz. übertroffen. Im Jahre 1900 steigt das Uebergewicht des 4proz. Zinsfußes derart, daß er als der herrschende bezeichnet werden muß. Auch 1901 bleibt 4 Proz. noch die Regel, während  $3\frac{1}{2}$  wieder an Boden gewonnen hat. Der tiefste Kursstand fällt auch bei den Stadtanleihen in das Jahr 1900. Die  $3\frac{1}{2}$ proz. Münchener ist im Oktober für 90, die 4proz. im Mai für 99 zu kaufen.

1902 sind dagegen bei der zunehmenden Besserung der Geldverhältnisse die 4proz. Anleihen als Nachzügler zu betrachten, welche dem wieder üblich gewordenen  $3\frac{1}{2}$ proz. Satze den Boden nicht mehr streitig zu machen vermögen. 1903 zeigt ein weiteres Sinken des Zinsfußes, indem die Emissionssumme der 4proz. Obligationen von der Emissionssumme der wieder neu auftauchenden 3proz. übertroffen wird, während der  $3\frac{1}{2}$ proz. Satz der herrschende bleibt. Die  $3\frac{1}{2}$ proz. Papiere überschreiten sogar längere Zeit den Paristand, während 4proz. Anleihen im Sommer bis auf 104 sich erheben. 1904 erreichen die städtischen Kreditansprüche mit fast 300 Mill. M. (darunter Berlin allein 128 Mill. M.) ihre Rekordziffer unter der Geltung des  $3\frac{1}{2}$ proz.

<sup>1</sup> Vergl. Tabelle 41 und 42.

Satzes, welcher auch im nächsten Jahr noch die führende Rolle inne hat.

Der 4proz. Typus, der in diesen beiden Jahren immerhin bereits Fortschritte aufzuweisen hatte, ist infolge der chronisch werdenden Geldmarktversteifung im Jahre 1906 siegreich, überläßt aber dem 3 $\frac{1}{2}$ proz., besonders in der ersten Jahreshälfte, eine nicht geringe Verbreitung. Dagegen gelingt es 1907 unseren Städten nur noch ausnahmsweise, 3 $\frac{1}{2}$ proz. Papiere auf den Markt zu bringen, indem die 4proz. meist einige Prozent unter Pari zur Emission gelangen und sogar einzelne Städte die Erlaubnis einholen, im Bedarfsfalle ihren Kreditbegehrt mit einem noch höheren Zinsfuß auszustatten. Tiefpunkte sind der Monat August und die Zeit der amerikanischen Geldkrise. Der effektive Zinssatz ist demnach für das Jahr 1907 mit mindestens 4 Proz. nicht zu hoch angesetzt und muß für 1908, in welchem Jahre der Gipfel der Hochkonjunktur längst überschritten ist und der Geldmarkt sich erst langsam, dann immer rascher verflüssigte, und ebenso für die folgenden Jahre gerade so hoch angenommen werden. Es ist klar, daß in einer Zeit, in der das Reich definitiv zum 4proz. Typ zurückzukehren gezwungen war, eine Stadtgemeinde oder Provinz unter diesem Zinsfuß für ihre Obligationen Abnehmer nicht finden konnte.

Wenn man bedenkt, daß 1895 bis 1897 die 3 $\frac{1}{2}$ proz. Werte regelmäßig über Pari begeben werden konnten und ihre Kurse die Parigrenze längere Zeit mehr überschritten, als die Kurse der 3proz. davon entfernt blieben, so wird man als Resultat der ganzen Zinsfußperiode 1895 bis 1908 eine Steigerung des Zinsfußes von knapp 3 $\frac{1}{4}$  auf etwas über 4 Proz. konstatieren dürfen.

Die langfristigen Anleiheschulden der deutschen Städte und Landgemeinden mit mehr als 10000 Einwohnern betragen in Mill. M.:<sup>1</sup>

1881 =	722,8
1891 =	1306,8
1901 =	2866,9
1907 =	4808,0

Es trat demnach eine progressive Steigerung des Anleihebedarfs ein. Die gegenwärtige Menge von Schuldtiteln läßt sich unter Einrechnung der inzwischen vorgenommenen Neu-begebungen<sup>2</sup> auf etwa 6 Milliarden M. annehmen. Es ist aber klar, daß diese Summe von rasch gewachsenen Werten auf dem Anleihemarkt keine unerhebliche Rolle spielt,

<sup>1</sup> Denkschriftenband Teil IV, Seite 24.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle 8.

### C. Landschaftliche und landschaftähnliche Pfandbriefe.

Die Bedeutung dieser einander nahe verwandten Gattungen von Wertpapieren halböffentlichen Charakters für den Markt der festverzinslichen Papiere geht aus ihren Umlaufsummen<sup>1</sup> hervor:

	a) Pfandbriefe der preuß. Landschaften einschl. der zentrallandschaftl. Pfandbriefe	b) Pfandbriefe 1. der hannov. genossenschaftlichen und 2. sonstiger landschaftlicher bzw. landschaftähnlicher Kreditinstitute
	Millionen Mark	
1890	1684,5	1. 41,7 2. 279,8
1900	2074,3	1. 44,6 2. 526,4
1907	2427,4	1. 50,2 2. 799,9

1907 waren also über  $3\frac{1}{3}$  Milliarden M. dieser Papiere ausgegeben. Sie besitzen einen sehr alten, jederzeit belebten und widerstandsfähigen Markt. Ihr sicherer Käuferkreis setzt sich vorwiegend aus kleineren Kapitalisten in Stadt und Land zusammen.

Der Kursstand dieser Papiere folgte wie derjenige der Kommunalobligationen dem beherrschenden Staatspapierkurs, blieb aber dank dem geregelteren Markte weniger stark hinter jenem zurück als der Kurs der Stadtanleihen. Ja, es ist, wofür wir Beispiele angeführt haben, wiederholt vorgekommen, daß die landschaftlichen Pfandbriefe sich eines höheren Kursstandes erfreuten als die Preußischen Konsols. Doch sind derartige Fälle, welche in den früheren Zeiten des unausgebildeten oder durch politische Ereignisse erschütterten Staatskredits völlig normal waren, heute nur noch als seltene Zufälligkeiten anzusehen. Immerhin ist es auch bemerkenswert, daß die Preußischen Landschaften die Konversion ihrer Pfandbriefe in 3proz. früher in Angriff nahmen, als es das Deutsche Reich und seine Gliedstaaten für ihre Anleihen zu tun wagten. Näheres dürfte aus unseren Tabellen 45 und 46 ersichtlich sein.

<sup>1</sup> Denkschriftenband Teil IV, Seite 24.

## III. Kapitel.

**Der Hypothekenzinsfuß seit 1895.**

Die Entwicklung des Hypothekenzinsfußes entsprach im Großen und Ganzen den Bewegungen des Zinsfußes der festverzinslichen Papiere und des Diskonts. Der Parallelismus der Zinsfußkurven ist die natürliche Folge des Abhängigkeitsverhältnisses, in welches der Hypothekenmarkt zu dem Wertpapiermarkt dadurch geraten ist, daß die Befriedigung des Grundkreditbedarfs, zunächst des Bedarfs an erststelligen Hypothekendarlehen, im Laufe der letzten Jahrzehnte mehr und mehr aus privaten Händen auf die großen Bodenkreditinstitute übergegangen ist, und diese — Landschaften sowohl wie Hypothekenbanken — ihre Darlehen teils in Pfandbriefen, teils auf Grund von Pfandbriefen gewähren. So kommt es, daß der Hypothekenzinsfuß zum Zinsfuß der festverzinslichen Werte dauernd in Vergleich gesetzt wird, und alle Momente, welche die Kurse der Anlagepapiere beeinflussen, damit indirekt den Hypothekenzinsfuß beeinflussen.

Wenn nun die Bewegung des Hypothekenzinsfußes derjenigen des Wertpapierzinsfußes gewöhnlich erst nach einiger Zeit folgt, wenn beispielsweise der Hypothekenzinsfuß erst gegen Ende 1900 und im Jahre 1901 seinen ersten Höhepunkt erreichte, nachdem auf dem Markte der festverzinslichen Papiere der Umschwung bereits eingetreten war, und sich dieser Vorgang in den Jahren 1907 und 1908 wiederholte, so ist diese Erscheinung darauf zurückzuführen, daß der Hypothekenzinsfuß größere Veränderungen erst dann erleidet, wenn die Hypothekenbanken zu einem anderen Pfandbrieftypus übergehen. Dazu entschließen sich aber die Institute nicht auf Grund vorübergehender Marktverhältnisse, sondern erst, nachdem das Steigen oder Fallen der Kurse einige Zeit angedauert und die Ueberzeugung Boden gewonnen hat, daß eine rückläufige Bewegung nicht so bald zu erwarten sein wird.

Charakteristisch für die Zinsfußgeschichte der vergangenen Jahrzehnte ist ferner die fortschreitende Ausgleichung, welche der Hypothekenzinsfuß innerhalb der Reichsgrenzen gefunden

hat. Auch diese Erscheinung ist darauf zurückzuführen, daß die Befriedigung des Bodenkreditbedarfs in wachsendem Maße den Händen des privaten Geldgebers entwunden und in den kaufmännisch geleiteten Kontoren der Hypothekeninstitute konzentriert wurde, daß die Masse der nach Bräuchen und Konjunkturen eines eng begrenzten Territoriums verschiedenartig gestalteten Einzelverträge zwischen privaten Gläubigern und Schuldern durch eine andere noch gewaltigere Masse von Verträgen ersetzt worden ist, welche wenige juristische Personen nach festen Normativbestimmungen mit ihren Schuldnern schließen, und daß die Verzinsungsbedingungen der einzelnen Institute infolge der Konkurrenz, welche die Banken in dem Bestreben, ihren Geschäftskreis immer weiter auszudehnen, sich gegenseitig machen, fortschreitend einander ähnlicher geworden sind. Wenn daher Julius Kahn in seiner „Geschichte des Zinsfußes in Deutschland“ noch Tabellen aufstellt, die erweisen, daß eine große Verschiedenheit des Zinsfußes für erststellige Hypotheken in den verschiedenen Gegenden und sogar an benachbarten Orten bestand, und dieser gleichzeitige Unterschied in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts noch  $1\frac{1}{2}$  bis 2 Proz., manchmal noch mehr erreichte, so sind wir heute nicht mehr in der Lage, Differenzen von mehr als  $\frac{1}{2}$  bis  $\frac{3}{4}$  Proz. nachzuweisen. Damit aber hat die Fortsetzung einer Statistik, wie der von Kahn bis zum Jahre 1883 aufgestellten für die heutige Zeit von ihrem Werte erheblich eingebüßt.

Auffallend ist heute nur noch der Zinsfußunterschied für Berlin und seine Vororte einerseits und das übrige Deutschland andererseits, sowie für Stadt und Land.

Was den ersten dieser Unterschiede angeht, so ergibt er sich aus folgender Zusammenstellung der Zinsfüße und Provisionen im Hypothekengeschäft der Versicherungsanstalten<sup>1</sup> für das Jahr 1907:

Lage der Pfandgrundstücke	I. Halbjahr		II. Halbjahr		Ganzes Jahr	
	Zinsf. %	Prov. %	Zinsf. %	Prov. %	Zinsf. %	Prov. %
Berlin und Vororte	4,146	0,757	4,236	0,903	4,191	0,830
Uebrigtes Deutschland	4,163	0,428	4,267	0,503	4,214	0,465
Ganz Deutschland	4,152	0,632	4,247	0,756	4,200	0,693

Der besagte Unterschied des Zinsfußes zugunsten Berlins ist jedoch keineswegs groß und wird durch die in der Reichshauptstadt üblichen höheren Provisionen wieder völlig ausgeglichen.

Der zweite Unterschied hat seine Wurzel in der schwierigeren und gefahrvolleren Wertermittelung und Beleihung der ländlichen Grundstücke im Vergleich zu den städtischen. Da aber der

<sup>1</sup> Nach dem „Deutschen Oekonomist“ vom 26. Septbr. 1908.

---

ländliche Grundbesitzer billigen Realkredit braucht und im Gegensatz zum städtischen Hauseigentümer eine Verteuerung seines Kredits meist nicht abzuwälzen vermag, so macht ihm die immer mehr zu beobachtende Landflucht der Hypothekenaktienbanken wenig Sorgen, während in gleichem Maße genossenschaftliche Kreditinstitute die Beleihung des ländlichen Grundbesitzes übernehmen. Da sie keinen Gewinn erstreben, so ist der effektive Hypothekenzinsfuß mit dem Realzinsfuß ihrer Pfandbriefe, welcher sich aus den Kursen der landschaftlichen Pfandbriefe mühelos ablesen läßt, identisch. Er beträgt demnach durchweg  $\frac{1}{4}$  bis  $\frac{1}{2}$  Proz. weniger als der reale Hypothekenzinsfuß der Bankinstitute. Näheres siehe Tabellen 45 bis 51. Auch verweisen wir auf die umfangreiche Tabelle über die Kurse von Pfandbriefen deutscher Hypothekenbanken im Denkschriftenband Teil IV, S. 121 bis 131.

---

### Schlußwort.<sup>1</sup>

Wenn wir nun zum Schluß noch einen Blick auf die Diagramme 3, 4 und 38 werfen, so gewahren wir eine auffallende Verschiedenheit des Zinsfußes in den einzelnen Ländern. Der Zinsfuß ist höher in Rußland als in Deutschland, niedriger in Holland, Belgien, England und Frankreich als in Deutschland usw. Unsere Statistik erweist dies für den Markt- und Bankdiskont und für den Zinsfuß der Staatsanleihen. Derselbe Unterschied besteht aber auch bei den Anleihen anderer öffentlicher Korporationen, bei Obligationen der Aktiengesellschaften, bei Pfandbriefen, hypothekarischen Darlehen und Sparkassen.

Diese Differenzen als dauernde Erscheinung haben ihren Ursprung in der Verschiedenheit der einzelnen Volkswirtschaften, d. h. in den mehr oder weniger verschiedenen Produktions-, Verkehrs-, Reichtums- und wirtschaftlich-sozialen Verhältnissen derselben.

Sie erstrecken sich auf den rohen Zins nicht nur, sondern auch auf den reinen Zins. Bei dem Rohzins leuchtet die Notwendigkeit der Verschiedenheiten ohne weiteres ein. Daß beispielsweise die Gefahrprämie in den häufig revolutionierenden Staaten Südamerikas erheblich höher sein muß, als in den festgefügteten Rechtsstaaten Zentraleuropas liegt in der Natur des kaufmännisch-spekulativen Geldverleihgeschäftes begründet. Doch ist auch der reine Zins in beiden Kategorien von Volkswirtschaften keineswegs gleich. Die Höhe des Unterschieds läßt sich jedoch hier kaum ermitteln.

Anders bei den wirtschaftlich fortgeschrittensten Großstaaten Europas, England, Frankreich und Deutschland! Selbst ein Chauvinist wird nicht behaupten, daß hinsichtlich der Sicherheit der Kapitalanlage in diesen Ländern ein Unterschied bestehe. Man wird daher auch den dauernden Unterschied des Zinsfußes in diesen Volkswirtschaften nicht auf das Konto „Risikoprämie“ setzen dürfen, sondern ihn allein der verschiedenen Höhe des Reinzinses zuschreiben müssen.

Die Höhe des reinen Zinses wird aber bekanntlich von den meisten Nationalökonomen<sup>2</sup> mit der Höhe des Kapitalge-

<sup>1</sup> In der Darstellung der Beziehungen zwischen Zinsfuß und Gewinnquote schließen wir uns Sartorius, Freiherrn von Waltershausen a. a. O. S. 29. ff. an.

<sup>2</sup> Sartorius, Freiherr von Waltershausen führt bereits Adam Smith, Natur und Ursachen des Volkswohlstandes, Deutsch von Löwenthal I. S. 95 und 104, als Vertreter dieser Ansicht an.

winnes in Zusammenhang gebracht. Wir glauben diesen Zusammenhang in unserer Zinsfußentwicklung zum Ausdruck gebracht zu haben und erinnern daher hier nur an das Steigen der Geschäftsgewinne und des Zinsfußes während der beiden ansteigenden Konjunkturen und das Sinken derselben während der Zeiten des wirtschaftlichen Rückgangs. Auch unsere Tabellen 10a und b lassen den Zusammenhang deutlich erkennen. Mit den aufsteigenden Konjunkturen stiegen die Gewinne allgemein, auch bei den Aktiengesellschaften. Viele Inhaber festverzinslicher Obligationen wurden angesichts der allgemeinen Gewinnsteigerung mit ihren gleichbleibenden Einkünften unzufrieden und tauschten gegen ihre Obligationen Dividendenpapiere ein: Sie wurden also anstatt Rentenbezieher selbst Unternehmer. Während nun die festverzinslichen Werte im Kurse fielen, stiegen die Dividendenpapiere, d. h. der Zinsfuß stieg und die Gewinnquote fiel. Diese Erscheinung zeigte sich natürlich am deutlichsten in denjenigen Ländern, welche eine wachsende, frisch unternehmende, gewinnlustige Bevölkerung beherbergen. Hier wird dem Kapitalbesitzer der Uebergang zum Unternehmertum wesentlich leichter als in einem Lande mit stabiler Bevölkerung, welche bei hinreichenden Einkünften auf deren Vermehrung weniger bedacht zu sein braucht und ihrem Wesen nach sichere Renten glänzenden, aber ungewissen Gewinnaussichten vorzieht.

Der Unterschied zwischen der deutschen und der französischen Volkswirtschaft tritt hier scharf zu Tage. Der überwiegende Unternehmungsgeist auf deutscher Seite, welcher an den beiden vergangenen Aufschwungsperioden einen erheblich höheren Anteil gewann als der gesättigte Rentnerstaat Frankreich, hat weit mehr Neuinvestierung wirtschaftlich tätigen Kapitals verlangt und beidemale zu einer automatischen und raschen Anpassung des Zinsfußes an den vermehrten Kapitalgewinn geführt. In Frankreich, wo die Gewinne und Gewinnmöglichkeiten nur wenig, jedenfalls weit weniger als in Deutschland, zunahmen, brauchte der Zinsfuß, um sich in sein früheres Verhältnis zum Kapitalgewinn zu setzen, natürlich entsprechend weniger zu steigen; und er stieg hier vielleicht nicht einmal bis zur Erreichung dieses alten Verhältnisses, in dem die Kapitalverleiher es verschmähten, im entsprechenden Maße in die Unternehmerstelle einzurücken.

Außer durch den Grad der Unternehmungslust wird aber das soziale Verhältnis der beiden Klassen Kapitalverleiher und Unternehmer durch die Ausbildung der rechtlichen Betriebsformen sowie durch die Masse der disponiblen Kapitalien bestimmt. „Der Uebergang von der Obligation einer Bahngesellschaft zur Aktie z. B. vollzieht sich leichter als etwa von der Hypothek zum privatwirtschaftlichen Geschäft.“<sup>1</sup> In den wichtigsten wirt-

<sup>1</sup> Ebenda S. 35.

schaftlich tätigen Ländern dürften indes die Rechtsgrundsätze, nach welchen die Kapitalanlage erfolgen kann, nicht so verschieden sein, daß dadurch das Verhältnis der genannten Klassen merklich beeinflußt wird. Weit mehr dürfte sich dagegen der Einfluß des Kapitalvorrats und -angebots, und zwar gerade auch in den Hauptwirtschaftsländern bemerkbar machen. Je umfangreicher das Angebot anlagensuchender Kapitalien im Verhältnis zur Verwendungsmöglichkeit auf dem Markte auftritt, umso mehr senkt es bekanntlich den Zinsfuß im Lande. Die Kapitalverleiher werden nun größtenteils nach neuen einträglicheren Kapitalanlagen Ausschau halten und die unternehmenderen unter ihnen besser verzinsende ausländische Anlagemöglichkeiten bevorzugen. Die Verringerung an Masse und Angebot auf dem inländischen Markte, welche sich nach Abfluß des exportierten Kapitals ergibt, wirkt aber dem Sinken des inländischen Zinsfußes wieder entgegen. Deutschland legt trotz seiner zahlreichen inländischen Verwendungsmöglichkeiten und seiner mit dem wachsenden Kapitalbedarf zeitweise nicht Schritt haltenden Neuproduktion von Kapital schon jetzt ganz beträchtliche Summen alljährlich im Auslande an, ohne daß das Ausland auch nur annähernd gleiche Beträge in Deutschland festlegt. Die zahlreichen Untersuchungen über die deutsche Forderungs- und Zahlungsbilanz bestätigen dies einstimmig.<sup>1</sup> Man wird daher Deutschland zu denjenigen Ländern zu zählen haben, in welchen der Kapitalexport dem Sinken des Zinsfußes entgegentritt. Auch Frankreich exportiert bekanntlich sehr reichliche Summen von Kapital, erheblich mehr als Deutschland. Aber diese Summen werden in Frankreich selbst nicht gebraucht, nicht einmal vorübergehend, sie sind in der Tat überschüssig. Ja man darf wohl sagen, daß Frankreich nicht zum Schaden seiner Volkswirtschaft noch erheblich größere Mengen Kapital abgeben könnte. Die Ursache, warum dies nicht geschieht, dürfte wohl wieder in dem Drängen nach der sicheren Rente und in der weit verbreiteten Abneigung der Franzosen gegen riskantere Unternehmungen zu finden sein. Wahrscheinlich würde Deutschland, wenn es ebenso mit Kapital gesättigt wäre, den Kapitalexport in noch weit stärkerem Maße pflegen und so dem weiteren Sinken des Zinsfußes innerhalb der Landesgrenzen selbsttätig entgegenwirken. Der Unterschied im Volkscharakter erklärt gerade hier sehr vieles.

Neben der Höhe der Gewinnquote und dem Verhältnis der ausleihenden zu der borgenden Klasse können allerdings noch manche andere Umstände die Höhe des Zinsfußes in den einzelnen Volkswirtschaften verschieden bestimmen. Dies gilt namentlich hinsichtlich der verschiedenen Arten von Darlehensgeschäften. Von der Zuverlässigkeit und allgemeinen Zugäng-

---

<sup>1</sup> Vergl. Sartorius, Frh. v. Waltershausen a. a. O. S. 101 ff. Esslen, a. a. O. S. 173 ff. Siehe auch Tabelle 8 und Diagramm 9.

lichkeit der Grundbuch- oder Hypothekeneinrichtungen und von der Verbreitung und dem Kredit der Hypothekenbanken oder anderer Grundkredit gewährender Anstalten hängt gutenteils die Höhe des Hypothekenzinsfußes ab. Zwei Länder mit im übrigen gleich hohem Geldpreis können daher im hypothekarischen Zinsfuß um einen Bruchteil eines Prozentsatzes voneinander abweichen, je nachdem ihr Immobiliarkreditwesen verschieden hohe Ausbildung erlangt hat. Der Zinsfuß der Sparkassen kann durch besondere gesetzliche Maßregeln modifiziert sein. Dies trifft zu für England, Frankreich, Italien und zahlreiche andere Länder, wo im Gegensatz zu Deutschland die Kassen verpflichtet sind, ihre Gelder in einheimischen Staatspapieren anzulegen.<sup>1</sup>

Ganz besonders starken Abweichungen vom normalen Zinsfuß eines Landes unterliegen häufig die Staatsanleihen.

Es ist klar, daß die Verschiedenheit des Staatskredits unter den Ursachen dieser Erscheinung einen erheblichen Anteil hat. Soweit dies der Fall ist, dürfen wir wohl auf das über den Roh- und Reinzins und die Risikoprämie Gesagte verweisen, d. h. der Unterschied zwischen den Geldleihkosten Griechenlands, Venezuelas einerseits und Deutschlands, Frankreichs, Englands andererseits läßt sich zum Teil auf diese Weise begründen, zum anderen Teile nicht. Der Unterschied aber zwischen der Höhe des Staatspapierzinsfußes der genannten drei wirtschaftlich und politisch gleich gesicherten Volkswirtschaften wird durch diesen Hinweis überhaupt nicht erfaßt. Es kommen also noch andere Momente hinzu. Dies sind:

1. Die Abhängigkeit oder Unabhängigkeit des borgenden Staates von einem fremden Markt. Daher muß z. B. Rußland, Oesterreich-Ungarn, Rumänien mehr bezahlen als Deutschland, Frankreich, England, welche zur Unterbringung ihrer Anleihen auf fremde Märkte nicht angewiesen sind.

2. Die Einheitlichkeit oder Verschiedenheit der staatlichen Schuldverschreibungen. In England ist die Nachfrage, soweit sie durchaus sichere Papiere verlangt, fast ganz auf die  $3\frac{1}{2}$ proz. Konsols, in Frankreich auf die 3proz. „ewige“ Rente beschränkt. In Deutschland hingegen sind der Umsatzfähigkeit der Staatspapiere infolge der Verschiedenartigkeit und Zersplitterung der öffentlichen Anleihenengere Grenzen gezogen. Ein einheitliches finanzpolitisches, den Geldmarkt besser ausnützendes Vorgehen ist durch die föderierte Verfassung sehr erschwert. Auch dürften andere öffentliche Schuldtitel, wie Kommunalanleihen u. dergl. den Staatsrenten in Deutschland eine stärkere

<sup>1</sup> Nach dem englischen Blaubuch über die Fiskalfrage 1904 geben die Sparkassen in England und Frankreich  $2\frac{1}{2}$ , in Belgien, Oesterreich, Australien, Kanada 3, in Deutschland, in den Vereinigten Staaten, Ungarn  $3\frac{1}{2}$ , in Rußland, Schweden 3,6, in Norwegen 3,8 Proz.; in Italien 2,76, in Holland 2,64 Proz. (Vergl. bei Sartorius, Frh. v. Waltershausen a. a. O. S. 37.)

Konkurrenz entgegensetzen als in jenen westlichen Ländern, wo der Kreis der als mündelsicher geltenden Anlagen wesentlich enger begrenzt ist als bei uns nach dem Bürgerlichen Gesetzbuch und seinem Einführungsgesetz, die für eine große, wenn auch sorgsam ausgewählte Zahl von Wertpapieren den Charakter der Mündelsicherheit zulassen.

3. Die Natur und Beschaffenheit der Käufer und Inhaber der staatlichen Schuldverschreibungen.

In England kommen in erster Linie die Sparkassen in Frage, welche ihre Anlagen ausschließlich durch die Staatsschuldenkommission in britischen Staatsanleihen machen. Von ihnen hatten 1907:

1. die privaten Sparkassen	1,1 Milliarden M.
2. die Postsparkasse	3,2 „ „
zusammen	4,3 Milliarden M.

an Einlagen, welcher Betrag also in der Hauptsache zum Erwerb von Staatspapieren (Konsols, Annuitäten, Local Loans Stock) usw. Verwendung fanden.<sup>1</sup>

Neben diesen Sparkassengeldern werden nach K. Kimmich auch die Fonds des obersten Gerichtshofes, welcher für eine große Anzahl Gerichts-, Erbschafts- und Mündelgelder die Rolle einer Depositenkasse versieht, zugunsten des Staatskredits herangezogen. „Aus diesen Kapitalien setzt sich in der Hauptsache der riesige Depositenbesitz der englischen Regierung zusammen, die in ihrer Art das größte Bankinstitut des Vereinigten Königreichs ist.“<sup>2</sup> Danach waren von den gesamten 654 Mill. £ langfristiger Schulden, welche der englische Staat am 31. März 1904 besaß, 168 Mill. £, d. h. fast  $\frac{1}{4}$  im Regierungsbesitz.

Die Banken des Landes sind mit einem beträchtlichen Teil ihrer Kapitalien und Reserven Gläubiger des Staates. Soweit sich aus ihren Bilanzen ersehen läßt, besaßen sie einschließlich der Bank von England am 30. Juni 1908 mehr als  $2\frac{1}{2}$  Milliarden M., d. h. mehr als 40 Proz. ihrer eigenen Kapitalien (eingezahltes Aktienkapital und Reserven) und mehr als 7 Proz. ihrer Kreditoren und Depositen in britischen Regierungssicherheiten.<sup>3</sup>

Die britischen Lebensversicherungsgesellschaften wiesen im Jahre 1907 160 Mill. M. an britischen Staatspapieren auf neben 410 Mill. M. Anleihen in indischen und kolonialen Staatsanleihen.<sup>4</sup>

Eine Eigentümlichkeit der großen englischen Industrieunternehmen ist die Anlage eines nicht unerheblichen Teils ihres

<sup>1</sup> Denkschriftenband, IV. Tab., S. 254 und 255.

<sup>2</sup> Denkschriftenband, IV. Tab., S. 240.

<sup>3</sup> Denkschriftenband, IV. Tab., S. 256.

<sup>4</sup> Denkschriftenband, IV. Tab., S. 257.

Kapitals in Staatspapieren. Für 1902/03 gibt Ludwig Delbrück<sup>1</sup> den Betrag für 15 beliebig herausgegriffene Gesellschaften mit 104 Mill. M., d. h. etwa 10 Proz. des eingezahlten Kapitals an.

Es befinden sich demnach die englischen Staatspapiere zum ganz überwiegenden Teil in den festen Händen von Körperschaften und Verwaltungsstellen.

Der kleinere Rest nur bleibt also für die große Menge der englischen Kapitalisten übrig. Der dauernden Klassierung desselben kommt aber die alte Praxis dieses englischen Kapitalistenpublikums zugute, normalerweise  $\frac{1}{3}$  seines Vermögens in durchaus erstklassigen Staatspapieren, darunter ein erheblicher Teil Konsols, ein weiteres Drittel in immerhin sicheren Obligationen usw. und das letzte Drittel in Aktien und sonstigen Unternehmungen, durch welche ein weiterer Teil der Konsols dauernd immobilisiert wird, anzulegen.<sup>2</sup> Da sich infolge der auf Gesetz und Uebung beruhenden starken und ständigen Tilgung bis Ende des vergangenen Jahrhunderts die Staatsschuld fortgesetzt verminderte, so erklärt sich leicht das beispiellose Steigen der Kurse der ohnedies gering verzinslichen Konsols. Diesem für die Finanzen des Staates sehr erwünschten Zustande wurde aber durch die beträchtliche Menge um die Jahrhundertwende emittierter Kriegsanleihen, die zudem mit höherem Zinsfuß ausgestattet werden mußten, für längere Zeit ein Ende bereitet. Es trat, da jedermann die höher verzinsenden gleichsicheren Papiere vorzog, eine Uebersättigung des Marktes mit niederverzinslichen Konsols ein. Die Folge war, daß der hohe Kurs von Mitte der 90er Jahre nicht wieder erreicht werden konnte. Eine Wandlung würde hier erst dann wieder eintreten, wenn die Tilgung auch in Zukunft weiter fortschreiten könnte. Damit scheint es aber noch gute Weile zu haben, denn das Gespenst der drohenden deutschen Invasion wird dafür Sorge tragen, daß der Idealzustand des englischen Finanzwesens, wie er vor dem Burenkrieg bestand, sobald nicht wiederkehrt.<sup>3</sup>

Auch in Frankreich wird von den Sparkassen der überwiegende Teil der Anlagen gesetzlicher Vorschrift gemäß in Staatspapieren ausgeführt. Denn wie in England hat auch hier der Staat selbst die Verwaltung der Sparkasseneinlagen in Händen, hier wie dort führt er sie mit Hilfe der staatlichen Depositenkasse in der Hauptsache seinen eigenen Schuldtiteln zu. Ende 1906 betragen die Guthaben der Einleger:

1. bei den privaten Sparkassen	2,8 Milliarden M.
2. bei der Postsparkasse	1,1 " "
zusammen	3,9 Milliarden M.

<sup>1</sup> A. a. O.

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

<sup>3</sup> Vergl. Diagramm 38.

Die französischen Lebensversicherungsanstalten hatten 1909 von ihrem Vermögen rund 220 Mill. M. in französischen Staatspapieren angelegt.<sup>1</sup>

Auch in Frankreich liegt demnach ein ansehnlicher Teil der Staatsanleihen in der festen Hand von Körperschaften usw., wengleich bei weitem nicht im selben Maße wie in England.

Der weit überwiegende Teil der französischen Staatsschuld befindet sich vielmehr im Besitz des privaten Publikums. In Frankreich ist aber durch alteingewurzelten, mittels Regierungsmaßnahmen (z. B. ständigen Verkauf der Papiere durch die Steuerbehörden) nachdrücklich geförderten Brauch der Besitz der Rente „demokratisiert“, d. h. in allen Schichten der Bevölkerung, speziell auch der kleinen und mittleren Sparer und Rentner weit verbreitet, weiter als in irgend einem anderen Lande. Der französische mittlere und kleine Kapitalist hat die Gewohnheit, einen ansehnlichen Teil seines Vermögens in französischen Staatspapieren dauernd anzulegen, so daß das ganze Land mit Renteneigentümern durchsetzt ist.

Weit weniger übersichtlich — man möchte sagen: fertig — erscheint der Markt der Staatspapiere in Deutschland.

Bisher fehlte es in Deutschland völlig an einer Uebersicht über die Verteilung der deutschen Wertpapiere auf die einzelnen Gruppen von Anlegern; erst neuerdings ist durch eine vom Reichsschatzamt angestellte Untersuchung Klarheit in dieser wichtigen Frage geschaffen worden. Das Ergebnis der Erhebungen über den Verbleib der inländischen öffentlichen Kreditpapiere ist im zit. Denkschriftenband IV. S. 242 ff. niedergelegt.

Zunächst gibt es in Deutschland<sup>2</sup> gesetzliche Bestimmungen, welche die Sparkassen zur Anlegung auch nur eines Teils der Einlagen in Staatspapieren zwingen, nicht. Ein im Jahre 1905 von der preußischen Regierung vorgelegter Gesetzentwurf, der den Sparkassen die Verpflichtung auferlegen wollte, 15 Proz. ihrer zur Deckung dienenden Mittel in deutschen Staatspapieren anzulegen, stieß auf unüberwindlichen Widerstand. Daher sind in Deutschland von den Beständen der öffentlichen Sparkassen verhältnismäßig wenige in Schuldverschreibungen des Reichs und der Bundesstaaten angelegt, nämlich 8 bis  $8\frac{1}{2}$  Proz. Nach dem Nennwert belief sich die Anlage der deutschen Sparkassen (ausgenommen Hessen und Braunschweig) Ende 1907 auf 342 Mill. M. Reichsanleihen und 1028 Mill. M. Bundesstaatsanleihen oder  $8\frac{1}{2}$  Proz. der vorhandenen Reichs- und 8 Proz. der Bundesstaatsanleihen.

Der Anteil der Alters- und Invalidenversicherungsanstalten sowie der Berufsgenossenschaften an den Reichs- und Staats-

<sup>1</sup> Denkschriftenbd. IV. Tab. S. 259.

<sup>2</sup> Besondere Verhältnisse bestehen in Elsaß-Lothringen, welche noch auf die französischen Einrichtungen der staatlichen Depositenverwaltung zurückzuführen.

anleihen betrug in den letzten Jahren nur je 1 Proz.,<sup>1</sup> der dem Kaiserl. Aufsichtsamt für Privatversicherung unterstehenden Unternehmungen wenig über  $\frac{2}{3}$  Proz. Von den 158 deutschen Aktienbanken mit einem Kapital von über 1 Million M. besaßen 126, die zusammen  $\frac{2}{3}$  des auf die 158 Banken entfallenden Aktienkapitals vertraten, im Jahre 1907 1 Proz. der Reichs- und  $\frac{2}{3}$  Proz. der Staatsanleihen. Die Untersuchung hat also ergeben, daß für die große Mehrzahl der deutschen Banken der englische Brauch des ständigen Haltens von niedrig verzinslichen öffentlichen Papieren, speziell von Staatsanleihen, zwecks Stärkung der Liquidität nicht besteht.

Ueber die Anlagen deutscher Industrie-Unternehmungen in öffentlichen Werten liegen zugängliche Angaben nicht vor; doch kann mit Sicherheit angenommen werden, daß in Deutschland der englische Brauch der Kapitalanlagen in solchen Effekten bei dieser Gruppe von Kapitalbesitzern überhaupt kaum Eingang gefunden hat.

Insgesamt besaßen demnach die Sparkassen, Versicherungs- und Bankanstalten im Jahre 1906/07 unter ihren Beständen etwa 470 Mill. M. Reichs- und 1200 Mill. M. Staatsanleihen, d. h. 12 bis 13 Proz. der damals vorhandenen Reichs- und etwa ebensoviel der gleichzeitig vorhandenen Bundesstaatsschulden.

An dieser Stelle ist nochmals der Staatsschuldbücher zu gedenken. Während in England der Hauptteil der Staatsschuld die Form der Buchschuld aufweist und auch in Frankreich die Sitte der Eintragung schon älter und weiter verbreitet ist, befindet sie sich in Deutschland noch immer im Anfangsstadium der Entwicklung. Nach dem zitierten Denkschriftenband, Tab. S. 274 bis 279, beliefen sich die Eintragungen in Millionen Mark:

Jahr	Reichs- schuldbuch	Preuß. Staats- schuldbuch	Schuldbücher der übrigen Bundesstaaten
1892	60	688	22
1900	305	1385	76
1908	677	2191	224

<sup>1</sup> In Zukunft werden aber die neuen Bestimmungen der Reichsversicherungsordnung vom Juni 1911 ihren Einfluß geltend machen. Laut §§ 718, 984 und 1157 sind die Berufsgenossenschaften der Unfallversicherung, gemäß § 1356 und 1372, Ziffer 13, die Versicherungsanstalten und Sonderanstalten der Invaliden- und Hinterbliebenenversicherung gesetzlich verpflichtet, ein Viertel ihres Vermögens in Anleihen des Reichs oder der Bundesstaaten anzulegen. Ferner sehen die §§ 226, 381, 388 und 389 des Versicherungsgesetzes für Angestellte vom Dezember 1911 die gleiche Pflicht für die demnächst zu errichtende Reichsversicherungsanstalt, für die gesetzlich zugelassenen Ersatzkassen und die öffentlich-rechtlichen Pensionskassen vor.

Von englischen Verhältnissen sind wir demnach trotz der schönen Fortschritte in letzter Zeit noch weit entfernt.

Von denjenigen Beträgen, welche bei dem Kontor der Reichshauptbank für Wertpapiere und bei der Königl. Seehandlung als offene Depots hinterlegt werden, darf ebenfalls im allgemeinen angenommen werden, daß ein überwiegender Teil zum Zwecke langfristiger, wenn nicht dauernder Kapitalanlage erworben worden ist. Es waren deponiert in Mill. M.:

Jahr	Anleihen bei der Reichsbank		Anleihen bei der Seehandlung	
	Reich	Bundesstaaten	Reich	Bundesstaaten
1900	240	931	8	35
1907	303	978	39	132

Die ins Reichsschuldbuch eingetragenen Effekten machten 1908 rund 16 Proz., die ins preußische Staatsschuldbuch eingetragenen rund 27 Proz., die in die Schuldbücher der übrigen deutschen Bundesstaaten eingetragenen rund 4 Proz. der Schulden aus. Die bei der Reichsbank und Seehandlung hinterlegten Wertpapiere umfaßten 1907 8 Proz. der Reichs- und 8 Proz. der Bundesstaatschuld.

Es darf somit, wenn man nur die Hälfte der deponierten Papiere einsetzt, angenommen werden, daß im ganzen  $\frac{1}{3}$  der Reichs- und Staatsschulden Deutschlands für längere Zeit festgelegt sind. Der verbleibende Rest hat demnach einen gewaltig größeren Umfang als in England und erscheint häufiger und massenhafter und in schärferer Konkurrenz mit ähnlichen Werten auf dem Markte als der ebenfalls große Bestand der französischen Privatkapitalisten.

Unter Ziffer 2 und 3 sind diejenigen Ursachen zusammengefaßt, welche außer den auf den nationalen Zinsfuß allgemein wirkenden, nämlich verschiedene Höhe der Gewinnquote und Verhältnis der ausleihenden zur borgenden Klasse, den deutschen Staatspapierzinsfuß abweichend von demjenigen Englands und Frankreichs bestimmen.

#### Durchschnittskurse

	3proz. Reichsanl. (Berlin)	2 $\frac{3}{4}$ proz. Engl. Konsols (London)	3proz. Franz. Rente (Paris)
1895	98,91	106,20	102,03
1896	99,22	110,89	102,16
1897	97,65	112,40	103,33
1898	95,51	110,96	102,85
1899	90,71	107,18	101,24
1900	86,74	99,63	100,60
1901	89,27	94,29	101,22
1902	92,18	94,35	100,60

## Durchschnittskurse

	3proz. Reichsanl. (Berlin)	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> proz. Engl. Konsols (London)	3proz. Franz. Rente (Paris)
1903	91,47	90,75	98,13
1904	90,01	88,28	97,54
1905	90,08	89,83	99,21
1906	87,73	88,32	97,65
1907	84,15	84,14	94,85
1908	83,24	86,04	96,24

Demnach erreichten die englischen Konsols, welche 1897 zeitweise einen Kurs von 113,60 erklommen, zur Zeit des höchsten Jahresdurchschnitts der Reichsanleihe (1896) in Höhe von 99,22 den im Vergleich zur niedrigen Verzinsung noch erstaunlicheren Jahresdurchschnitt von 110,89, während die französische Rente, die zeitweise (1897) für 105,20 verkauft wurde, mit 102,16 den höchsten Jahresdurchschnitt der Reichsanleihe noch beträchtlich überschritt. Wenn endlich 1907 die Kurse des deutschen und des englischen Papiers fast gleichstehen, so bringen doch die Ziffern der Realverzinsung den Unterschied deutlich zum Ausdruck. Nach Diagramm 38 ist das Jahr 1907 für den englischen Staat das Jahr des teuersten Kredits. Gleichwohl kommt ihm in diesem Teuerungsjahre das Leihgeld immer noch billiger zu stehen als dem Deutschen Reiche im Jahre seines billigsten Staatsgeldes 1896 (2,97 gegen 3,03). Auch der französische Staat erfreut sich ununterbrochen eines billigeren Kredits und hat seinen Vorsprung besonders in den letzten Jahren noch zu vergrößern gewußt.

Bei Betrachtung der obigen Kurstabelle läßt sich trotz aller aufgezählten nationalen Eigentümlichkeiten ein durchgehender Zug beobachten, nämlich ein mehr oder weniger unterbrochenes Sinken der Kurse seit den Jahren 1895 bis 1897. Entsprechend läßt das Diagramm 38 das Steigen des Staatspapierzinsfußes, und zwar auch bei Holland, Schweden, Oesterreich usw. erkennen derart, daß man von einer internationalen Erscheinung sprechen darf. Ein Blick auf Diagramm 3 und 4 bestätigt diese Beobachtung für den Diskont. Auch hier ist es die durch die fortschreitende wirtschaftliche Entwicklung hervorgerufene Vermehrung der Kapitalnachfrage bei nicht gleichschnell wachsendem Angebot gewesen, welche ihren Einfluß auf den Zinsfuß der Staatsrenten in steigernder Richtung zum Ausdruck bringt. Das Zusammenfallen der Höhe- und Tiefpunkte des Zinssatzes mit denjenigen der internationalen wirtschaftlichen Hochkonjunktur- und Depressionsepochen erbringt die Bestätigung.

Allerdings weist das Diagramm 38 auch Ausnahmen auf. Die 4proz. Bonds der amerikanischen Union gewähren heute eine wesentlich geringere Rentabilität als in der Mitte der

90iger Jahre des vergangenen Jahrhunderts und scheinen unsere Behauptung widerlegen zu wollen. Hier muß aber in Rücksicht gezogen werden, daß die Bundesregierung durch die großen Einnahmen des Staates in die glückliche Lage versetzt ist, die vor Jahrzehnten beträchtlich gewesene Staatsschuld fortgesetzt zu vermindern, und daß die heutigen Restbestände derselben dadurch, daß sie im Notenbankwesen eine, ständige Nachfrage erzeugende Rolle spielen, kaum genügen, den starken Bedarf des Landes zu decken. Dieser starke und ständige Bedarf war es, welcher die Kurse so sehr in die Höhe trieb und stützte, daß die seit 1901 mit der erneuten amerikanischen Hochkonjunktur eingetretene gegenläufige Bewegung nur geringe Rückschritte hervorrufen konnte.

Die Kurse der italienischen Rente, welche der Tendenz der Zeit völlig entgegenlaufen, sind ein künstliches Produkt. Die italienische Regierung hat es an Mitteln, diesen — mit den solideren deutschen Verhältnissen verglichen — unverdienten Erfolg zu erzielen, nicht fehlen lassen. Sie erhob von der 5proz. Staatsanleihe bis 1. Juli 1894 eine Couponsteuer von 13,2, von da ab bis Ende 1906 von 20 Proz. An diesem Termine war die Anleihe zur Konversion in eine  $3\frac{3}{4}$ proz. (unbesteuerter) reif. Ferner besteht die gesetzliche Bestimmung, daß die Sparkassengelder in Staatspapieren anzulegen sind. Auf die *pia corpora* wird ein administrativer Druck ausgeübt, um sie zur Anlage in Staatspapieren zu nötigen. Garantiesyndikate der Finanzwelt unter dem Patronate der Regierung überwachen den Markt, und die heimgesandten Ersparnisse der italienischen Auswanderer (nach hunderten Millionen Lire zählende Beträge) werden von den Banken in Staatsrente angelegt.

Die 4proz. Spanische äußere Anleihe (Paris), welche 1895 effektiv  $5\frac{3}{4}$  Proz. Zinsen abwarf und sich unter dem Eindruck des spanisch-amerikanischen Krieges 1898 sogar mit mehr als 9 Proz. verzinste, erzielte seitdem, kaum unterbrochen, eine derartige Besserung, daß sie dem neuen Anleger Mitte 1909 nur noch  $4\frac{1}{8}$  Proz. vergütete. Auf ein allgemeines Sinken des Zinsfußes in Spanien darf aber hieraus nicht geschlossen werden. Lediglich das wachsende Vertrauen der (durch gemeinsame Interessen in Marokko verbundenen französischen) Geldgeber in die sich konsolidierenden Verhältnisse des spanischen Staates veranlaßte diesen zeitwidrigen Umschwung — ein Vorgang, wie er analog in dem Verhalten der Kapitalisten gegenüber einigen anderen (z. B. Rumänien), meist exotischen Staaten (z. B. China) zu beobachten war.

Von diesen in nationalen Verhältnissen begründeten Ausnahmen abgesehen, muß demnach angenommen werden, daß es eine auf dem neueren Wirtschaftsleben basierende Erscheinung ist, welche in Deutschland wie in den anderen wirtschaftlich tätigen Ländern den Zinsfuß in die Höhe trieb.

Das Maß der Steigerung ist allerdings in den verschiedenen Staaten sehr verschieden gewesen. Geht man vom Diskont, als dem zuverlässigsten Gradmesser des wirtschaftlichen Lebens aus, indem man die Marktsätze von London und Paris den einheimischen gegenüberstellt,<sup>1</sup> so findet man, daß fast immer der Zinsfuß in Deutschland höher war als bei seinen Konkurrenten auf dem Weltmarkt. Wie sehr die wenigen Fälle, wo Großbritannien sein Geld teurer bezahlen mußte, in den Hintergrund treten, zeigt der Gesamtdurchschnitt der Jahre 1895 bis 1907:

Berlin	3,38	Proz.
London	2,87	"
Paris	2,46	"

Wenn man in Deutschland einen höheren Preis für Darlehnschulden zu entrichten gezwungen ist als in jenen Ländern, so bußt Deutschland auch hier, wie in der Kolonialpolitik und auf zahlreichen anderen Gebieten seinen verspäteten Eintritt in den Kreis der politisch festgefühten Handels- und Industriestaaten. Der vermehrten Energie, mit welcher sich die deutsche Nation auf die Einholung des gewaltigen Vorsprungs legte, reichte häufig der vorhandene Kapitalvorrat nicht aus.<sup>2</sup> „Die Reichsbank“ spricht es auf Seite 183 in folgenden Worten aus: „Deutschland hat auf der Grundlage eines geringeren Reichtums an Geld und Kapital eine beträchtlich stärkere wirtschaftliche Kraftentfaltung erfahren als die Länder, mit denen die Lage seines Geldmarktes in der Regel verglichen wird; und diese stärkere Kraftentfaltung war natürlich nur möglich bei einer weit stärkeren Anspannung der zur Verfügung stehenden Kapitalien und Umlaufmittel.“ Die Nachfrage nach Leihkapital zu Unternehmungszwecken pflegte — namentlich in Zeiten der Hochkonjunktur — das Angebot weit zu übertreffen. Die Folge zeigte sich stets wieder in einem unnatürlichen Anziehen der Zinssätze, bis endlich der Leihpreis des Geldes einen so hohen Stand erreichte, daß der Kreditbedürftige wegen mangelnder Rentabilität des Unternehmens von der Darlehnsaufnahme Abstand nehmen mußte. Vielleicht haben auch die Beschränkungen, welche der Neubildung von Kapitalien gerade in Deutschland im Wege gestanden haben, zinsfußsteigernd und damit konjunkturkurzend mitgewirkt. Dahin gehören die Hebung der

<sup>1</sup> Vergl. Diagramm 3.

<sup>2</sup> Unter Berücksichtigung des Umstands, daß sich die Bevölkerung des Deutschen Reiches von 1897 bis 1907 um 8,5 Millionen = 16 Proz. vermehrt hat, kommt die Steigerung der auf dem deutschen Effektenmarkte seit 1897 neu erschienenen deutschen Wertpapiere mit nominell 24,4 Milliarden M. um reichlich 50 Proz. erst in das richtige Licht. Es waren in heimischen Effekten angelegt pro Kopf der Bevölkerung 1897 etwa 870 M., 1907 etwa 1130 M. (Nach dem zit. Denkschriftenband.)

Lebenshaltung der Arbeiterschichten und die Ansammlung gewaltiger Vermögensmassen in Ausführung der Arbeiterversicherungsgesetze,

Aber auch auf direktem Wege sind die Finanzverwaltungen des Reichs und der Einzelstaaten der Kursbesserung entgegengetreten. Wir brauchen wohl an dieser Stelle nicht zu wiederholen, wie gewaltig die Ansprüche des Reichs, der Bundesstaaten und der Kommunen an den Geldmarkt wuchsen, wie gering häufig ihre Rücksicht auf die Geldverhältnisse war, sodaß eine chronische Uebersättigung des Effektenmarktes nicht ausbleiben konnte, während zugleich die günstigeren Bedingungen, zu welchen die neueren Anleihen emittiert wurden, die Kurse der älteren Fonds drückten.

Auch die äußere Politik ist unserem Wirtschaftsleben und unserer Zinsfußentwicklung nicht immer günstig gewesen. Während Großbritannien in seinen mindestens ebenso hartnäckigen Geldnöten die entgegenkommende Unterstützung der Bank von Frankreich fand, welche dem englischen Noteninstitut Ende 1906 und Ende 1907 mit beträchtlichen Golddarlehen unter die Arme griff, war in dieser ganzen schweren Zeit Deutschland auf sich allein angewiesen und nicht selten berufsmäßigen gehässigen Angriffen, welche die Solidität unserer Währung, unseres Finanzgebarens und unseres Wirtschaftsaufbaues zu verdächtigen suchten, ausgesetzt. Noch immer haben sich unsere gekränkten Nachbarn nicht entschließen können, unsere deutschen Anleihen an der Pariser Börse zuzulassen.

Unsere Untersuchungen über den Zinsfuß in Deutschland seit 1895 lassen sich demnach folgendermaßen zusammenfassen:

Von 1895 bis 1900 fand im Gegensatz zur Periode 1871 bis 1894, während welcher der Zinsfuß mit kurzen Unterbrechungen gesunken war, ein konsequentes Steigen desselben in Deutschland statt. Das Steigen erstreckte sich auf kurzfristigen und langfristigen Kredit und wiederum auf den Wertpapierzinsfuß und auf den Hypothekenzinsfuß. Die Jahre 1900 bis 1902 brachten eine rückläufige Bewegung, ein allerdings nur vorübergehendes Sinken, ohne daß der Stand von 1894 wieder erreicht wurde. Die Jahre 1903 bis 1907 trieben den Zinsfuß wieder in die Höhe, und zwar auf einen noch höheren Stand als 1900. Seitdem machte sich wieder ein Fallen, dann eine gewisse Stabilisierung des Geldpreises bemerkbar. Doch ist auch jetzt der Zinsfuß noch weit höher als 1894 und sogar noch beträchtlich höher als 1900. Das Ergebnis der ganzen Epoche seit 1895 ist demnach in einer Verteuerung des Kredits in Deutschland sichtbar.

Die Ursache der Kreditverteuerung muß in dem außerordentlich starken Anwachsen des Kapitalbedarfs in Deutschland gesucht werden. Dieser nahm während

der Jahre 1895 bis 1900 und 1903 bis 1907 rascher zu als die unter dem Einfluß günstiger wirtschaftlicher Konjunktur erheblich gesteigerte Neuproduktion von Kapital. Das vorübergehende Sinken der Sätze von 1900 bis 1902 und 1908 bis 1910 war die Folge eines Nachlassens der Kapitalnachfrage, hervorgerufen durch ungünstige wirtschaftliche Konjunkturen.

Neben den gewaltigen wirtschaftlichen Neuinvestierungen gingen beträchtlich gesteigerte Anforderungen des Reichs, der Bundesstaaten und anderer öffentlicher Körperschaften einher. Die Zunahme erfolgte hier vor allem seit 1897 gewissermaßen progressiv. Eine Hauptursache dieser Erscheinung ist in der Tatsache zu erblicken, daß den öffentlichen Korporationen von der veränderten Anschauung unserer Tage erheblich weiterreichende Aufgaben gestellt werden als früher. Auch wurde nicht immer rechtzeitig für die Erschließung ordentlicher Einnahmequellen gesorgt. Besonders das Reich litt an einem Mangel an ordentlichen regelmäßigen Einnahmen und konnte seinen erweiterten Aufgabenkreis nur durch fortgesetzte erhebliche Schuldannahmen ausfüllen. Es ist daher, wie zu erwarten war, nach Inkrafttreten der Reichsfinanzreform und in deren Gefolge bundesstaatlicher Reformen des Finanzwesens, wodurch eine besonders begehrlche Gruppe von Kreditbedürftigen am Kapitalmarkte zurücktrat, zunächst eine Festigung der Staatspapierkurse und damit des Staatspapierzinsfußes erzielt worden, was schließlich auf den Zinsfuß in Deutschland überhaupt von günstiger Wirkung war oder noch werden dürfte. Auch andere „Linderungsmittel“ gegen Kreditverteuerungen wurden geschaffen.

Die Hauptursache der Zinsfußsteigerungen sind aber die aus der aufwärtsstrebenden Volkswirtschaft, insbesondere von der Industrie und vom Hypothekenmarkte ausgehenden Kapitalforderungen. Sie haben kaum nachgelassen, mit der Besserung der Konjunktur sind sie sogar zum Teil noch mehr in die Höhe gegangen. Sie sind ein Zeichen der vollblütigen Gesundheit unserer Volkswirtschaft und deshalb trotz ihrer an sich unangenehmen, zeitweise sogar gefährlichen Begleit- und Folgeerscheinungen mit Freuden zu begrüßen.

Die Verteuerung des Kredits war keineswegs auf Deutschland beschränkt, sondern im Gegenteil ein internationaler Vorgang. Soweit und so oft das Wirtschaftsleben ein flotteres Tempo annahm, führte es im allgemeinen zu einem Ansteigen des Zinsfußes, doch eben nur in dem Maße, in welchem die verschiedenen Volkswirtschaften an dem Aufstiege teilnahmen. Ein ziemlich zuverlässiger Gradmesser dieser Beteiligung ist der Diskont. Dagegen versagt hier häufig der Staatspapierzinsfuß, auch der Sparkassenzinsfuß, da sie von den verschiedenen Arten des Zinsfußes am meisten durch andere, nicht aus der Konjunktur hervorgehende Einflüsse modifiziert werden.

Der Vergleich mit dem Auslande zeigt, daß die Zinsfußsteigerung in Deutschland am stärksten und anhaltendsten gewesen ist: ein äußeres Zeichen der hervorragenden Beteiligung Deutschlands an den vergangenen Weltkonjunkturen und der Blüte und Gesundheit unserer Volkswirtschaft!

---

## Anhang.

### Statistischer Teil.

Tabelle	1	Marktdiskont in Berlin.
"	2	Reichsbankdiskont: a) offizielle Rate; b) Privatsatz.
Diagr.	3	Marktdiskontsätze (Berlin, London, Paris, Wien).
"	4	Bankdiskontsätze
Tabelle	5	Verbrauch und Preise wichtiger Rohmaterialien: a) Kohle; b) Roheisen.
"	6	a) Kupfer; b) Baumwolle.
"	7	Spezialhandel.
"	8	Die Emissionen seit 1894.
Diagr.	9	" " 1894 und der jährliche Wechsel- umlauf.
Tabelle	10	a) Kurse von Aktien; b) Dividenden von Aktiengesellschaften; c) Konkursstatistik Deutschlands.
"	11	Neugründungen von Aktiengesellschaften.
"	12	Einnahmen aus den Reichsstempelabgaben.
"	13	Wechselumlauf in Deutschland.
"	14	a) Jährliche Goldgewinnung; b) Jährliche Goldbewegung.
"	15	Deutschlands Goldbilanz nach Monaten.
"	16	" " " " Ländern.
"	17	Gold-, Metall- und Barvorrat der Reichsbank.
"	18	Inanspruchnahme des deutschen Geldmarkts durch Schatzanweisungen usw. durch Reich und Bundesstaaten.
Tabelle	19--21	Zinsfuß für landwirtschaftlichen Personalkredit.
"	22	Monatskurse der 3proz. Reichsanleihe.
"	23	Jahreskurse " " " " " "
"	24	" " " " " " Preuß. Konsols.
"	25	Monatskurse der 3½proz. unk. Reichsanleihe.
"	26	Jahreskurse " " " " " "
"	27	" " " " " " könv. " "
"	28	" " " " " " " " Preuß. Konsols.
"	29	" " " " " " unk. " "
"	30	Monatskurse der 4proz. Reichsschatzanw. von 1900.
"	31	" " " " " " " " 1907.
"	32	" " " " " " Reichsanleihe von 1908.

---

Tabelle	33	Jahreskurse wie 30—32.
„	34	Veräußerung von Reichsanleihen seit 1890.
„	35	„ „ Preuß. Anleihen seit 1890.
„	36	Monats- und Jahreskurse der Bayerischen 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> proz. Staats-Anleihe.
„	37	Monats- und Jahreskurse der Hess. 4-, 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> - und 3proz. Staats-Anleihe.
Diagr.	38	Realverzinsung der Anleihen der wichtigsten Staaten.
Tabelle	39	Zinssätze der seit 1895 begebenen Stadtanleihen.
„	40	Jahresschlußkurse von Kommunalobligationen.
„	41	Monats- und Jahresschlußkurse der 4proz. Münchn. Stadtanleihe.
„	42	Monats- und Jahresschlußkurse der 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> proz. Münchner Stadtanleihe.
„	43	Zulassung von deutschen Industrieobligationen an deutschen Börsen.
„	44	Kurse derselben.
„	45	Pfandbriefe der Preußischen Landschaften: a) Umlauf am Jahresschluß; b) Jährliche Zu- und Abnahme.
„	46	Jahresschlußkurse von Pfandbriefen landschaftlicher und landschaftähnlicher Kreditinstitute.
„	47	Pfandbriefe der Hypothekenbanken: a) Umlauf am Jahresschluß; b) Jährliche Zu- und Abnahme.
„	48	Durchschnittszinsfuß der Pfandbriefe der Hypothekenbanken.
„	49	Zinssätze für I. Hypotheken in Berlin.
Diagr.	50	„ „ „ „ „ „
Tabelle	51	„ „ „ „ „ „ Frankfurt a. M.
„	52	„ „ „ „ „ „ der Hess. Landes-Hypothekenbank A.-G.

---

Anhang.

---

**Statistischer Teil.**

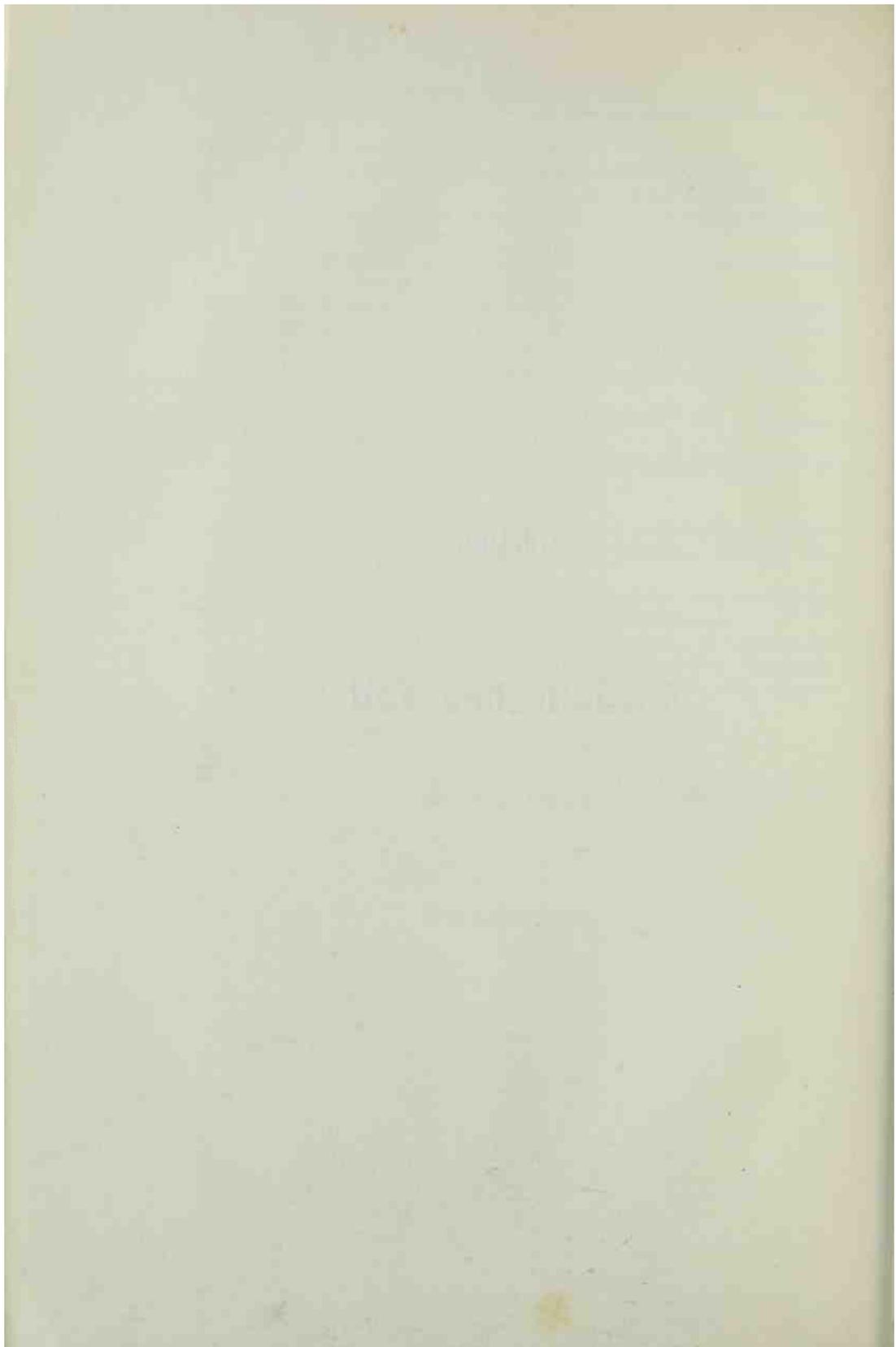


Tabelle 1.

Der Marktziinsfuß an der Berliner Börse im Monatsdurchschnitt.<sup>1</sup>

Jahr	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Jun.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jahres- Durch- schnitt	Höchst- Satz	Niedr. Satz
1895	1,81	1,26	1,63	1,55	1,74	2,10	1,64	1,57	2,50	2,54	2,98	3,88	2,01	3,88	1,18
1896	2,91	2,28	2,09	2,21	2,08	2,74	2,38	2,52	3,41	4,09	4,52	4,67	3,01	4,88	2,00
1897	3,27	2,58	2,90	2,48	2,86	2,67	2,39	2,58	3,32	3,88	4,14	4,46	3,01	4,75	2,25
1898	3,13	2,59	2,71	3,07	3,28	3,57	3,20	3,21	3,66	4,02	4,90	5,26	3,51	5,63	2,88
1899	4,33	3,78	4,28	3,78	3,09	3,95	3,75	4,42	4,85	5,06	5,65	5,97	4,41	6,88	3,50
1900	4,43	4,21	5,21	4,43	4,56	4,86	4,06	4,08	4,41	4,08	4,16	4,49	4,41	5,63	3,68
1901	3,57	3,22	3,79	3,37	3,19	3,20	2,91	2,26	2,68	2,83	2,84	2,96	3,01	4,13	2,13
1902	2,11	1,85	1,79	1,65	1,98	2,17	1,59	1,73	2,14	2,73	3,11	3,88	2,11	3,68	1,90
1903	2,23	1,90	2,69	2,61	3,09	3,29	2,96	3,80	3,68	3,82	3,46	3,54	3,01	3,88	1,88
1904	2,53	2,77	3,44	2,83	3,10	2,98	2,90	2,62	3,09	3,69	3,99	3,94	3,11	4,25	2,25
1905	2,53	1,98	2,22	1,91	2,30	2,84	2,12	2,23	2,99	4,00	4,62	4,99	2,81	5,88	1,75
1906	3,81	3,55	4,02	3,44	3,59	3,68	3,49	3,43	4,23	4,88	5,27	5,58	4,01	6,00	3,13
1907	4,93	4,68	5,40	4,65	4,44	4,66	4,44	4,62	5,08	4,91	6,61	7,07	5,13	7,88	4,00
1908	4,93	4,48	4,49	4,11	3,91	3,83	2,76	2,82	3,14	2,79	2,54	2,92	3,51	6,00	2,25
1909	2,21	2,17	2,66	1,98	2,92	2,91	2,28	2,18	3,06	3,88	4,47	4,34	2,87	4,62	1,75
1910	3,03	2,94	3,52	3,14	3,19	3,23	3,03	3,88	3,85	4,15	4,50	4,53	3,51	4,75	2,75

<sup>1</sup> Nach den Hertel'schen Kurszetteln.

Tabelle 2a.

## Reichsbankdiskont

Jahr	Januar	Februar	März	April	Mai	Juni
1895	3	3	3	3	3	3
1896	4	1-11 12-29 4 3	3	3	3	3
1897	1-18 19-31 5 4	1-25 26-28 4 3,5	3,5	1-9 10-30 3,5 3	3	3
1898	1-19 20-31 5 4	1-17 18-28 4 3	3	1-8 9-30 3 4	4	4
1899	1-16 17-31 6 5	1-20 21-28 5 4,5	4,5	4,5	1-8 9-31 4,5 4	1-18 19-30 4 4,5
1900	1-11 12-26 27-31 7 6 5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
1901	5	1-25 26-28 5 4,5	4,5	1-21 22-30 4,5 4	4	1-17 18-30 4 3,5
1902	1-17 18-31 4 3,5	1-10 11-28 3,5 3	3	3	3	3
1903	4	1-10 11-28 4 3,5	3,5	3,5	3,5	1-7 8-30 3,5 4
1904	4	4	4	4	4	4
1905	1-9 10-31 5 4	1-18 14-24 25-28 4 3,5 3	3	3	3	3
1906	1-17 18-30 6 5	5	5	5	1-22 23-31 5 4,5	4,5
1907	1-21 22-31 7 6	6	6	1-22 23-30 6 5,5	5,5	5,5
1908	1-12 13-24 25-31 7,5 6,5 6	6	1-6 7-31 6 5,5	1-26 27-30 5,5 5	5	1-8 4-17 18-30 5 4,5 4
1909	4	1-15 16-28 4 3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
1910	1-20 21-31 5 4,5	1-9 10-28 4,5 4	4	4	4	4

<sup>1</sup> Den Lombardsatz der Reichsbank erhält man durch Addition von 1 zu satz bis zum 30. Juni 1897  $\frac{1}{2}\%$  mehr als der Bankdiskont.

<sup>2</sup> Bei Berechnung des Durchschnitts ist das Jahr zu 360 Tagen zugrunde

Tabelle 2b.

## Privatsatz der

1895.	%	11. Juni	%	28. Juni	%	6. Septbr.	%
23. März	$\frac{21}{4}$	14. „	$\frac{21}{4}$	1. Juli	$\frac{21}{4}$	11. „	$\frac{21}{2}$
27. „	2	17. „	$\frac{21}{2}$	2. „	2	13. „	$\frac{23}{4}$
		27. „	$\frac{23}{4}$			18. „	sistiert.

<sup>1</sup> Nach der „Reichsbank“, Tabelle 66.

(offizielle Rate.)<sup>1</sup>

Juli	August	Septbr.	Oktober	November	Dezbr.	Jahres- <sup>2</sup> durchschn.	Zahl der Diskont- änderung.	Spannung gegenüber d. Markts.
3	3	3	3	1-10 11-30 3 4	4	3,189	1	1,18
3	3	1-6 7-30 3 4	1-9 10-31 4 5	5	5	3,656	3	0,62
3	3	1-5 6-30 3 4	1-10 11-31 4 5	5	5	3,806	5	0,72
4	4	4	1-9 10-31 4 5	1-8 9-18 19-30 5 5,5 6	6	4,267	6	0,72
4,5	1-6 7-31 4,5 5	5	1-2 3-31 5 6	6	1-18 19-31 6 7	5,036	7	0,59
1-12 13-31 5,5 5	5	5	5	5	5	5,333	3	0,92
3,5	3,5	1-22 23-30 3,5 4	4	4	4	4,099	4	1,04
3	3	3	1-3 4-31 3 4	4	4	3,821	3	1,13
4	4	4	4	4	4	3,837	2	0,83
4	4	4	1-10 11-31 4 5	5	5	4,222	1	1,08
3	3	1-10 11-30 3 4	1-3 4-31 4 5	1-3 4-30 5 5,5	1-10 11-31 5,5 6	3,817	7	0,97
4,5	4,5	1-17 18-30 4,5 5	1-9 10-31 5 6	6	1-17 18-31 6 7	5,149	5	1,11
5,5	5,5	5,5	1-28 29-31 5,5 6,5	1-7 8-30 6,5 7,5	7,5	6,033	4	0,91
4	4	4	4	4	4	4,764	6	1,24
3,5	3,5	1-19 20-30 3,5 4	1-10 11-31 4 5	5	5	3,925	3	1,06
4	4	1-25 26-30 4 5	5	5	5	4,346	3	0,81

em jeweiligen Diskont. Für inländische Staatsanleihen betrug der Lombard-  
legt.

eichsbank.<sup>1</sup>

	%	1896.	%		%
Oktober	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>			19. Februar	2 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>
"	2 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>			24. "	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
"	2 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>	1. Februar	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	28. März	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
"	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	13. "	2 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>	2. April	sistiert.
" sistiert.		17. "	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3. März	2 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
				19. "	2 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>

Diagramm 3.

Marktdiskontsätze (Berlin, London, Paris, Wien).<sup>1)</sup>

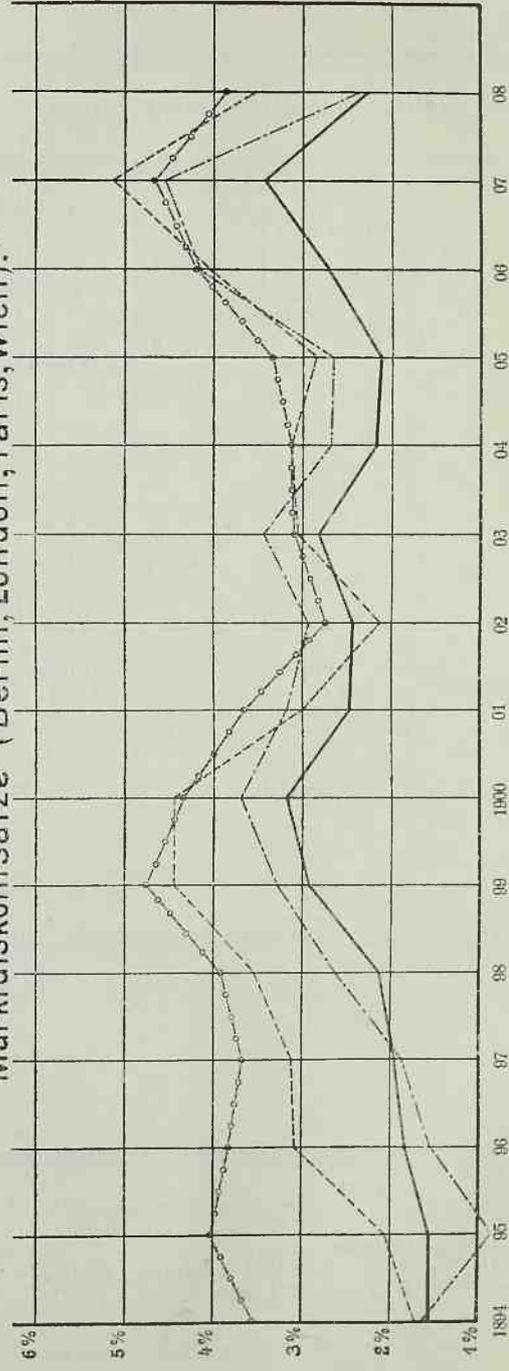
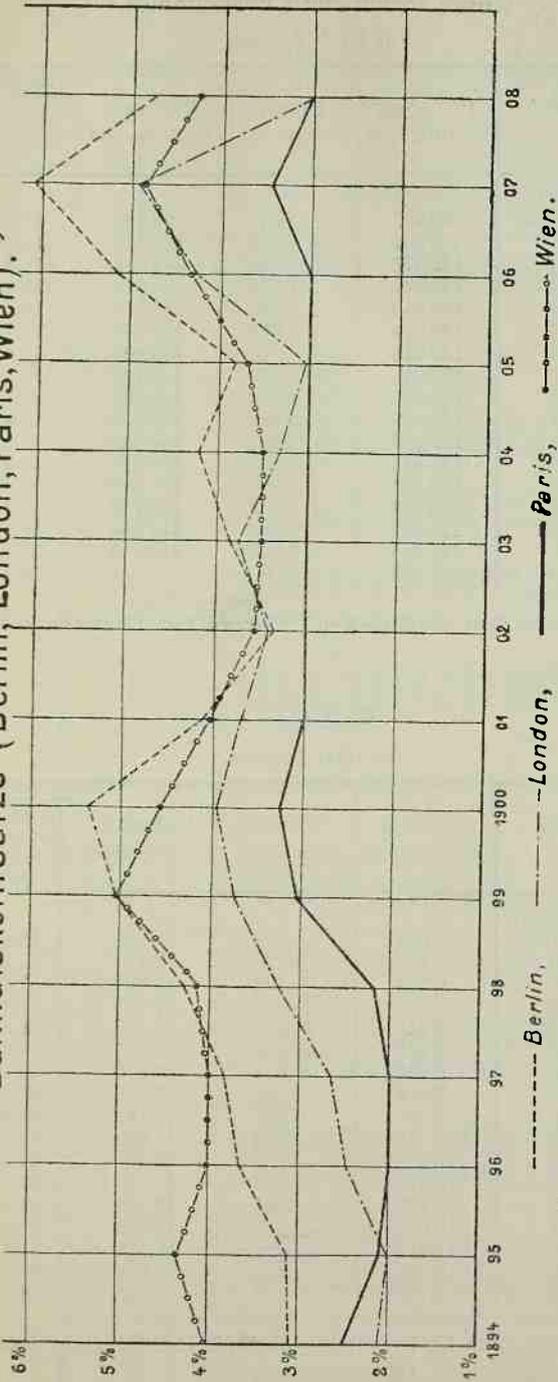


Diagramm 4.  
Bankdiskontsätze (Berlin, London, Paris, Wien).<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Nach dem Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betreffend Änderungen im Finanzwesen, Teil IV, angefertigt. Die Zahlen für 1903 nach Conrads Volkswirtschafts Chronik.

**Tabelle 5a. Kohle (Stein- und Braunkohle).<sup>1</sup>**  
in 1000 Tonnen.

Periode Jahr	Förderung im Zollgebiet	Einfuhr- überschuß	Verbrauch im Zollgebiet	Preis pro t niederschl. Gas-, Stück u. Kleinkoh. Gruben- preis in M.
Durchschnitt				
1891—1895	96 997	+ 1 987	98 984	12,7
1895	103 957	+ 1 918	105 876	12,6
1896	112 471	+ 1 500	113 971	12,6
1897	120 474	+ 1 774	122 249	12,8
1898	127 959	+ 259	128 218	13,1
1899	135 844	+ 873	136 718	13,7
1900	149 788	+ 16	149 804	17,1
1901	153 019	— 882	152 138	17,8
1902	150 600	— 1 815	148 785	16,5
1903	162 457	— 2 684	159 773	15,0
1904	169 451	— 3 051	166 400	15,0
1905	173 811	— 833	172 978	15,5
1906	193 537	— 1 886	191 652	15,9
1907	205 543	+ 2 652	208 195	16,8
1908	215 071	— 847	214 225	18,8
1909	217 446	— 3 025	214 420	18,6
1910	222 302			18,2

<sup>1</sup> Nach dem Statistischen Jahrbuch f. d. Deutsche Reich.

**Tabelle 5b. Roheisen.<sup>1</sup>**  
in 1000 Tonnen.

Periode Jahr	Erzeugung im Zollgebiet	Einfuhr- überschuß	Verbrauch im Zollgebiet	Preis pro t Gießerei- Roheisen ab Breslau in Mark
Durchschnitt				
1891—1895	5 047	+ 63	5 111	51,9
1895	5 465	— 20	5 485	49,2
1896	6 373	+ 198	6 538	57,5
1897	6 881	+ 332	7 171	61,7
1898	7 313	+ 135	7 403	61,6
1899	8 143	+ 441	8 535	75,5
1900	8 521	+ 637	9 106	90,7
1901	7 880	— 10	7 823	66,5
1902	8 530	— 341	8 144	61,3
1903	10 018	— 309	9 657	60,5
1904	10 058	— 85	9 917	59,5
1905	10 875	— 300	10 513	59,8
1906	12 473	— 84	12 149	69,6
1907	13 046	+ 213	13 046	77,6
1908	11 814	— 22	11 712	71,1
1909	12 577	— 326	12 252	64,2
1910	14 794			66,2

<sup>1</sup> Nach dem Statistischen Jahrbuch f. d. Deutsche Reich.

Tabelle 6 a.

Kupfer<sup>1</sup>  
in Tonnen.

Periode Jahr	Gewinnung	Einfuhr- überschuß	Verbrauch auf den Kopf im ganzen	Verbrauch auf den Kopf kg	Großhandels- preis 1 dz Mansfelder Berlin in Mark
Durchschnitt					
1891—1895	22 826	3 0651	53 477	1,0	90,3 (1894)
1896	27 069	5 0321	77 300	1,5	98,8 (1895)
1897	27 291	6 2426	89 717	1,5	105,9
1898	28 499	6 7403	95 902	1,8	114,0
1899	32 357	6 2806	95 163	1,7	110,4
1900	29 426	7 7145	106 271	1,9	160,2
1901	29 845	5 2878	82 723	1,4	154,9
1902	29 338	7 1513	100 551	1,7	115,4
1903	29 844	7 8792	108 636	1,8	130,5
1904	28 945	10 7329	136 274	2,3	127,4
1905	30 353	9 6808	127 161	2,1	152,3
1906	32 275	11 9516	151 791	2,5	188,5
1907	31 946	11 9596	149 800	2,4	189,3
1908	30 001	15 1716	188 100	2,9	124,6
1909	31 181	15 0245	181 126	2,8	122,3

<sup>1</sup> Nach den Statistischen Jahrbuch f. d. Deutsche Reich.

Tabelle 6 b.

Baumwolle (rohe)<sup>1</sup>  
in 1000 Tonnen.

Periode Jahr	Verbrauch im ganzen	Ver- brauch auf den Kopf	Großhandels- preis 1 dz Good Omra- watee Nr. 2 Bremen i. Mark
Durchschnitt			
1891—1895	252	4,95	59,4
1896	257	4,86	67,2
1897	287	5,36	63,6
1898	343	6,30	53,2
1899	316	5,71	54,8
1900	302	5,54	83,1 (1900)
1901	326	5,73	68,3
1902	335	5,79	70,3
1903	370	6,28	78,3
1904	382	6,41	96,3
1905	394	6,52	78,7
1906	385	6,28	86,1
1907	454	7,29	82,0
1908	429	6,79	79,5
1909	448	6,88	91,9
1910	383	5,87	111,8

<sup>1</sup> Nach dem Statistischen Jahrbuch f. d. Deutsche Reich.

Tabelle 7.

Spezialhandel des Deutschen  
Zollgebiets (unter Ausschuß  
der Edelmetalle)  
in Millionen Mark.

Jahr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehr- einfuhr
1894	3 938,3	2 991,5	946,8
1895	4 120,7	3 317,9	802,8
1896	4 307,2	3 525,1	782,1
1897	4 680,7	3 615,0	1 065,7
1898	5 080,6	3 736,6	1 344,0
1899	5 483,1	4 217,0	1 266,1
1900	5 765,6	4 611,4	1 154,2
1901	5 421,2	4 431,4	989,8
1902	5 631,0	4 677,8	953,2
1903	6 002,7	5 014,6	988,1
1904	6 354,3	5 222,6	1 131,5
1905	7 128,8	5 731,6	1 397,2
1906	8 021,9	6 319,0	1 662,9
1907	8 748,7	6 816,2	1 902,5
1908	7 666,6	6 339,2	1 267,4
1909	8 226,9	6 542,2	1 632,7
1910	8 934,1	7 474,7	1 459,4

Tabelle 8.

Die Emissionen in Deutschland seit 1894 (Kurswert in Millionen Mark).<sup>1</sup>

	Deutsche Papiere										Ausländische Papiere			Gesamtsumme (8 und 12)
	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.		
	Staatsanleihen	Kommunalanleihen	Pfandbriefe	Eisenbahnobligationen	Industrieobligationen	Summe 1-5	Aktien	Summe 6-7	Staatsanleihen	Sonstige festverzinsliche	Aktien	Summe 9-11		
1894	202,51	92,86	559,64	7,95	50,85	913,20	122,11	1035	188,59	149,96	46,04	383,99	1 439,30	
1895	42,39	96,79	500,00	5,56	39,97	685,01	371,71	1057	73,10	227,22	17,88	317,90	1 374,62	
1896	58,56	101,84	487,55	48,67	42,79	739,01	588,56	1327	261,74	226,92	79,61	568,27	1 815,83	
1897	19,18	147,94	483,28	9,75	58,91	718,16	593,68	1311	166,87	441,18	24,88	632,91	1 914,70	
1898	160,44	100,80	364,81	16,96	143,12	786,13	911,50	1697	230,88	460,08	18,81	709,72	2 477,15	
1899	399,13	261,05	447,12	49,58	74,02	1 230,90	1 146,67	2377	102,24	101,26	30,92	233,82	2 611,99	
1900	200,10	220,85	126,10	85,02	178,77	810,64	691,20	1501	168,86	17,35	89,56	275,27	1 777,11	
1901	505,17	293,58	210,50	14,81	193,29	1 217,75	203,56	1421	339,00	169,92	10,85	210,08	1 611,34	
1902	536,10	196,13	411,04	8,71	158,10	1 310,98	346,81	1657	80,77	127,51	33,89	241,67	1 658,80	
1903	317,33	208,56	564,72	1,94	64,96	1 157,81	266,82	1421	80,77	127,51	33,89	241,67	1 658,80	
1904	335,34	239,48	506,24	8,52	110,14	1 200,02	562,94	1762	99,15	87,28	45,87	232,11	1 915,07	
1905	429,36	257,40	569,49	11,81	115,24	1 383,60	698,59	2082	711,13	263,20	134,16	1 108,49	3 110,68	
1906	638,11	347,00	404,59	9,02	183,10	1 681,82	940,01	2521	36,21	77,88	106,60	220,69	2 742,52	
1907	546,22	425,44	326,98	0,99	172,79	1 471,77	587,49	2051	78,08	36,26	38,37	152,66	2 211,92	
1908	1 258,99	511,71	400,00	3,20	314,70	2 488,60	699,20	3187	144,28	61,00	22,79	228,02	3 415,82	
1909	1 472,78												3 510,29	
1910	624,70	247,50	680,46	1,02	135,97	1 689,85	786,82	2476,67	156,53	310,67	78,44	545,64	3 012,31	
1911	241,89	308,80	650,00	23,51	293,80	1 317,80	720,90	2038,70	24,73	119,97	92,57	459,87	2 418,57	

<sup>1</sup> Nach der Statistik des Deutschen Ökonomen.

Die wichtigsten Kategorien von Emissionen (in Millionen Mark) und der Betrag der jährlich in Deutschland in Umlauf gesetzten Wechsel (in 10 Millionen Mark) sowie der Reichsbank- und Berliner Marktdiskont.

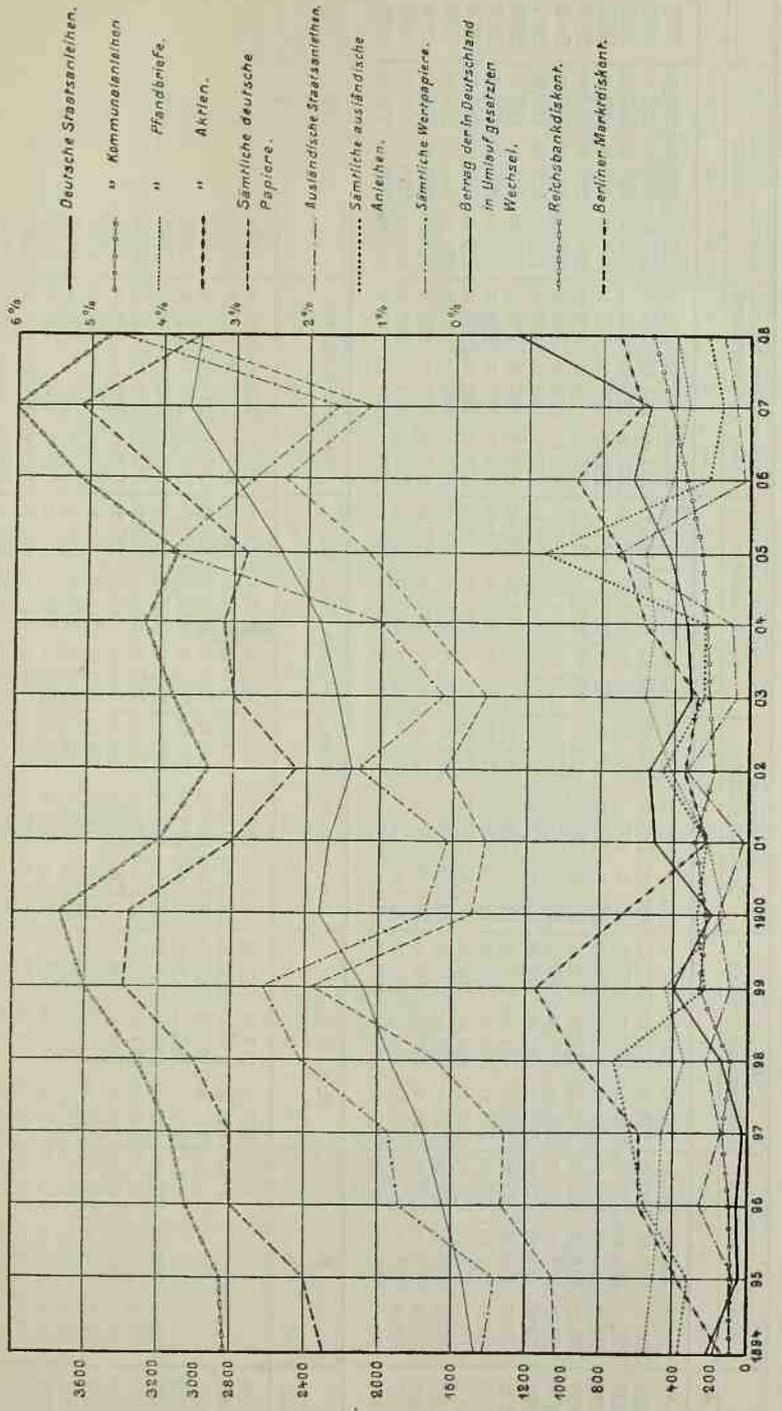


Tabelle 10a. Kurse einiger wichtigen Industrie- und Bank-Aktien an der Berliner Börse.<sup>1</sup>

Jahr	Gesellschaftlicher Bergwerks-Aktien		Harpener Bergwerks-Aktien		Bocumer Gußstahl-Aktien		Königs- und Laurahütte-Aktien		Berliner Maschinenb.-Aktien (Schwarzkopf)		Allgem. Elektr.-Ges.-Aktien							
	d <sup>a</sup>	h <sup>a</sup>	d	h	d	h	d	h	d	h	d	h						
1895	171,00	196,55	154,80	190,40	133,25	149,40	182,75	134,50	142,00	158,50	120,00	240,25	277,50	233,10	226,75	248,50	206,00	1895
1896	170,90	180,50	160,90	176,90	150,00	166,50	168,75	146,90	163,80	163,80	142,35	241,00	281,60	236,50	253,00	257,50	225,00	1896
1897	192,10	192,10	156,50	194,20	167,75	204,75	205,90	148,60	184,40	184,50	150,60	262,50	268,00	225,00	278,35	280,50	247,00	1897
1898	191,00	194,75	175,10	178,80	169,00	229,50	235,50	195,40	217,00	217,00	181,20	232,75	279,60	225,75	284,35	296,50	263,50	1898
1899	198,25	212,50	182,10	202,80	176,50	260,30	287,50	229,50	253,50	276,40	214,30	228,00	249,30	214,00	255,90	305,00	243,00	1899
1900	199,05	229,80	176,90	201,11	244,40	166,60	223,30	167,00	233,80	284,00	186,00	223,89	254,00	196,25	232,78	261,80	189,75	1900
1901	169,24	186,95	153,00	164,22	182,90	145,10	175,82	201,80	192,69	217,70	172,60	183,55	201,50	155,10	190,60	212,25	169,00	1901
1902	170,37	179,80	162,60	167,55	181,25	158,00	186,18	204,50	163,60	200,70	211,75	187,20	188,98	215,00	175,00	179,50	201,00	1902
1903	188,98	224,10	172,80	185,17	206,80	168,90	184,12	196,10	224,56	242,00	211,50	224,27	238,75	198,50	192,54	227,50	176,00	1903
1904	219,18	237,00	196,00	205,44	228,00	182,90	200,90	234,60	243,87	260,10	212,40	238,53	242,00	216,00	219,64	231,00	202,75	1904
1905	230,21	253,90	218,20	215,47	227,50	206,90	247,78	260,50	261,72	277,70	251,50	251,88	240,00	231,00	234,23	245,75	214,90	1905
1906	224,84	231,70	216,25	214,04	222,20	204,50	244,79	257,75	243,86	252,00	225,25	243,89	253,75	229,10	217,80	229,25	208,25	1906
1907	198,50	224,00	185,90	203,89	220,40	186,75	217,47	252,00	225,51	247,75	213,35	220,09	241,50	196,50	198,14	216,00	180,75	1907
1908	189,33	200,75	180,00	198,07	210,00	190,30	212,75	228,00	207,09	220,00	190,75	232,55	252,60	215,25	212,79	229,80	196,25	1908

Jahr	Siemens u. Halske-Akt.		H. A. P. A. G.		Nordd. Lloyd-Aktien		Deutsche Bank-Aktien		Diskonto-Kom.-Ant.							
	d	h	d	h	d	h	d	h	d	h						
1895	107,20	117,70	81,50	99,75	119,25	84,75	185,70	222,00	170,25	234,70	201,25	234,70	195,60	1895		
1896	135,00	136,75	106,75	112,10	119,80	100,50	196,00	198,90	183,00	211,25	211,25	218,30	203,60	1896		
1897	113,40	138,75	107,20	112,00	115,00	99,40	209,60	212,50	186,30	201,20	218,30	218,30	191,40	1897		
1898	124,75	135,00	108,25	115,40	118,75	107,90	207,00	211,00	190,20	199,40	206,50	206,50	190,60	1898		
1899	178,00	199,25	175,90	129,00	130,00	117,80	123,60	129,60	113,60	207,80	216,50	199,50	192,75	188,90	1899	
1900	168,19	180,50	155,00	125,50	131,50	117,00	118,17	133,00	105,25	197,72	213,75	180,80	182,78	198,75	165,75	1900
1901	151,19	161,00	140,00	119,48	132,40	104,00	113,82	120,40	98,25	198,94	210,50	187,20	178,95	192,60	168,50	1901
1902	132,38	147,60	108,75	107,20	116,50	96,50	106,77	115,80	94,10	209,81	215,90	203,25	188,05	190,50	180,60	1902
1903	130,88	142,25	119,75	105,14	111,40	97,30	100,73	106,70	93,40	214,62	225,20	208,10	191,53	200,00	184,40	1903
1904	148,79	169,90	130,10	111,85	130,50	103,50	103,98	109,80	98,10	222,72	236,10	210,90	188,71	195,10	180,00	1904
1905	186,71	194,70	167,80	156,88	164,40	127,10	123,83	137,00	104,90	240,88	245,80	233,60	191,03	197,10	185,50	1905
1906	187,45	198,50	179,50	161,64	173,00	153,10	128,89	137,00	122,61	239,62	247,80	233,60	185,62	194,60	180,10	1906
1907	169,71	181,60	155,00	133,26	157,50	111,90	118,02	132,90	101,21	229,46	243,50	218,00	173,06	187,10	165,00	1907
1908	183,79	206,00	170,00	183,79	122,50	104,60	94,70	109,50	82,01	235,02	242,50	227,60	175,41	180,70	169,50	1908

<sup>1</sup> Der „Volkswirtschaftlichen Chronik“ der Conrad'schen Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik entnommen. Von 1900 ab sind die Jahresdurchschnittskurse angegeben, von 1895—1899 stattdessen die Jahreschlusskurse eingesetzt worden.

Tabelle 10b.

### Die Dividenden der Aktiengesellschaften in Deutschland.<sup>1</sup>

Jahr	Berücksichtigt. Aktienkapital in Millionen Mark	Summe der Dividenden	Durchschnittl. Dividende Prozent
1895	1567,02	115,67	7,34
1896	1695,19	152,47	8,89
1897	1766,72	164,68	9,32
1898	1748,84	171,80	9,82
1899	2049,14	263,55	9,94
1900	2513,81	275,58	10,96
1901	2374,22	189,47	7,98
1902	2433,88	161,57	6,64
1903	2511,72	180,88	7,20
1904	2509,18	216,15	8,61
1905	2789,28	255,85	9,51
1906	2755,33	302,37	10,58
1907	2332,18	320,05-325,24	10,91-11,09

<sup>1</sup> Berücksichtigt sind in dieser von Richard Caewer im „Wirtschaftsjahre“ aufgestellten Übersicht nur die Dividenden der an der Berliner Börse zugelassenen Aktiengesellschaften, soweit deren Geschäftsjahr mit dem Kalenderjahr ganz oder überwiegend zusammenfällt.

Tabelle 10c.

### Die Konkursstatistik Deutschlands.<sup>1</sup>

Jahr	Neue Konkurse	Alte Konkurse
1895	7 111	2 697
1896	6 760	2 305
1897	6 997	2 064
1898	7 364	2 322
1899	7 720	
1900	8 547	
1901	10 566	
1902	9 801	2 516
1903	9 609	2 630
1904	9 499	2 205
1905	9 329	2 535
1906	9 388	
1907	9 886	
1908	11 581	
1909		3 189
1910		2 905
1911		2 515
1912		2 972
1913		
1914		
1915		
1916		
1917		
1918		
1919		
1920		
1921		
1922		
1923		
1924		
1925		
1926		
1927		
1928		
1929		
1930		
1931		
1932		
1933		
1934		
1935		
1936		
1937		
1938		
1939		
1940		
1941		
1942		
1943		
1944		
1945		
1946		
1947		
1948		
1949		
1950		
1951		
1952		
1953		
1954		
1955		
1956		
1957		
1958		
1959		
1960		
1961		
1962		
1963		
1964		
1965		
1966		
1967		
1968		
1969		
1970		
1971		
1972		
1973		
1974		
1975		
1976		
1977		
1978		
1979		
1980		
1981		
1982		
1983		
1984		
1985		
1986		
1987		
1988		
1989		
1990		
1991		
1992		
1993		
1994		
1995		
1996		
1997		
1998		
1999		
2000		
2001		
2002		
2003		
2004		
2005		
2006		
2007		
2008		
2009		
2010		
2011		
2012		
2013		
2014		
2015		
2016		
2017		
2018		
2019		
2020		
2021		
2022		
2023		
2024		
2025		
2026		
2027		
2028		
2029		
2030		

<sup>1</sup> Nach den „Vierteljahrsheften zur Statistik des Deutschen Reichs.“

Tabelle 11.

Die Neugründung von Aktiengesellschaften in Deutschland.<sup>1</sup>

Rechnungsjahr	Zahl der Neugründungen	Aktienkapital in 1000 Mark
1891	92	88 260
1895	161	250 680
1896	182	268 580
1897	254	380 470
1898	329	463 620
1899	364	544 390
1900	261	340 460
1901	158	158 250
1902	87	118 430
1903	84	300 036 <sup>1</sup>
1904	104	140 649
1905	192	386 000
1906	212	474 514
1907	212	253 786
1908	155 <sup>2</sup>	170 161 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Nach dem Deutschen Ökonomen.

<sup>2</sup> Hier ist die Umwandlung des Kupfershen Unternehmens in ein Aktiengesellschaft inbegriffen.

<sup>3</sup> Die Zahlen für 1908 lassen sich nicht unbedingt mit den früheren vergleichen Conrad's Volksw. Chronik 1908 Seite 798.

Tabelle 12.

Einnahmen aus den Reichsstempelabgaben.<sup>1</sup>

Rechnungsjahr	Effektenstempel	Umsatzsteuer	in 1000 Mark
1894	9 038,9	16 406,9	
1895	15 522,5	19 888,6	
1896	15 089,7	13 226,3	
1897	14 968,7	13 728,8	
1898	18 480,2	13 545,1	
1899	17 899,5	14 987,0	
1900	21 132,1	14 917,4	
1901	14 491,4	14 094,7	
1902	21 280,9	14 335,1	
1903	15 520,9	14 805,4	
1904	23 222,1	18 584,2	
1905	29 756,3	21 604,6	
1906	40 403,7	16 806,0	
1907	24 426,9	9 312,3	
1908	27 588,9	12 270,5	
1909	37 835,9	22 051,4	
1910	50 252,4	24 089,6	

<sup>1</sup> Nach dem Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich.

Tabelle 13.

Der Wechselumlauf in Deutschland.<sup>1</sup>

Kalenderjahr	Ertrag des Wechselstempels in 1000 M.	Mit 1/2 % kapitalisierten Ertrag des Wechselstempels	Betrag der in Deutschland aufgezinsten Wechsel	Mittl. Bevölkerung (Statistikd. Reichs)	Durchschn. wurden pro Kopf Wechsel in Umlauf gesetzt	Durchschn. Wechselumlauf in D. in 1000000 M.	Durchschnittl. Waren pro Kopf im Umlauf M.	Marktzinssfuß in Berlin %	Kalenderjahr
1.	2	3.	4.	5.	6.	7.	8	9.	10
1894	8 193	16 387	14 748	51,54	287	3 637	72	1,74	1894
1895	8 467	16 935	15 241	52,70	293	3 810	73	2,01	1895
1896	9 103	18 207	16 386	52,75	311	4 076	78	3,04	1896
1897	9 738	19 477	17 529	53,37	327	4 322	82	3,09	1897
1898	10 763	21 527	19 374	54,41	353	4 813	89	3,55	1898
1899	11 631	23 263	20 937	55,95	373	5 274	95	4,45	1899
1900	12 946	25 893	23 304	56,55	413	5 836	104	4,41	1900
1901	12 759	25 517	22 966	56,97	401	5 741	101	3,06	1901
1902	11 947	23 895	21 505	57,77	372	5 376	93	3,19	1902
1903	12 371	24 742	22 268	58,93	383	5 577	95	3,01	1903
1904	12 890	25 779	23 201	59,18	393	5 800	98	3,14	1904
1905	14 170	28 341	25 507	60,31	423	6 377	106	2,85	1905
1906	15 590	31 483	28 062	61,12	453	7 016	115	4,04	1906
1907	17 092	34 184	30 766	61,92	497	7 632	124	5,12	1907
1908	18 730	33 469	30 113	62,98	473	7 539	119	3,52	1908

<sup>1</sup> Nach Conrad's Volkswirtschaftlicher Chronik.

Das sind alle in Deutschland ausgestellt und alle im Ausland ausgestellt, aber in Deutschland im Ausland gesetzten Wechsel (vgl. Conrad's Volkswirtschaftliche Chronik vom 10. Juni 1907, S. 11). Die Steuerträge von einer Summe von 200 Mark und weniger (Eig. S. 10) steigt für je 200 M. Wechselbetrag um 10 Pfg. bis zu einem Wechseltrage von 1000 M. und dann für jedes weitere 1000 M. je 50 Pfg. in der Weise, daß jeder angelegene Sauf des Wechselbetrages für voll gerechnet wird. Die Steuer beträgt mithin mindestens 1/2 % des Wechselbetrages. Der Gesamtbeitrag der innerhalb eines Jahres ausgestellten Wechsel läßt sich aber in schätzungsweise stellen, da man von dem mit 1/2 % kapitalisierten Steuertrage einen der Abzug erisprechenden, aber nicht genau zu ermittelnden Abzug vornehmen muß. Der obige Berechnung ist ein Abzug von 10% des mit 1/2 % kapitalisierten Stempeltrags zugrunde gelegt.

Tabelle 14a.

Die Goldgewinnung der Erde (ausgestellt in der Statistischen Abteilung der Reichsbank).

Periode Jahr	Gesamtgewinnung in Millionen M.	in kg.	Jahres- durchschnitt
1891-1895	3 420	1 255 850	215 170
1896-1900	5 400	1 936 287	387 257
1896	849	302 688	387 257
1897	991	357 379	
1898	1 204	431 655	
1899	1 287	461 515	
1900	1 069	383 049	
1901	1 096	352 705	484 338
1902	1 246	446 499	
1903	1 376	493 083	
1904	1 458	522 259	
1905 <sup>1</sup>	1 585	568 232	370 460
1906 <sup>1</sup>	1 681	612 389	
1907 <sup>1</sup>	1 680	602 634	
1908 <sup>1</sup> <sup>2</sup>	1 780	637 509	
Wirtschafts- periode			
1895-1899	5 165	1 852 238	370 460
1900-1902	3 411	1 222 244	407 415
1903-1906	6 071	2 175 404	543 851

<sup>1</sup> Die Zahlen für 1905-1908 sind nur als vorläufige zu betrachten.

<sup>2</sup> Die Zahlen für 1908 sind Conra's Volkswirtschaftl. Chronik 1908, S. 845 entnommen.

Tabelle 14b.

Deutschlands Goldbewegung nach Jahren (in 1000 Mark).<sup>1</sup>

Jahr	Gold- einfuhr (einschließlich Pagament)	Gold- ausfuhr	Goldmeh- einfuhr	Gold- produktion in Deutsch- land	Deutschl. Gesamtzu- wachs in Gold	Gold- ankäufe der Reichs- bank <sup>2</sup>	Jahr
1891	115 457	41 631	73 823	6 335	80 161	87 969	1890
1891	233 542	121 556	111 983	6 760	118 746	175 472	1891
1892	191 860	149 827	42 033	7 094	49 127	61 540	1892
1893	155 917	101 576	54 341	7 086	61 427	137 009	1893
1894	322 553	53 319	269 234	8 916	278 150	241 131	1894
1895	110 363	82 319	28 041	9 878	37 922	55 276	1895
1895	238 609	197 481	41 123	6 916	47 044	62 032	1896
1897	164 317	118 653	45 664	7 737	53 401	123 954	1897
1898	340 349	221 769	118 580	7 913	126 493	101 414	1898
1899	282 906	135 745	147 161	7 259	154 420	93 425	1899
1900	253 589	113 860	139 729	8 523	148 452	124 505	1900
1901	265 186	51 591	213 563	7 688	221 283	131 029	1901
1902	148 063	106 020	42 043	7 431	47 474	24 233	1902
1903	280 766	91 634	189 132	7 175	182 007	97 905	1903
1904	454 038	62 161	391 877	7 600	384 477	264 489	1904
1905	248 851	62 297	179 554	11 000	168 554	152 377	1905
1906	360 870	92 128	268 742	11 700	257 042	27 623	1906
1907	206 432	223 364	- 16 932			111 611	1907
1908	365 119	57 342	307 777			293 880	1908

<sup>1</sup> Reichsstatistik.

<sup>2</sup> Nach den Verwaltungserichten der Reichsbank, ergänzt durch „Bankenquote 1908, III. Teil.“

Tabelle 15.

Deutschlands Goldbilanz nach Monaten (in 1000 Mark).<sup>1)</sup>

Monat	1898			1899			1900		
	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr
Januar	19 034	1 015	17 987	2 933	1 410	21 523	2 311	25 100	22 849
Febr.	16 612	3 215	13 317	13 838	17 213	3 375	6 248	31 271	25 023
März	38 641	3 316	35 095	28 905	28 032	873	2 495	11 449	8 954
April	17 534	14 127	3 407	16 648	1 968	14 680	17 538	5 623	11 915
Mai	16 543	61 724	45 181	9 341	6 060	3 281	7 273	6 412	861
Juni	13 508	17 855	4 387	20 171	5 939	14 232	3 380	2 994	6 386
Juli	39 228	15 124	24 104	14 210	17 894	3 684	23 456	3 997	24 459
August	25 412	3 716	21 645	18 831	18 094	737	43 339	3 775	39 584
Sepbr.	19 777	2 515	17 272	8 031	3 240	4 791	18 073	3 317	14 756
Oktbr.	30 443	5 735	26 312	11 151	19 456	8 305	45 837	3 834	42 003
Novbr.	29 570	10 210	10 291	8 771	10 664	1 893	35 689	4 919	30 770
Dezbr.	59 906	22 716	37 161	98 445	5 775	92 670	24 604	11 129	13 475
Jahr	326 208	221 789	104 439	271 275	135 745	135 530	241 243	113 860	127 383

Monat	1901			1902			1903		
	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr
Januar	4 104	5 253	1 154	21 712	4 709	17 003	5 996	17 461	11 465
Febr.	3 818	2 263	1 535	5 177	2 607	2 570	2 777	2 151	623
März	4 318	2 657	1 639	3 552	4 719	1 167	1 169	1 859	3 690
April	15 831	3 294	12 545	1 431	3 993	2 562	1 071	3 149	5 069
Mai	21 521	5 853	15 535	4 014	3 340	704	5 129	3 717	1 412
Juni	6 517	2 063	3 851	6 441	3 523	2 918	31 778	2 301	29 469
Juli	27 103	2 531	24 576	19 176	8 806	10 370	15 122	19 617	4 495
August	20 523	3 321	17 202	23 519	14 463	9 086	50 128	3 529	46 608
Septbr.	45 637	3 551	42 637	10 319	8 417	1 892	77 421	4 343	73 073
Oktbr.	19 489	12 787	6 663	13 121	9 702	3 419	32 109	3 383	28 921
Novbr.	27 423	3 232	24 194	16 814	6 635	10 259	40 179	2 832	37 647
Dezbr.	60 543	4 071	56 439	14 722	35 106	20 384	17 387	21 281	3 902
Jahr	256 833	51 591	205 242	140 128	106 620	34 108	280 766	91 634	189 132

<sup>1)</sup> Nach der Volkswirtschaftl. Chronik von Conrad

Monat	1904			1905			1906		
	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr
Januar	10 095	4 316	5 779	5 386	1 654	3 732	16 801	2 972	13 829
Febr.	5 675	15 189	9 514	17 642	4 483	13 159	48 987	15 153	33 834
März	9 360	4 506	4 854	43 823	10 478	33 345	2 343	10 683	8 243
April	1 791	2 418	627	5 347	6 993	1 646	2 891	2 112	752
Mai	3 805	3 716	89	2 894	9 349	6 455	50 403	6 304	44 099
Juni	16 597	2 308	14 289	4 518	3 730	788	82 257	7 214	75 041
Juli	28 799	2 880	25 919	2 913	4 994	2 081	5 867	9 519	3 612
August	57 256	7 968	49 288	8 006	11 949	3 943	5 551	5 024	530
Septbr.	41 025	12 311	28 714	18 760	5 825	12 935	28 903	10 173	18 727
Oktober	123 244	2 881	120 363	21 314	2 833	18 481	83 179	12 587	70 592
Novbr.	83 990	1 959	82 031	7 110	5 333	1 777	9 763	5 823	3 940
Dezbr.	72 401	1 709	70 692	111 138	1 676	109 462	23 915	4 659	19 255
Jahr	4 4 038	62 161	391 877	248 851	69 297	179 554	360 870	92 128	268 742

Monat	1907			1908			1909		
	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Mehreinfuhr
Januar	5 270	2 535	2 735	8 892	3 718	5 174	7,93	19,74	- 11,81
Febr.	9 478	4 209	5 269	15 420	4 566	10 854	14,97	23,64	- 8,67
März	5 276	3 210	2 076	5 603	2 070	3 533	11,26	31,41	- 20,15
April	16 834	11 256	5 578	5 485	2 946	2 539	11,81	4,16	+ 7,65
Mai	11 325	2 413	8 912	8 620	3 400	5 220	10,07	15,99	- 5,92
Juni	6 122	2 580	3 542	75 253	2 137	73 116			
Juli	6 206	3 828	2 378	79 474	2 773	75 701			
August	6 408	4 126	2 282	38 061	11 759	26 302			
Septbr.	41 516	10 316	31 200	15 643	3 292	12 351			
Oktober	27 178	20 703	6 475	48 803	3 754	45 049			
Novbr.	14 347	129 885	115 538	26 392	10 797	15 595			
Dezbr.	56 272	28 303	27 969	19 450	6 130	13 320			
Jahr	206 432	233 364	16 932	365 119	57 342	307 777			

(In Mill. Mark nach d. Frkt. Ztg.)

Tabelle 16. Deutschlands Goldbilanz nach Ländern (in 1000 Mark).<sup>1</sup>

Land	1898		1899		1900		1901		1902		1903	
	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr
Frankreich	3 308	35	4 188	117	2 637	612	9 277	777	2 241	393	7 111	194
Großbritannien	253 697	58 417	98 769	44 848	112 112	42 833	91 024	3 662	34 944	998	218 367	1 652
Osterr.-Ungarn	28 836	25 845	8 347	13 665	13 403	22 201	16 331	24 250	22 093	43 803	27 933	23 733
Rußland	513	120 995	79 594	60 317	45 022	2 540	46 752	3 509	340	36 969	2 473	50 532
Nordamerika	2 298	1 508	5 725	6 460	4 807	30 657	10 315	6 429	9 352	1 198	5 125	1 078
Schweden	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Italien	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
China	17 792	—	7 667	—	12 703	—	21 861	—	26 073	—	1 854	—
Transvaal	—	—	38 376	—	14 101	—	372	—	—	—	—	—
Ver. Staat v. A.	311	1 587	11 865	—	16 330	—	55 739	1 001	16 553	—	8 305	—
Übrige Länder	19 453	13 382	16 744	10 338	20 128	15 017	11 162	11 963	28 532	22 659	9 598	14 465
Insgesamt	326 208	221 769	271 275	135 745	241 243	113 860	256 833	51 591	140 128	106 020	280 766	91 634
Mehreinfuhr	+ 104 439	—	+ 135 530	—	+ 127 383	—	+ 205 242	—	+ 34 108	—	+ 189 132	—

Land	1904		1905		1906		1907		1908		1909	
	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr
Frankreich	56 916	3	5 872	—	26 841	937	3 255	10 431	7 394	3 768	—	—
Großbritannien	324 774	5 225	45 996	8 909	110 715	15 305	80 638	144 283	69 384	5 835	—	—
Osterr.-Ungarn	26 035	27 564	17 435	12 224	18 042	11 102	10 846	7 041	7 902	7 764	—	—
Rußland	8 327	4 922	105 434	1 696	166 451	602	24 350	1 463	20 533	7 282	—	—
Nordamerika	7 095	9 620	7 750	15 392	10 071	263	10 596	18 054	10 126	10 859	—	—
Schweden	1 840	5 677	1 839	7 179	416	9 258	1 787	9 703	1 532	9 978	—	—
Italien	1 203	4 415	1 271	11 562	181	4 957	4 023	5 755	3 053	6 794	—	—
China	4 930	—	7 388	—	15	—	21 332	—	21 596	—	—	—
Transvaal	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ver. Staat v. A.	51	—	12 058	—	—	4 818	—	3 709	76 622	—	—	—
Übrige Länder	22 867	7 798	43 808	12 335	28 140	44 856	49 605	22 925	—	—	—	—
Insgesamt	454 038	65 224	248 851	69 297	360 870	92 128	206 432	223 364	365 119	57 342	—	—
Mehreinfuhr	+ 388 814	—	+ 179 551	—	+ 268 742	—	— 16 932	—	+ 307 777	—	—	—

<sup>1</sup> Nach Conrad's Volkswirtsch. Chronik

Tabelle 17.

**Gold-, Metall- u. Barvorrat der Reichsbank 1894 bis 1907.<sup>1</sup>**  
Gold

Jahr	Höchster Bestand		Niedrigst. Bestand		Durchschnitt in Mill. Mark		
	Tag	Betrag in 1000 Mark	Tag	Betrag in 1000 Mark	d. Goldvorrats	d. Metallvorrats	des Barvorrats
1894	23. XI.	773 834	7. I.	504 856	619,6	934,3	969,7
1895	15. II.	799 611	31. XII.	570 948	704,6	1 011,8	1 045,4
1896	23. II.	668 482	7. X.	529 760	602,0	892,0	925,3
1897	23. II.	647 830	7. X.	486 670	591,6	871,5	905,3
1898	23. II.	710 082	7. X.	473 691	583,3	850,9	885,9
1899	23. V.	658 238	30. IX.	450 297	572,8	825,5	860,6
1900	23. VIII.	635 835	7. X.	492 072	570,7	817,1	853,8
1901	23. VI.	737 231	7. I.	531 429	664,1	911,4	947,2
1902	23. VI.	834 399	31. XII.	546 678	725,5	982,2	1 018,2
1903	23. IX.	723 307	31. III.	555 571	650,8	904,9	942,5
1904	15. XII.	804 575	30. IX.	577 880	682,2	926,7	972,1
1905	23. II.	904 375	30. IX.	527 519	745,3	973,0	1 019,2
1906	23. V.	814 486	31. XII.	481 373	674,7	891,0	948,8
1907	23. V.	759 181	30. IX.	471 848	633,8	843,3	947,7
1908					785,2	1 019,1	
1909					795,2	1 046,3	
1910					777,8	1 055,8	

<sup>1</sup> Nach „Bankenquote 1908“ Tab. I 4, II 6, II 5, II 4.

Tabelle 18.

**Anspruchnahme des deutschen Geldmarktes durch Schatzanweisungen und sonstige kurzfristige Geldaufnahmen seitens des Deutschen Reichs und der Bundesstaaten<sup>1</sup> (in Millionen Mark am Ende des Monats).**

Jahr	Januar	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Septbr.	Oktbr.	Novbr.	Dezbr.
1902	77,15	37,15	17,47	15,81	16,84	64,94	22,42	105,95	137,69	105,55	193,90	185,23
1903	130,63	206,07	185,22	205,70	46,25	11,26	11,59	28,82	43,92	24,73	102,91	110,76
1904	80,38	175,42	158,77	126,67	94,91	199,96	230,36	260,02	300,29	221,21	251,92	303,35
1905	291,68	340,93	331,18	220,20	36,23	24,79	58,80	91,90	154,85	164,64	237,21	304,23
1906	312,20	364,40	354,86	304,75	106,20	95,69	62,68	116,15	174,01	191,25	254,35	328,41
1907	298,60	312,60	362,56	337,95	161,96	115,42	85,70	124,70	227,72	236,18	307,50	429,60

<sup>1</sup> Nach dem Denkschriftenband, Teil IV.

Tabelle 19.

Zentralkassen im Reichsverband  
der landwirtschaftlichen Ge-  
nossenschaften Deutschlands.<sup>1</sup>

Jahr	mittlerer Zinsfuß für Einlagen des Kunden	mittlerer Zinsfuß für Schulden	Reichs- bank- diskont
1895			3,14
1896	3,07	3,65	3,66
1897	3,20	3,74	3,81
1898	3,31	3,9	4,26
1899	3,45	4,1	5,03
1900	3,67	4,3	5,33
1901	3,74	4,2	4,09
1902	3,46	4,12	3,32
1903	3,47	4,10	3,83
1904	3,47	4,11	4,22
1905	3,43	4,10	3,81
1906	3,61	4,32	5,15
1907	3,78	4,67	6,03
1908			4,75

<sup>1</sup> Nach der Festschrift zum fünf-  
undzwanzigjährigen Bestehen des Ver-  
bandes, Darmstadt 1908, S. 143.

Tabelle 20.

Landwirtschaftl. Ge-  
nossenschaftsbank in  
Darmstadt.<sup>1</sup>

Jahr	Durchschnittszinsfuß d. Genossenschaften in laufender Rechnung	Guthaben	Schulden
1895	3,38	3,38	4,38
1896	3,00	3,00	4,00
1897	3,00	3,00	4,00
1898	3,00	3,63	3,63
1899	3,29	3,94	3,94
1900	4,25	5,00	5,00
1901	4,06	4,81	4,81
1902	3,82	4,37	4,37
1903	3,81	4,06	4,06
1904	3,25	4,00	4,00
1905	3,79	3,79	3,79
1906	3,50	4,50	4,50
1907	4,00	4,00	5,00
1908	4,00	4,00	5,00

<sup>1</sup> Laut Geschäftsbericht  
für das Jahr 1907.

Tabelle 21.

Preussische Zentralgenossen-  
schaftskasse Berlin.<sup>1</sup>

Vorzugszinsfuß in laufender Rechnung		in der Zeit von . . . . . bis . . . . .	
für Guthaben	für Schulden		
2,5	3,0	1. 10.-31. 12. 1895	
2,5	3,0	1. 1.-31. 12. 1896	
2,5	3,0	1. 1.-31. 12. 1897	
2,5	3,0	1. 1.-30. 9. 1898	
3,0	4,0	1. 10.-31. 12. 1899	
3,0	4,0	1. 1.-30. 3. 1899	
3,0	3,5	1. 4.-31. 12. 1899	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1900	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1901	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1902	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1903	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1904	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1905	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1906	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1907	
3,0	3,5	1. 1.-31. 12. 1908	

<sup>1</sup> Nach dem „Taschenbuch für  
landwirtschaftliche Genossenschaften“  
des Reichsverbandes der Deutschen  
Landwirtschaftlichen Genossenschaften  
Darmstadt 1907; für 1907 und 1908  
nach der „Frankf. Zeitung“.

Diese 3 Tabellen veranschaulichen die Entwicklung des Zinsfußes des landwirtschaftlichen Personalkredits.

Tabelle 22.

Monatskurse der 3%igen Deutschen Reichsanleihe in Berlin.<sup>1</sup>

Monat	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d				
		1894				1898				1902				1906		
Jan.	86,30	85,25	85,98	97,70	97,20	97,39	91,40	90,30	90,72	89,25	88,60	88,88				
Febr.	87,10	86,20	86,63	97,60	97,30	97,45	93,25	91,30	92,18	89,60	88,75	89,19				
März	88,20	87,20	87,60	97,25	96,80	97,05	93,20	92,40	92,73	89,30	88,50	88,90				
April	88,30	87,80	88,05	97,10	96,25	96,71	92,70	92,00	92,39	89,40	88,30	88,67				
Mai	90,50	88,00	88,85	97,00	96,50	96,70	92,75	91,75	92,08	88,40	87,90	88,17				
Juni	90,60	90,00	90,27	96,50	95,40	95,92	93,10	92,60	92,84	88,25	87,20	87,79				
Juli	91,60	90,50	91,08	95,80	94,60	95,10	93,50	92,60	93,01	88,30	87,50	87,90				
Aug.	94,10	91,10	91,94	95,25	94,75	94,97	93,30	92,60	92,86	87,50	86,70	86,96				
Sept.	95,60	93,80	94,41	94,70	93,10	93,91	92,90	92,10	92,49	87,20	86,50	86,75				
Okt.	94,20	93,30	93,81	93,70	92,50	93,16	92,25	91,80	92,02	86,70	85,90	86,24				
Nov.	95,40	94,10	94,67	94,25	93,30	93,75	92,00	90,80	91,45	86,60	86,00	86,29				
Dez.	95,75	94,90	95,32	94,40	93,80	94,13	91,70	90,90	91,35	87,30	86,60	86,99				
		1895				1899				1903				1907		
Jan.	98,20	96,10	96,98	94,30	92,80	93,47	92,80	91,50	91,99	87,30	86,70	86,98				
Febr.	98,75	97,50	98,11	93,40	92,80	93,05	93,40	92,90	93,15	87,00	85,75	86,41				
März	98,75	97,80	98,34	93,00	92,10	92,47	93,40	92,40	92,65	86,20	84,50	85,21				
April	98,90	97,80	98,35	92,20	91,30	91,90	92,75	92,50	92,55	85,50	84,30	84,91				
Mai	98,75	98,20	98,39	92,20	91,90	92,06	92,50	91,70	92,06	84,40	83,60	83,91				
Juni	99,70	98,75	99,32	91,90	89,25	90,63	91,80	91,20	91,49	84,00	83,40	83,63				
Juli	100,20	99,70	99,86	90,80	89,80	90,21	91,70	90,90	91,28	84,20	83,00	83,56				
Aug.	100,25	100,00	100,14	90,00	88,40	89,34	91,00	89,60	90,35	83,00	81,20	81,98				
Sept.	100,30	99,50	99,84	89,00	88,00	88,40	89,90	89,20	89,55	84,60	82,40	83,47				
Okt.	100,20	98,30	99,26	89,50	87,80	88,63	90,90	89,90	90,34	85,40	83,50	84,55				
Nov.	99,40	98,25	98,96	89,90	89,40	89,63	91,20	90,60	90,86	83,40	82,00	82,72				
Dez.	99,60	99,00	99,39	89,60	87,60	88,71	91,90	91,00	91,62	82,90	82,10	82,49				
		1896				1900				1904				1908		
Jan.	99,90	99,10	99,36	89,00	88,25	88,71	92,20	91,20	91,69	83,40	81,75	82,50				
Febr.	99,80	99,40	99,62	88,70	86,90	87,93	92,00	89,00	90,18	83,50	82,60	82,92				
März	99,90	99,60	99,79	86,90	85,90	86,42	90,40	89,40	89,71	82,90	81,90	82,41				
April	99,90	99,50	99,68	86,70	85,75	86,24	90,50	89,90	90,21	82,10	81,60	81,83				
Mai	99,80	99,50	99,60	86,75	85,60	85,92	90,10	89,50	89,76	83,00	81,25	82,08				
Juni	99,70	99,40	99,48	87,70	86,70	87,12	90,40	90,00	90,22	83,50	82,25	82,76				
Juli	99,90	99,60	99,75	87,10	85,60	86,11	90,40	89,60	90,19	83,25	82,50	82,81				
Aug.	99,70	99,50	99,63	86,50	85,30	85,82	90,00	89,70	89,85	84,00	83,10	83,61				
Sept.	99,50	98,50	99,00	86,10	85,00	85,78	89,80	89,60	89,76	84,25	83,50	83,95				
Okt.	99,20	97,60	98,30	88,20	84,90	86,04	89,90	89,00	89,46	84,80	82,80	83,69				
Nov.	98,50	97,90	98,23	88,20	86,50	87,07	89,90	89,10	89,34	85,75	84,30	84,92				
Dez.	99,00	97,80	98,19	88,20	87,20	87,71	90,00	89,70	89,84	85,70	85,10	85,34				
		1897				1901				1905				1909		
Jan.	99,00	98,40	98,69	88,30	86,25	87,21	90,25	89,60	89,95	86,60	85,60	86,60				
Febr.	98,60	97,40	98,07	89,75	88,25	88,83	91,80	90,25	91,02	87,50	86,60	86,90				
März	98,20	97,25	97,61	88,70	88,20	88,47	91,70	90,60	91,00	87,10	85,50	86,90				
April	98,40	97,50	97,90	88,75	88,00	88,30	91,20	90,40	90,92	87,20	86,80	86,90				
Mai	98,00	97,90	97,94	88,40	87,80	88,14	90,60	90,30	90,44	87,00	86,40	86,50				
Juni	98,00	97,70	97,82	90,70	88,10	88,77	90,50	89,80	90,25	86,50	85,00	85,40				
Juli	97,90	97,70	97,76	91,25	89,50	90,29	90,50	90,10	90,32	86,70	85,50	86,70				
Aug.	97,80	97,50	97,69	92,40	90,80	91,45	90,30	89,60	90,06	86,70	85,75	86,00				
Sept.	97,60	97,10	97,36	91,40	90,10	90,50	89,90	89,60	89,71	86,00	85,00	85,00				
Okt.	97,25	96,80	96,99	90,40	89,20	89,66	89,75	88,70	89,22	85,10	83,30	83,90				
Nov.	97,10	96,90	97,00	89,80	89,00	89,37	89,50	88,90	89,13	85,20	83,80	85,20				
Dez.	97,30	96,90	97,06	90,50	89,60	90,19	89,60	88,40	88,98	85,25	84,90	85,25				

<sup>1</sup> Nach dem Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betreffend Änderungen im Finanzwesen, Teil IV; die Zahlen für 1909 nach Handl's Berliner Monatskursen. Für 1909 sind anstelle der Durchschnittskurse Monatschlußkurse eingesetzt.

Tabelle 23.

Jahreskurse derselben Anleihe.<sup>1</sup>

Jahr	h	n	d	Real- verzinsung
1894	95,75	85,26	90,72	3,31
1895	100,30	96,10	98,91	3,03
1896	99,90	97,60	99,22	3,02
1897	99,00	96,80	97,66	3,07
1898	97,70	92,50	95,99	3,14
1899	94,30	87,60	90,71	3,31
1900	89,00	84,90	86,74	3,46
1901	92,40	86,25	89,27	3,36
1902	93,60	90,30	92,18	3,25
1903	93,40	89,20	91,49	3,38
1904	92,20	89,00	90,12	3,33
1905	91,80	88,40	90,18	3,33
1906	89,60	85,90	87,78	3,42
1907	87,30	81,20	84,15	3,57
1908	85,75	81,25	83,54	3,60
1909	87,70	83,80	85,64	3,49
1910	85,50	82,75	84,41	3,55

<sup>1</sup> Nach dem Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betreffend Änderungen im Finanzwesen, Teil IV, ergänzt nach dem Stat. Jahrbuch f. d. D. R.

Tabelle 24.

Jahreskurse der 3<sup>10</sup>/<sub>0</sub>igen Preussischen Kon-  
sois in Berlin.<sup>1</sup>

Jahr	h	n	d	Real- verzinsung
1894	96,55	85,50	90,76	3,31
1895	100,00	96,55	99,15	3,03
1896	100,00	98,00	99,88	3,02
1897	99,00	97,00	98,06	3,06
1898	98,00	93,55	96,21	3,12
1899	94,00	87,00	90,71	3,31
1900	89,00	84,00	86,78	3,46
1901	92,50	86,00	89,27	3,36
1902	93,00	90,00	91,98	3,26
1903	93,80	89,00	91,48	3,28
1904	92,80	89,00	90,07	3,33
1905	91,70	88,30	90,06	3,33
1906	89,60	85,90	87,78	3,42
1907	87,30	81,55	84,14	3,57
1908	85,60	81,50	83,12	3,51
1909	87,70	83,80	85,81	3,50
1910	85,50	82,70	84,36	3,56

Tabelle 25.

Monatskurse der 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%igen unkonvertierten Deutschen Reichsanleihe  
in Berlin.<sup>1</sup>

Monat	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d				
		1894				1898				1902				1906		
Jan.	101,00	100,30	100,58	103,80	103,25	103,45	102,20	101,20	101,67	101,10	100,50	100,91				
Febr.	101,75	101,00	101,51	104,00	103,80	103,93	102,50	101,80	102,12	101,50	100,90	101,23				
März	101,70	101,30	101,50	103,90	103,25	103,74	102,25	101,70	101,93	100,90	100,60	100,80				
April	101,75	101,40	101,58	103,60	102,60	103,30	102,00	101,70	101,79	101,00	100,20	100,48				
Mai	102,10	101,50	101,70	103,40	103,00	103,20	102,00	101,60	101,84	100,30	99,90	100,11				
Juni	102,25	101,80	102,04	103,10	102,60	102,81	102,25	101,90	102,10	99,90	99,25	99,65				
Juli	102,60	102,00	102,38	102,80	102,40	102,63	102,80	101,90	102,43	99,80	99,25	99,55				
Aug.	103,60	102,50	102,73	102,75	102,25	102,44	103,30	102,50	102,77	99,30	98,75	98,94				
Sept.	103,75	103,00	103,26	102,40	101,30	101,86	102,60	101,80	102,19	99,10	98,40	98,76				
Okt.	103,40	103,10	103,28	101,90	101,40	101,70	102,10	101,75	101,93	98,70	97,70	98,04				
Nov.	104,30	103,30	103,87	101,75	100,80	101,37	102,10	101,75	101,93	98,10	97,80	97,93				
Dez.	104,60	104,00	104,23	101,70	101,00	101,33	102,30	101,80	102,07	98,25	97,80	98,08				
		1895				1899				1903				1907		
Jan.	105,10	104,60	104,82	101,70	101,50	101,62	103,10	102,25	102,84	98,20	98,00	98,11				
Febr.	104,75	104,50	104,65	101,90	101,30	101,68	103,30	102,80	103,04	98,10	97,20	97,72				
März	104,80	104,50	104,67	101,50	100,30	100,97	103,20	102,50	102,73	97,50	95,90	96,51				
April	105,10	104,60	104,92	100,90	100,25	100,57	102,90	102,70	102,78	96,40	95,30	95,91				
Mai	105,20	104,90	105,01	100,90	100,40	100,76	102,80	102,00	102,56	95,80	93,70	94,67				
Juni	105,10	103,80	104,47	100,75	99,10	99,91	102,20	101,75	101,94	93,90	93,20	93,62				
Juli	104,90	104,25	104,52	100,25	99,60	100,05	102,60	102,00	102,30	94,20	92,60	93,51				
Aug.	104,60	104,30	104,50	100,10	98,80	99,36	102,30	101,70	101,95	93,00	91,80	92,37				
Sept.	104,30	103,30	103,66	99,25	97,70	98,34	101,60	101,00	101,40	94,00	92,90	93,56				
Okt.	104,25	103,40	103,89	98,40	97,75	98,04	101,90	101,40	101,74	94,40	93,60	94,12				
Nov.	104,25	103,70	104,02	98,40	98,00	98,23	102,25	101,90	102,05	93,80	92,40	93,21				
Dez.	104,40	104,00	104,20	98,25	96,90	97,71	102,40	102,00	102,25	93,60	91,90	92,65				
		1896				1900				1904				1908		
Jan.	105,00	104,60	104,77	99,10	97,50	98,44	103,00	102,20	102,54	94,50	93,00	93,63				
Febr.	105,25	104,80	105,05	98,90	97,00	98,02	102,90	101,30	102,11	93,40	92,30	92,84				
März	105,70	105,10	105,43	97,30	95,40	96,18	102,20	101,30	101,73	92,50	91,80	92,05				
April	105,60	105,20	105,33	97,25	96,00	96,78	102,00	101,75	101,89	92,00	91,20	91,49				
Mai	105,40	104,90	105,10	96,10	94,80	95,40	102,20	101,75	101,94	91,80	90,90	91,39				
Juni	105,10	104,30	104,65	95,70	95,00	95,30	102,20	101,90	102,02	92,20	91,30	91,82				
Juli	105,10	104,75	104,93	95,40	94,30	94,99	102,10	101,90	102,03	92,20	91,25	91,82				
Aug.	105,10	104,30	104,85	95,00	94,60	94,84	102,60	102,10	102,27	92,20	91,90	92,04				
Sept.	104,70	103,25	104,10	95,00	92,75	94,10	102,30	101,50	102,03	92,50	92,10	92,24				
Okt.	104,50	103,00	103,74	96,50	92,80	94,46	101,90	101,30	101,61	94,25	92,10	92,66				
Nov.	103,75	103,30	103,54	96,50	94,30	95,26	101,60	101,30	101,44	95,00	94,00	94,41				
Dez.	103,80	103,25	103,43	97,50	95,00	96,07	101,90	101,50	101,65	94,75	94,40	94,52				
		1897				1901				1905				1909		
Jan.	104,10	103,60	103,76	97,70	95,80	97,04	102,00	101,75	101,88	95,70	94,60	95,70				
Febr.	104,50	103,60	104,02	98,90	97,60	98,33	102,50	102,00	102,37	96,75	95,75	96,40				
März	103,90	103,40	103,70	98,40	97,80	98,17	102,60	101,50	102,01	96,40	95,20	95,80				
April	104,00	103,60	103,85	98,40	97,90	98,24	101,90	101,50	101,72	96,60	95,90	96,10				
Mai	104,20	103,90	104,03	99,00	98,30	98,54	101,50	101,30	101,43	96,25	95,75	95,75				
Juni	104,10	103,90	104,01	101,75	99,20	99,88	101,40	101,25	101,32	95,70	95,00	95,00				
Juli	104,10	103,90	104,01	101,70	100,60	101,02	101,30	101,20	101,24	95,80	95,10	95,80				
Aug.	104,00	103,60	103,82	101,50	100,80	101,15	101,30	100,80	101,11	95,80	95,20	95,30				
Sept.	103,75	102,70	103,38	100,80	99,90	100,41	101,10	100,70	100,86	95,30	94,30	94,50				
Okt.	103,10	102,70	102,84	100,75	100,25	100,46	101,00	100,60	100,71	94,60	93,00	93,00				
Nov.	102,80	102,60	102,75	100,70	100,10	100,45	100,90	100,50	100,66	94,25	93,00	94,25				
Dez.	103,25	102,60	102,87	101,00	100,70	100,80	101,00	100,30	100,70	94,25	94,00	94,20				

<sup>1</sup> Nach dem angeführten Denkschriftenband, Teil IV; für 1909 nach Handl's  
erliner Monatskursen unter Verwendung von Monatsschlusskursen.

Tabelle 26.  
Jahreskurse der 3<sup>1/2</sup>%igen unkonvertierten  
Deutschen Reichsanleihe in Berlin.<sup>1</sup>

Jahr	Höchste		Niedrigste		Durchschnitts-		Realver- zinsung
	Kurs	reduz. auf 3%	Kurs	reduz. auf 3%	Kurs	reduz. auf 3%	
1894	104,60	89,66	100,30	85,91	102,39	87,76	3,42
1895	105,20	90,17	103,30	88,51	104,44	89,32	3,35
1896	105,70	90,60	103,00	88,21	104,58	89,64	3,35
1897	104,50	89,57	102,60	87,91	103,59	88,79	3,38
1898	104,00	89,14	100,80	86,40	102,65	87,99	3,41
1899	101,90	87,34	96,30	83,01	99,77	85,32	3,51
1900	99,10	84,94	92,75	79,51	95,80	82,11	3,65
1901	101,75	87,21	95,80	82,11	99,54	85,32	3,52
1902	103,30	88,54	101,20	86,71	102,06	87,48	3,43
1903	103,30	88,54	101,00	86,51	102,30	87,69	3,42
1904	103,00	88,29	101,30	86,81	101,94	87,38	3,43
1905	102,60	87,94	100,30	85,91	101,33	86,85	3,45
1906	101,50	87,00	97,70	83,71	99,54	85,32	3,52
1907	98,20	84,17	91,80	78,61	94,66	81,14	3,70
1908	95,00		90,30		92,58		3,78

<sup>1</sup> Nach dem angeführten Denkschriftenband, Teil IV; für 1909 nach Handl's „Berliner Monatskurse“ unter Verwendung von Monatschlusskursen.

Tabelle 27.  
Jahreskurse der 4<sup>0</sup>%igen, seit 1. Oktober 1897  
3<sup>1/2</sup>%igen konvertierten Deutschen Reichsanleihe  
in Berlin.<sup>1</sup>

Jahr	Höchster		Niedrigster		Durchschnitts-		Realver- zinsung
	Kurs	reduziert auf 3%	Kurs	reduziert auf 3%	Kurs	reduziert auf 3%	
1894	108,40	81,30	101,80	78,60	106,59	79,84	3,75
1895	107,00	80,25	103,90	77,92	105,68	79,26	3,79
1896	106,90	80,17	103,50	77,62	105,48	79,11	3,79
1897	104,70	78,32	102,70	77,02	103,64	77,83	3,85
		(88,63)		(88,03)		(88,16)	(3,40)
1898	104,10	89,23	100,80	86,40	102,65	87,38	3,41
1899	101,80	87,25	96,50	82,71	99,75	85,50	3,51
1900	99,00	84,85	92,75	79,50	95,81	82,12	3,65
1901	101,90	87,31	95,80	82,11	99,52	85,30	3,52
1902	103,30	88,51	101,20	86,74	102,06	87,48	3,43

Tabelle 28.  
Jahreskurse der 4<sup>0</sup>%igen, seit  
1. Oktober 1897 3<sup>1/2</sup>%igen  
konvertierten Preuß. Konsol  
in Berlin.<sup>1</sup>

Jahr	Kurs			Realver- zinsung
	h	n	d	
1894	108,10	104,50	106,46	3,76
1895	106,60	103,80	105,36	3,80
1896	106,70	103,50	105,35	3,80
1897	104,70	102,70	103,64	3,85
				(3,40)
1898	104,00	100,80	102,59	3,41
1899	101,70	96,50	99,61	3,51
1900	98,90	92,30	95,66	3,66
1901	101,50	96,10	99,25	3,53
1902	103,00	101,20	101,94	3,43

Tabelle 29.

Jahreskurse der 3<sup>1/2</sup>%igen  
unkonvertierten Preuß. Konsol  
in Berlin.<sup>1</sup>

Jahr	Kurs			Realver- zinsung
	h	n	d	
1894	104,60	100,60	102,48	3,42
1895	105,20	103,30	104,43	3,35
1896	105,60	103,20	104,61	3,35
1897	104,50	102,70	103,68	3,38
1898	104,10	100,90	102,65	3,41
1899	101,90	96,60	99,72	3,51
1900	98,90	92,75	95,82	3,65
1901	101,60	96,00	99,45	3,52
1902	103,00	101,20	101,99	3,43
1903	103,20	101,10	102,20	3,42
1904	102,80	101,20	101,89	3,44
1905	102,70	100,50	101,41	3,45
1906	101,75	97,80	99,59	3,51
1907	98,40	92,00	94,89	3,69
1908	95,00	90,90	92,61	3,78
1909	96,75	93,00	95,14	3,68
1910	94,30	92,00	93,18	3,76

Monatskurse der 4<sup>0</sup>/<sub>10</sub>igen Deutschen Reichsanleihe von 1908 in Berlin.<sup>1</sup>

Monat	h	n	d
v. 27. ab		1908	
Jan.	93,50	99,50	99,50
Febr.	93,50	99,50	99,50
März	93,60	99,50	99,59
April	93,80	99,60	99,68
Mai	100,10	99,80	99,91
Juni	101,40	100,10	100,24
Juli	101,30	100,40	100,81
Aug.	102,60	101,80	102,30
Sept.	102,70	102,30	102,70
Oktober			
Nov.			
Dez.			

Monatskurse der 4<sup>0</sup>/<sub>10</sub>igen Deutschen Reichsschatzanweisungen von 1907 in Berlin.<sup>1</sup>

Monat	1907		
	h	n	d
Mai	100,90	100,00	100,16
Juni	100,70	100,00	100,48
Juli	100,70	100,00	100,26
Aug.	100,00	99,50	99,78
Sept.	99,60	99,50	99,52
Oktober	99,80	99,40	99,55
Nov.	99,40	99,00	99,18
Dezbr.	99,60	99,00	99,21
		1908	
Jan.	100,25	99,80	99,79
Febr.	100,20	99,90	100,02
März	100,20	99,90	99,98
April	100,00	99,50	99,72
Mai	99,70	99,40	99,60
Juni	99,50	99,30	99,41
Juli	99,70	99,40	99,54
Aug.	99,60	99,60	99,51
Septbr.	99,75	99,60	99,70
Oktober	100,25	99,75	100,00
Novbr.	100,50	100,20	100,50
Dezbr.	100,80	100,50	100,80
		1909	
Jan.	101,75	100,80	101,75
Febr.	101,90	101,50	101,60
März	101,70	101,00	101,20
April	101,60	101,40	101,60
Mai	101,60	101,40	101,50

Monatskurse der 4<sup>0</sup>/<sub>10</sub>igen Deutschen Reichsschatzanweisungen von 1900 in Berlin<sup>1</sup>

Monat	1900			1903		
	h	n	d	h	n	d
Sept. v. 25. ab	100,35	100,00	100,16	102,20	101,80	101,97
Oktober	100,75	100,30	100,39	102,40	102,10	102,32
Nov.	101,30	100,70	101,06	102,20	102,10	102,21
Dez.	101,80	101,00	101,27	102,10	101,10	101,64
		1901		101,60	101,30	101,38
Jan.	101,25	100,75	100,97	101,70	101,30	101,36
Febr.	101,90	101,10	101,61	101,70	101,25	101,40
März	101,60	101,30	101,43	101,25	100,50	100,86
April	101,60	101,20	101,33	101,00	100,80	100,87
Mai	101,70	101,30	101,51	100,90	100,75	100,82
Juni	101,90	101,40	101,63	101,00	100,75	100,87
Juli	102,25	101,70	102,05	101,30	100,75	101,08
Aug.	102,25	101,90	102,04	101,25	100,90	101,12
Sept.	102,00	101,60	101,84	101,00	100,60	100,73
Oktober	102,00	101,80	101,93	100,90	100,80	100,83
Nov.	102,00	101,90	101,98	100,90	100,60	100,79
Dez.	102,30	102,00	102,08	100,90	100,70	100,83
		1902		101,00	100,80	100,88
Jan.	102,50	102,10	102,51	100,80	100,50	100,66
Febr.	102,70	102,40	102,53	100,50	100,25	100,38
März	102,75	102,50	102,64	100,50	100,10	100,30
April	102,80	102,70	102,74	100,50	100,20	100,28
Mai	102,75	102,20	102,49	100,40	100,10	100,23
Juni	102,60	102,40	102,51	100,40	100,10	100,23
Juli	103,10	102,50	102,79	100,50	100,10	100,27
Aug.	102,90	102,75	102,79	100,50	100,10	100,45
Sept.	102,80	102,30	102,67	100,60	100,10	100,46
Oktober	102,50	101,90	102,09	100,40	100,10	100,15
Nov.	102,25	101,90	101,95	100,20	100,10	100,16
Dez.	102,00	101,70	101,87	100,10	100,10	100,15

<sup>1</sup> Nach dem angeführten Denkschriftenband, Teil IV. † bedeutet Monatsschlußkurs.

Tabelle 33.

Jahr	h	n	d	Real- verzinsung	Jahreskurse der
1900 (v. 25. 9. ab)	101,80	100,00	100,77	3,97	4%igen Reichs- schatzanweis- ungen von 1900
1901	102,25	100,75	100,00	3,93	
1902	103,10	101,70	102,45	3,90	
1903	102,40	100,50	101,48	3,94	
1904	101,30	100,10	100,68	3,97	
1905 (bis 30. 6.)	100,60	100,00	100,26	3,99	
1907 (v. 4. 5. ab)	100,70	99,00	99,77	4,01	von
1908 (bis 31. 10.)	100,25	99,30	99,73	4,01	
1908 (vom 27. 4. bis 31. 10)	100,40	99,50	99,95	4,002	4% Reichsanl. v. 1908

Tabelle 34.

Die Veräußerung von Reichsanleihen seit 1890.<sup>1</sup>

Etats- jahr	Nenn- betrag in 1000 M.	Zins- fuß %	Durchschnittlicher Begebungs- bzw. Verkaufspreis			Durchschnittlicher Realzins			Im Wege der öffentlichen Zeichnung wurden davon untergebracht		
			der jährlich veräußerten			Schuldverschreibungen zu			in 1000 M.	Zins- fuß %	Zeich- nungs- kurs
			4%	3½%	3%	4%	3½%	3%			
1890	29 816	3½	—	98,58	—	—	3,55	—	2 867	3½	102,50
1890	170 000	3	—	—	86,39	—	—	3,47	170 000	3	87,00
1891	8 232	3½	—	97,92	—	—	3,57	—	—	—	—
1891	360 000	3	—	—	83,81	—	—	3,58	200 000	3	84,40
									160 000	3	83,60
1892	54 812	3½	—	99,74	—	—	3,51	—	—	—	—
1893	14 872	3½	—	100,29	—	—	3,49	—	—	—	—
1893	160 000	3	—	—	86,42	—	—	3,47	160 000	3	86,80
1894	4 906	3½	—	102,36	—	—	3,42	—	—	—	—
1894	160 600	3	—	—	87,58	—	—	3,43	160 000	3	87,70
1895	9 380	3½	—	104,46	—	—	3,35	—	—	—	—
1895	34 655	3	—	—	99,33	—	—	3,02	—	—	—
1896	15 987	3	—	—	98,17	—	—	3,06	—	—	—
1897	41 005	3	—	—	97,12	—	—	3,09	—	—	—
1898	115 704	3	—	—	93,15	—	—	3,22	—	—	—
1899	549	3	—	—	91,36	—	—	3,28	—	—	—
1900	80 000 <sup>2</sup>	4	99%	—	—	4,03	—	—	—	—	—
1900	17 150	3	—	—	87,59	—	—	3,43	—	—	—
1901	417 850	3	—	—	87,48	—	—	3,43	300 000	3	87,50
									115 000	3	89,80
1902	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1903	290 000	3	—	—	91,39	—	—	3,28	290 000	3	92,00
1904	100 000 <sup>1</sup>	3½	—	99,50	—	—	3,52	—	—	—	—
1905	360 000	3½	—	100,46	—	—	3,48	—	300 000	3½	101,20
1906	260 000	3½	—	99,38	—	—	3,52	—	260 000	3½	100,10
1907	200 000 <sup>1</sup>	4	98,00	—	—	4,08	—	—	200 000	4	99,00
1908	250 000	4	(98,40) (98,20)	—	—	4,07	—	—	250 000	4	(99,50) (99,30)

<sup>1</sup> Nach dem angeführten Denkschriftenband, Teil IV.<sup>2</sup> Verzinsliche langfristige Schatzscheine.

Tabelle 35.

Die Veräußerung von Preussischen Staatsanleihen seit 1890.<sup>1)</sup>

Kalen-der-jahr	Monat	Nenn-betrag in 100 0 M.	Typus	Vermittelungs-stelle	Übernahme-kurs der Konsortiums	Subskription oder Verkaufskurs	Subskription oder freihändiger Verkauf	
1890	Sept.	65 000	3 <sup>9</sup> / <sub>16</sub> Konsols	Konsortium auf Rechnung des Finanz-ministeriums Konsortium " " " " Deutsche Bank Seehandlung Zentralgenossen-schaftskasse Konsortium Klin. Konsortium Seehandlung Konsortium	86,40	87	Subskription	
1891	Febr.	250 000	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> "		—	84,40	—	—
1892	Jan.	180 000	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> "		—	83,60	—	—
1893	April	140 000	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> "		—	86,80	—	—
1896	Jan.	50 000	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> "		—	98,90	Freihändig verkauft	—
1898	Ma	34 800	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> "		—	96,60	—	—
1899	Jan.	19 900	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> alte Kons.		—	101,85	—	—
"	"	5 900	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> kons.		—	101,20	—	—
1901	Juli	125 000	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> Konsols		—	91	91,50	Subskription
1901	Dez.	10 000	3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> "		—	89,20	Freihändig verkauft	—
1902	Jan.	185 000	3 <sup>9</sup> / <sub>16</sub> "	—	89,20	89,80	Subskription	
1904	Febr.	70 000	3 <sup>9</sup> / <sub>16</sub> "	—	91	Freihändig verkauft	—	
1905	Febr.	30 000	3 <sup>9</sup> / <sub>16</sub> "	—	91,10	—	—	
1906	April	300 000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> "	—	99,40	a) 100 für Schulbuchst.ücke b) 100 10 für sonstige Stücke	Subskription	
1908	Jan.	181 000	4 <sup>0</sup> / <sub>16</sub> später 3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> schlechl. 3 <sup>7</sup> / <sub>16</sub> Konsols	Seehandlung	98,50	für sonstige Stücke	Subskription	
	April	400 000	4 <sup>0</sup> / <sub>16</sub> "	Konsortium	Devermittelnd Ba. k. und Banktes w. r. d. ne Ver. h. v. 1, 0, 0, g. w. ä. r. t. 98,40	a) 99,30 b) 99,50 für Schulbuchst.ücke für sonstige Stücke	Subskription	

<sup>1)</sup> Nach dem angeführten Denkschriftenband, Teil IV.

Tabelle 36.

Monatliche und Jahres-Höchst-, Niedrigst- und Durchschnittskurse der 3 1/2%igen Bayerischen Staatsanleihe.<sup>1</sup>  
(Münchener Börse.)

Jahr	Januar			Februar			März			April			Mai			Juni			Juli		
	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d
1895	105,70	104,50	105,25	105,50	104,70	104,90	104,90	104,90	104,70	104,80	104,80	104,80	105,25	104,90	105,05	105,20	105,00	105,10	105,20	105,00	105,05
1896	104,90	104,30	104,65	105,70	104,90	105,90	105,90	105,90	105,50	105,70	105,70	105,70	105,60	105,20	105,40	105,20	105,80	104,90	105,80	104,90	105,05
1897	103,20	102,60	102,80	103,30	102,60	102,90	102,90	102,90	102,60	102,60	102,60	102,75	103,00	102,60	102,80	102,70	102,40	102,65	102,70	102,60	102,65
1898	102,80	102,40	102,65	103,00	102,70	102,85	102,80	102,80	102,40	102,35	102,35	102,40	102,15	102,10	102,00	102,20	101,50	101,80	101,20	101,50	101,50
1899	101,00	100,70	101,80	101,00	100,70	100,90	101,10	100,90	100,70	100,90	100,90	99,10	99,80	99,30	99,10	96,00	96,00	97,95	98,10	97,00	97,55
1900	97,00	96,70	93,85	96,70	95,00	96,05	95,00	95,70	95,25	95,35	94,05	94,10	93,75	93,05	93,00	93,50	93,10	93,80	93,50	92,70	92,70
1901	94,20	92,70	93,60	95,60	94,50	95,25	95,70	95,70	95,25	95,35	96,80	95,40	95,65	96,40	96,10	96,20	97,45	98,00	93,20	93,00	93,55
1902	100,30	99,80	101,15	101,00	100,20	100,50	100,90	100,90	100,30	100,35	100,30	100,30	100,30	100,25	100,10	100,40	100,20	100,35	100,80	100,30	100,60
1903	101,90	100,90	101,55	102,00	101,50	101,85	101,90	101,90	101,70	101,70	101,55	101,55	101,60	101,00	101,85	101,20	100,90	101,10	101,30	101,00	101,20
1904	100,60	101,30	101,50	101,50	100,70	100,70	100,70	100,70	100,40	100,35	100,40	100,40	100,35	100,30	100,30	100,30	100,30	100,30	100,30	100,30	100,30
1905	100,40	100,25	101,30	100,60	100,20	100,35	100,35	100,35	100,30	100,30	100,30	99,60	99,80	99,80	100,40	100,35	100,30	100,30	100,30	100,30	100,30
1906	100,40	99,80	101,05	100,25	99,80	100,05	99,80	99,80	99,80	99,35	100,00	99,40	99,30	99,30	98,90	98,15	99,00	98,20	98,50	98,40	98,25
1907	98,20	96,90	97,80	97,50	96,60	97,25	97,20	95,40	96,35	96,70	94,90	95,70	95,30	95,30	93,10	94,65	93,40	93,00	93,50	93,40	93,10
1908	93,20	92,20	93,20	93,25	92,35	92,40	92,70	91,40	91,50	91,00	90,20	90,10	91,90	90,20	91,75	91,90	90,20	90,75	91,80	92,80	93,10
1909	95,70	93,70	95,70	96,70	95,70	96,70	95,80	94,00	95,30	96,00	95,25	95,40	95,40	95,00	95,00	95,40	95,00	95,40	91,80	90,75	91,70

Jahr	August			September			Oktober			November			Dezember			Im ganzen Jahr			Real-Verzins, der ve Zähl- Barcha u. l. Berl. singt	
	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d		
1895	105,50	105,00	105,25	105,50	104,50	104,55	104,50	104,10	104,55	104,60	103,00	104,15	104,50	103,90	104,20	105,70	103,00	104,85	3,34	3,35
1896	105,30	104,00	104,95	104,10	103,50	103,75	103,90	102,80	103,85	103,40	102,00	103,05	103,50	102,70	105,30	105,70	102,60	104,50	3,35	3,45
1897	102,70	102,20	102,60	102,80	101,90	102,10	102,20	101,55	101,80	102,00	101,75	101,80	102,10	101,75	101,90	103,30	101,75	103,45	3,43	3,48
1898	101,50	101,10	101,80	101,50	100,50	101,00	101,00	100,70	100,85	101,00	100,00	100,80	101,10	100,70	100,85	103,00	100,50	101,70	3,44	3,41
1899	97,10	95,75	96,40	96,40	96,00	96,20	97,00	96,20	96,05	97,00	96,65	97,00	95,60	95,60	96,20	101,10	95,60	98,25	3,56	3,51
1900	92,70	92,25	92,50	92,80	92,20	92,00	93,40	92,00	92,25	93,30	92,50	92,80	92,80	92,80	93,55	97,00	92,00	93,65	3,71	3,65
1901	100,30	99,40	99,75	99,70	98,20	99,10	99,00	98,20	99,10	99,40	98,80	99,15	99,20	99,50	100,20	92,70	97,50	3,51	3,52	3,52
1902	101,30	100,80	100,95	101,00	100,50	100,75	100,70	100,40	100,55	100,80	100,60	100,65	101,00	100,70	100,85	101,10	99,80	101,55	3,43	3,48
1903	101,50	100,50	100,85	100,60	100,00	100,25	100,80	100,30	100,60	101,00	100,70	100,85	101,50	100,90	101,25	102,00	100,00	104,15	3,41	3,42
1904	100,30	100,00	100,35	100,30	100,00	100,15	100,40	99,90	100,30	100,20	100,20	100,20	100,20	100,20	100,15	101,60	99,70	101,50	3,43	3,43
1905	100,60	100,30	100,45	100,50	100,10	100,20	100,20	100,20	100,20	100,20	99,75	100,00	99,80	99,80	99,95	100,70	99,70	101,30	3,41	3,45
1906	98,50	98,20	98,40	98,40	97,40	98,05	97,80	97,50	97,50	97,60	97,20	97,80	97,80	97,80	98,00	100,40	97,40	98,70	3,51	3,52
1907	92,80	91,50	92,00	93,25	92,35	92,40	92,70	91,40	91,50	91,00	90,20	90,10	91,90	90,20	91,75	98,20	91,90	93,70	3,70	3,70
1908	91,70	91,00	91,40	91,70	91,50	91,50	93,60	91,30	93,60	94,40	93,20	93,90	93,90	93,50	93,80	94,40	90,30	94,15	3,72	3,78

<sup>1</sup> Die Kurse sind bis 1907 der 'Zeitschrift des Kgl. Bayer. Statist. Bureau' 1908 Nr. 2, für 1908 und 1909 Handl's 'Berliner Monatskurse' entnommen. Für diese letzten Jahre sind ansatz der Durchschnitts- die Monatsschlußkurse eingesetzt. Die Realverzinsung nach Conrads Volksw. Ch. 1895-1908.

Diagramm 38.

# Realverzinsung der Anleihen der wichtigsten Staaten.

(Nach einer Tabelle des Denkschriftenbandes angefertigt.)

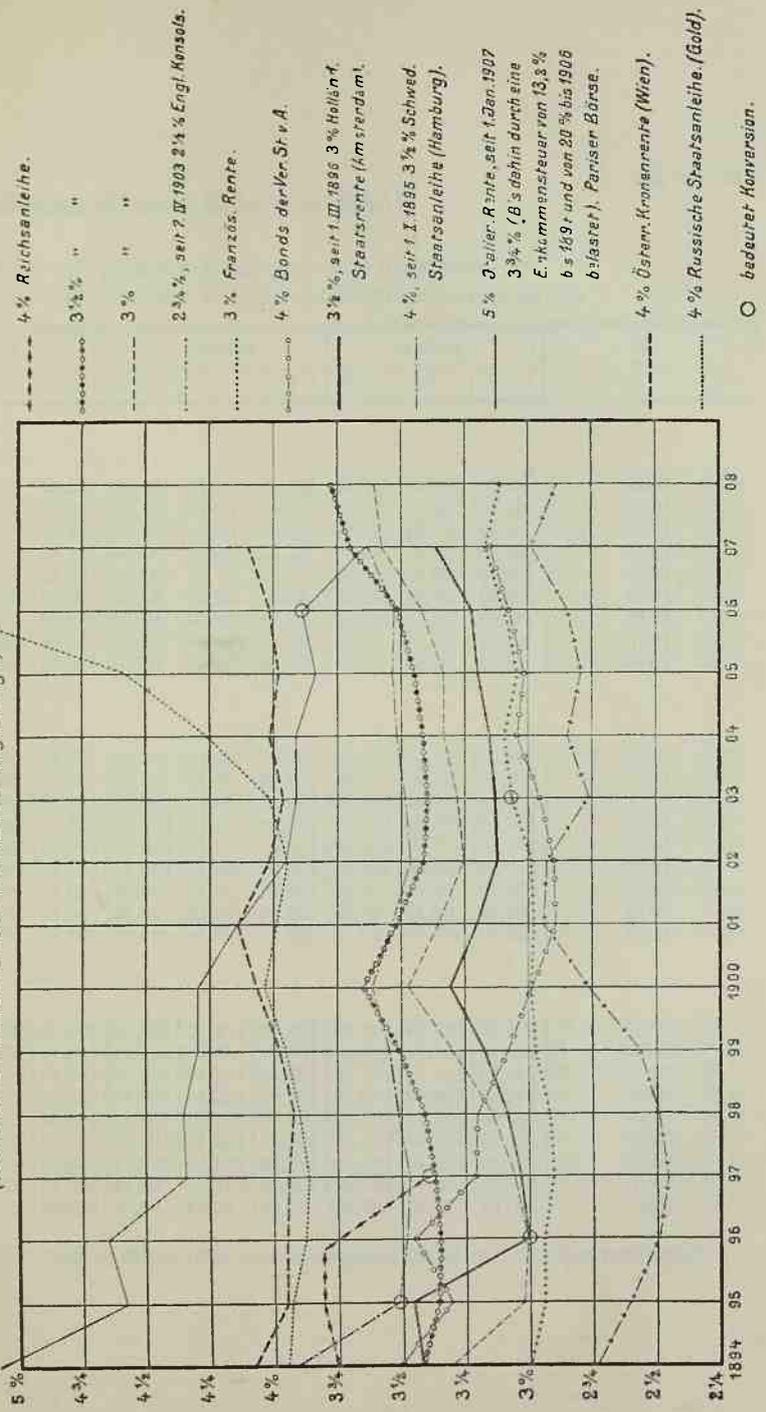


Tabelle 37.

## Kurse der hessischen Staatsanleihen an

(Ak-

h = höchster, n = niedrigster Kursstand, l = Kursstand am  
Für jeden Monat und jede Spalte sind die höchsten und niedrigsten Kurse

Jahr	Januar			Februar			März		
	h	n	l	h	n	l	h	n	l

a.) 3<sup>0</sup>/<sub>0</sub>

1900	86,50	85,80	86,00	86,10	84,60	84,60	84,50	83,60	84,20
1901	84,25	82,40	84,10	85,50	84,20	85,20	85,30	84,00	85,20
1902	89,80	87,90	89,70	91,00	89,60	91,00	91,20	90,30	90,30
1903	90,80	89,40	90,80	91,50	90,80	91,40	91,30	90,70	90,90
1904	90,10	89,30	89,90	89,90	87,00	87,40	88,10	87,60	88,00
1905	87,70	87,20	87,50	88,80	87,50	88,80	89,00	87,90	88,10
1906	87,00	86,50	86,90	87,50	86,90	86,90	86,60	86,20	86,25
1907	85,10	84,50	84,80	84,80	83,50	84,00	84,00	82,20	83,00
1908	82,10	80,50	81,50	81,70	80,50	80,90	80,90	80,50	80,60

b.) 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub><sup>0</sup>/<sub>0</sub>

1900	97,00	96,40	96,50	96,50	95,50	95,50	95,50	93,20	94,00
1901	94,10	93,10	93,90	94,70	94,10	94,60	94,75	94,20	94,40
1902	100,20	98,90	100,10	100,30	99,80	100,10	100,40	100,10	100,30
1903	101,50	100,40	101,30	101,40	101,10	101,30	101,40	101,10	101,20
1904	101,50	101,20	101,50	101,40	99,70	100,10	100,50	100,00	100,30
1905	100,50	99,80	100,20	100,70	100,30	100,60	101,10	100,20	100,20
1906	100,30	99,70	99,90	100,10	99,60	99,70	99,80	99,30	99,30
1907	97,10	96,30	96,30	96,80	96,20	96,40	96,30	94,20	94,20
1908	93,00	91,80	92,30	92,35	91,10	91,00	91,60	90,80	90,90

c.) 4<sup>0</sup>/<sub>0</sub>

1900	104,80	103,80	104,60	104,90	103,90	104,00	104,50	104,00	104,00
1901	103,10	101,30	102,80	104,00	102,40	104,00	103,90	103,00	103,00
1902	105,50	104,30	105,00	106,30	105,30	105,50	106,00	105,20	105,50
1903	106,20	105,40	105,60	106,20	105,60	105,90	105,80	105,40	105,80
1904	105,50	104,70	105,50	105,50	104,10	104,80	104,70	104,30	104,30
1905	104,50	103,70	104,20	104,80	103,80	104,50	104,50	104,00	104,30
1906	103,70	103,00	103,30	103,70	103,00	103,40	103,70	103,00	103,20
1907	103,30	102,50	102,75	102,75	102,50	102,50	102,40	100,90	101,20
1908	100,95	99,65	99,90	100,20	99,70	100,20	100,65	99,75	99,90

<sup>1</sup> Großherzoglich Hessische Landesstatistik. Für die Monate Juli bis Dezem-

## der Frankfurter Börse 1900 bis 1908.<sup>1</sup>

ten)

letzten Notierungstag des Monats, d = Durchschnittskurs.

innerhalb der Jahre 1900 bis 1907 bzw. 1908 durch Fettdruck gekennzeichnet.

April			Mai			Juni			Juli		
h	n	l	h	n	l	h	n	l	h	n	l

### Anleihen.

84,30	83,30	83,30	83,20	82,70	82,70	83,80	82,70	82,90	83,00	82,60	82,60
85,50	84,90	85,20	85,40	85,00	85,00	88,50	85,00	88,50	88,90	87,30	88,70
90,50	89,90	90,00	90,10	89,40	89,80	90,30	89,60	89,75	90,60	89,70	90,50
91,00	90,60	90,75	90,80	90,20	90,30	90,50	89,80	90,10	90,20	89,70	89,70
88,50	87,90	88,00	88,10	87,50	87,60	88,25	87,40	88,10	88,30	87,70	87,80
88,40	87,70	87,70	87,80	87,40	87,60	87,75	87,20	87,50	87,70	87,20	87,20
86,70	85,60	85,80	85,80	85,20	85,50	86,00	85,00	85,90	86,00	85,10	85,30
83,80	82,40	82,70	82,80	81,60	81,90	82,10	81,60	81,80	82,10	80,75	80,90
80,70	79,75	79,75	81,00	79,40	80,70	81,40	80,40	80,40	81,30	80,40	80,85

### Anleihen.

94,60	92,70	93,00	93,20	92,50	93,10	93,40	92,50	92,50	92,80	92,20	92,40
95,00	94,20	95,00	95,70	95,00	95,40	97,25	95,50	97,25	99,00	97,00	98,70
100,30	100,00	100,10	100,20	98,75	100,00	100,10	99,80	99,90	100,80	99,90	100,75
101,50	101,10	101,30	101,40	101,10	101,20	101,30	100,90	101,00	101,30	100,90	101,00
100,50	100,00	100,10	100,20	99,70	99,75	100,20	99,75	99,90	100,70	100,10	100,10
100,70	100,40	100,50	100,50	100,10	100,30	100,75	100,10	100,40	100,75	100,20	100,70
99,90	99,60	99,60	99,60	98,90	99,20	99,20	98,10	98,40	98,75	98,00	98,30
95,20	93,50	93,50	93,90	93,20	93,50	93,70	92,20	92,70	92,80	91,70	91,80
91,20	90,40	90,60	90,90	90,30	90,50	91,00	90,50	90,70	90,70	90,20	90,45

### Anleihen.

104,40	103,30	103,50	104,20	103,40	103,40	103,80	102,20	102,60	102,90	101,00	102,00
104,30	103,10	104,10	104,20	103,50	104,00	104,90	103,70	104,40	105,00	104,20	104,40
105,75	104,70	104,70	105,20	104,60	104,90	105,25	102,00	104,80	105,80	105,20	105,40
106,00	105,30	105,60	106,20	105,40	106,10	106,40	104,40	105,20	105,50	104,60	105,10
105,80	104,50	105,50	105,50	105,00	105,10	105,10	104,80	105,00	105,00	104,40	104,80
104,40	104,20	104,20	104,30	103,80	103,90	104,00	103,40	103,40	104,50	103,60	104,10
103,50	102,80	102,80	103,30	102,70	103,00	103,50	102,90	103,10	103,60	103,00	103,40
101,50	101,00	101,10	101,50	100,75	100,80	100,80	100,20	100,50	100,60	100,10	100,25
100,15	99,40	100,00	99,75	99,20	99,90	100,40	99,10	99,30	99,70	99,10	99,40

ber 1908 sind statt der Monatsschluß- die Monatsdurchschnittskurse eingesetzt.

Tabelle 37. (Fortsetzung)

Kurse der hessischen Staatsanleihen an

(Ak)

h = höchster, n = niedrigster Kursstand, l = Kursstand an

Für jeden Monat und jede Spalte sind die höchsten und niedrigsten Kurse

Jahr	August			September			Oktober			November		
	h	n	l	h	n	l	h	n	l	h	n	l
	a.) 3%											
1900	82,80	82,30	82,30	82,30	81,40	81,50	84,20	81,30	84,00	84,20	82,90	83,80
1901	89,90	88,20	88,50	88,70	87,30	87,30	87,50	86,50	86,80	87,40	86,50	87,10
1902	90,50	89,90	90,20	90,20	89,40	89,60	89,70	89,30	89,60	89,50	88,90	89,20
1903	89,80	88,40	88,80	88,50	87,50	88,40	89,00	88,25	88,90	89,40	88,90	89,40
1904	88,00	87,40	87,80	87,80	87,40	87,50	87,70	86,90	87,20	87,30	86,90	87,30
1905	87,40	86,90	87,00	87,20	86,60	86,80	87,00	86,30	86,50	86,70	86,00	86,30
1906	85,50	84,60	85,00	85,20	84,30	85,00	84,80	83,90	84,00	85,00	84,10	84,80
1907	81,00	79,10	80,00	82,40	80,30	82,20	83,50	81,40	81,40	81,60	80,00	80,90
1908	81,80	81,00	81,40	81,90	81,50	81,70	82,60	80,75	81,67	83,00	82,10	82,55
	b.) 3 1/2%											
1900	92,40	92,00	92,00	92,20	91,50	91,50	92,70	91,30	92,70	93,20	92,70	92,90
1901	98,90	98,10	98,50	98,60	97,90	97,90	98,50	97,90	98,10	98,20	97,90	98,20
1902	100,80	100,10	100,40	100,50	100,00	100,00	100,20	99,90	100,10	100,50	100,10	100,40
1903	101,30	100,20	100,25	100,40	99,90	100,00	100,30	100,00	100,10	100,75	100,10	100,70
1904	100,50	100,20	100,20	100,20	99,90	99,90	100,20	99,60	99,90	100,20	99,80	100,60
1905	100,90	100,00	100,00	100,10	99,60	99,80	100,00	99,70	99,70	99,90	99,20	99,40
1906	98,40	97,10	97,40	98,50	97,30	97,80	98,00	97,00	97,10	97,40	96,60	97,20
1907	92,10	91,00	91,10	92,70	91,25	92,60	93,40	92,25	92,75	93,10	91,10	91,10
1908	91,00	90,40	90,70	91,10	90,20	90,65	92,20	90,70	91,45	93,20	92,80	92,75
	c.) 4%											
1900	102,80	101,70	102,50	102,90	101,00	101,00	102,50	101,10	102,00	103,50	102,30	103,30
1901	105,50	104,30	104,70	105,00	103,90	103,90	104,90	104,00	104,60	105,30	104,50	104,90
1902	106,00	105,10	105,50	106,20	105,50	105,90	106,00	105,30	105,60	106,20	105,60	105,90
1903	105,10	104,40	104,40	105,20	104,50	104,70	105,50	104,70	104,90	105,40	104,80	105,00
1904	105,40	104,40	104,80	105,20	104,50	104,50	105,00	104,00	104,00	104,40	103,70	103,80
1905	104,30	103,80	103,90	104,00	101,50	101,50	104,00	102,70	103,20	103,90	103,00	103,30
1906	103,70	102,60	102,60	102,90	101,40	101,40	103,00	102,10	102,50	103,20	102,20	103,00
1907	100,60	99,10	99,95	100,00	99,60	99,85	100,60	99,80	100,40	100,40	99,20	100,00
1908	99,90	99,20	99,55	100,10	99,60	99,85	101,10	99,75	100,43	101,70	100,70	101,20

<sup>1</sup> Großherzogliche Hessische Landesstatistik. Für die Monate Juli bis Dezem-

<sup>2</sup> Die Notierung an den mit \* bezeichneten Tagen hat sich wiederholt.

## der Frankfurter Börse 1900 bis 1908.<sup>1</sup>

ten.)

letzten Notierungstag des Monats, d = Durchschnittskurs.

innerhalb der Jahre 1900 bis 1907 bezw. 1908 durch Fettdruck gekennzeichnet.

Dezember			Im ganzen Jahr				Kurse der deutschen Reichsanleihe an der Berliner Börse				
h	n	l	h	Tag <sup>3</sup> und Monat	n	Tag <sup>2</sup> und Monat	h	Tag <sup>2</sup> und Monat	n	Tag <sup>2</sup> und Monat	d

### Anleihen.

83,90	83,40	83,60	86,50	2.1.	81,30	1.10.	89,00	17.1.*	84,90	1.10.	86,74
88,00	87,10	87,80	89,90	5.8.	82,40	9.1.	92,40	3.8.	86,25	8.1.*	89,27
89,50	89,00	89,40	91,20	7.3.	87,90	10.1.*	93,50	25.7.*	90,30	8.1.	92,18
90,00	89,20	89,70	91,50	14.2.	87,50	18.9.	93,40	27.2.	89,20	15.9.*	91,49
87,60	87,10	87,50	90,10	25.1.	86,90	28.10.*	92,20	23.1.*	89,00	20.2.*	90,02
87,00	86,00	86,70	89,00	1.3.	86,00	17.11.	91,80	27.2.	88,40	20.12.*	90,08
85,20	84,60	84,80	87,50	9.2.	83,90	23.10.	89,60	7.2.	85,90	23.10.*	87,73
81,10	80,10	81,10	85,10	8.1.	79,10	22.8.	87,30	2.1.	81,20	15.8.	84,15
83,00	82,60	82,80	83,00	.11.	79,40	.5.	85,75	—	81,25	—	83,24

### Anleihen.

94,10	92,80	94,10	97,00	2.1.	91,30	2.10.	99,10	24.1.	92,75	28.9.	95,82
98,80	98,00	98,80	99,00	30.7.*	93,10	12.1.	101,75	28.6.	95,80	9.1.	99,54
100,80	100,20	100,80	100,80	2.8.*	98,75	24.5.	103,30	4.8.	101,20	4.1.	102,06
101,80	100,80	101,20	101,80	14.12.	99,90	16.9.*	103,30	26.2.	101,00	14.9.*	102,30
100,20	100,00	100,10	101,50	23.1.	99,60	26.10.	103,00	21.1.	101,30	23.2.*	101,94
99,80	98,80	99,80	101,10	18.3.	98,80	15.12.	102,60	2.3.	100,30	23.12.	101,33
97,50	96,20	96,60	100,30	11.1.	96,20	22.12.	101,50	7.2.	97,70	17.10.	99,54
92,60	91,25	92,50	97,10	9.1.	91,00	29.8.*	98,20	2.1.*	91,80	21.8.*	94,66
93,30	92,80	93,05	93,30	.12.	90,20	.7.*	95,00	—	90,90	—	92,58

### Anleihen.

103,50	102,50	102,90	104,90	8.2.	101,00	29.9.*
105,30	104,10	105,20	105,50	3.8.	101,30	8.1.
106,10	105,40	105,50	106,30	11.2.	102,00	5.6.
105,50	104,80	105,00	106,40	3.6.	104,40	29.8.*
104,40	103,60	103,90	105,60	26.4.	103,60	10.12.
103,90	103,10	103,60	104,80	24.2.	101,50	30.9.
103,30	102,60	103,20	103,70	7.2.*	101,40	29.9.*
101,20	99,90	100,75	103,30	7.1.	99,10	19.8.
102,10	100,90	101,50	102,10	.12.	99,10	.6.*

Die Schuldverschreibungen der 4<sup>o</sup>/<sub>10</sub>igen Reichsanleihe sind durch Gesetz vom 8. März 1897 mit Wirkung vom 1. Oktober desselben Jahres an in 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub>o/ige umgewandelt worden.

ber 1908 sind statt der Monatsschluß- die Monatsdurchschnittskurse eingesetzt.

Tabelle 39.

Die Verzinsungssätze der 1895 bis 1907 von den größeren deutschen Städten begebenen Obligationenanleihen.

Jahr		Zinsfuß von %			
		3	3½	3¾	4
1895	Zahl d. Anl.	3	18	—	—
	Betrag in Mill. Mark	6,63	99,37	—	—
1896	Zahl d. Anl.	2	15	—	—
	Betrag in Mill. Mark	6,00	88,95	—	—
1897	Zahl d. Anl.	2	25	—	—
	Betrag in Mill. Mark	16,00	77,52	—	—
1898	Zahl d. Anl.	—	26	—	5
	Betrag in Mill. Mark	—	150,19	—	24,98
1899	Zahl d. Anl.	—	16	1	20
	Betrag in Mill. Mark	—	65,68	2,05	88,86
1900	Zahl d. Anl.	—	5	1	43
	Betrag in Mill. Mark	—	61,74	4,25	201,03
1901	Zahl d. Anl.	—	12	—	37
	Betrag in Mill. Mark	—	77,69	—	162,44
1902	Zahl d. Anl.	—	24	1	9
	Betrag in Mill. Mark	—	142,73	1,50	30,45
1903	Zahl d. Anl.	1	37	—	2
	Betrag in Mill. Mark	11,34	207,05	—	5,50
1904	Zahl d. Anl.	—	20	1	2
	Betrag in Mill. Mark	—	288,39	0,58	10,00
1905	Zahl d. Anl.	—	25	—	2
	Betrag in Mill. Mark	—	150,67	—	17,50
1906	Zahl d. Anl.	1	12	—	16
	Betrag in Mill. Mark	0,50	42,94	—	122,17
1907	Zahl d. Anl.	—	2	—	28
	Betrag in Mill. Mark	—	6,50	—	172,93

<sup>1</sup> Die Zahlen für die Zeit von 1897 bis 1907 entstammen den „Mitteilungen der Zentralstelle des Deutschen Städtetages,“ Sonderheft vom 26. Juni 1908.

Die Epochen des jeweils herrschenden Zinsfußes sind durch verstärkten Rand kenntlich gemacht.

Tabelle 40.

Kommunalobligationen am Jahresschluß.<sup>1</sup>

Obligationen der Städte	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907
4%													
Carlothenburg	103,60	102,25	100,25	100,40	100,90	101,25	103,00	103,10	105,60	103,25	102,25	101,70	98,75
Darmstadt	103,10	102,00	101,50	101,00	101,00	100,50	102,50	102,50	99,50	98,35	—	—	98,10
Kaiserslautern	102,70	101,00	101,50	100,20	100,60	100,00	102,00	102,40	101,90	104,25	103,90	101,40	99,90
Ludwigshafen	104,10	103,60	—	—	—	—	102,00	—	101,90	101,20	—	101,00	98,85
Oberbach	103,50	103,50	103,50	100,50	100,00	101,00	102,10	102,50	98,85	98,00	101,20	101,25	98,30
A. tona	101,00	100,20	—	97,70	93,70	—	96,75	98,90	98,75	98,50	98,00	95,70	90,75
Angsburg	101,00	—	—	—	—	98,10	96,80	99,00	99,10	98,75	98,20	95,50	91,50
Berlin	101,80	101,60	101,75	101,70	96,50	97,00	99,70	100,50	100,30	99,60	99,50	99,00	93,60
Breslau (konv.)	102,50	100,40	100,50	98,40	94,00	92,75	98,50	99,50	99,75	99,20	98,80	96,00	91,60
Charlottenburg	101,75	—	—	98,10	94,50	—	—	100,60	92,60	99,40	99,00	95,50	95,40
Cöln	102,45	—	100,70	99,75	94,00	93,25	97,80	99,80	99,75	98,90	99,00	95,60	91,90
Düsseldorf	103,40	101,90	100,90	100,10	93,90	—	99,50	100,80	100,40	100,00	99,00	97,25	92,80
Elberfeld	101,25	100,50	99,80	97,10	—	—	96,60	99,10	98,75	98,40	98,40	95,60	93,90
Erfurt a. M.	101,80	101,50	100,80	98,70	95,20	92,50	97,30	99,70	99,60	99,40	99,10	96,50	91,40
Erfurt i. B.	100,60	100,75	100,50	99,50	92,80	90,50	96,30	98,70	99,15	98,30	98,00	95,00	90,35
Gießen	101,40	100,40	100,00	98,00	93,40	91,80	96,50	98,80	99,00	98,30	99,10	94,50	90,35
Halle	—	100,75	—	—	92,80	—	98,00	99,70	99,50	99,25	99,30	96,10	92,10
Kaiserslautern	101,70	100,90	100,00	98,50	93,50	90,20	96,00	98,70	99,50	98,60	97,90	94,10	90,50
Mannheim	101,75	—	99,50	—	—	—	96,50	98,75	99,90	98,40	98,00	94,75	91,50
Thorn	101,55	100,50	—	—	—	—	95,75	99,00	98,80	98,00	98,00	98,00	91,00
Wiesbaden	101,00	100,00	—	98,00	93,25	92,10	96,90	99,75	99,20	99,10	98,20	95,00	90,80
Worms	100,00	100,10	99,40	97,50	94,00	92,00	96,40	99,10	99,20	98,20	98,50	94,40	90,60
3%								von 187					
Karlsruhe	97,90	96,25	93,90	90,00	86,20	84,50	88,00	90,00	90,50	89,50	91,00	90,50	87,00

<sup>1</sup> Nach Salings Bör-enjahrbüchern.  
Das Zeichen I bedeutet den Beginn einer neuen Serie.

Tabelle 41.

Monatliche und Jahres-Höchst-, Niedrigst- und Durchschnittskurse der 4<sup>1/2</sup>igen Münchener Stadtanleihe.<sup>1</sup>  
(Münchener Börse.)

Jahr	Januar			Februar			März			April			Mai			Juni			Juli			
	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	
1895	105,70	105,00	105,30	106,00	105,70	105,80	106,10	106,00	106,10	106,10	106,10	106,10	106,10	106,10	106,10	107,00	106,10	106,50	107,00	106,30	106,40	
1896	105,90	105,00	105,40	105,80	105,50	105,80	105,80	105,70	105,40	105,60	105,60	105,60	105,50	104,80	105,20	105,30	105,20	104,90	104,90	105,20	105,00	105,10
1897	104,80	104,20	104,40	104,50	104,40	104,40	104,30	104,40	104,30	104,40	104,40	104,50	104,50	104,30	104,30	104,40	104,20	104,30	104,30	104,00	103,00	103,60
1898	103,30	102,90	103,10	103,20	102,40	102,70	102,50	102,70	102,20	102,50	102,50	102,50	102,50	101,80	102,30	102,80	102,80	102,80	102,80	101,70	102,00	102,00
1899	102,00	101,70	101,80	101,90	101,50	101,60	101,60	101,30	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,10	101,10	101,10	101,10	101,10	100,40	100,60
1900	100,60	100,20	100,40	100,70	100,20	100,50	100,50	100,00	100,10	100,50	100,50	100,50	100,50	100,50	100,50	100,20	100,20	99,80	100,20	99,50	99,90	
1901	100,60	99,30	100,10	101,80	100,70	101,20	101,50	101,50	101,20	101,50	101,50	101,50	101,20	101,20	101,20	101,10	101,10	101,10	101,40	101,40	101,40	101,90
1902	102,90	102,10	102,50	103,40	102,90	103,10	103,20	102,60	102,90	103,00	103,00	103,00	103,00	102,80	102,90	103,00	103,00	103,00	103,00	103,60	103,00	103,30
1903	103,60	103,30	103,60	103,70	102,90	103,30	103,20	102,50	102,80	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,30
1904	103,60	103,40	103,50	103,60	103,10	103,50	103,50	103,20	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,30	103,40
1905	103,20	102,70	102,90	103,20	102,80	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,40
1906	102,50	102,00	102,30	102,60	102,30	102,60	102,60	102,40	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,50	102,60
1907	102,20	101,90	102,10	102,50	101,70	102,10	101,80	101,60	101,10	100,80	100,40	100,60	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	100,70	100,90
1908	99,40	97,80	98,60	98,80	98,20	98,40	99,60	98,00	98,10	99,00	98,25	98,30	99,00	99,00	98,00	98,00	98,00	98,25	98,00	100,10	99,80	99,90
1909	101,50	100,75	101,25	101,80	100,90	101,35	101,40	101,00	101,50	101,25	100,75	101,20	101,20	101,20	101,20	101,20	98,90	98,10	98,10	98,90	98,00	98,30

Jahr	August			September			Oktober			November			Dezember			Im ganzen Jahr			Realverzinsung		
	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d			
1895	106,50	106,30	106,40	106,40	105,40	106,00	106,20	105,00	104,70	105,10	105,10	105,10	105,10	104,80	105,10	107,00	105,00	105,90	3,78		
1896	105,40	104,80	105,10	105,00	104,50	104,70	104,60	104,00	103,60	103,90	103,90	103,90	103,90	103,80	103,90	105,90	103,60	104,95	3,81		
1897	103,70	102,80	102,50	102,50	102,00	102,30	102,80	101,80	101,40	101,70	103,00	103,00	103,00	101,80	101,80	104,60	101,30	103,15	3,88		
1898	101,50	101,30	101,70	101,60	101,10	101,30	101,60	101,20	100,90	101,20	100,90	101,20	101,20	100,90	101,20	103,20	100,90	102,00	3,92		
1899	101,10	100,50	100,70	100,50	100,00	100,20	100,20	100,00	100,00	100,30	100,40	100,40	100,40	100,00	100,20	102,00	100,00	100,80	3,97		
1900	100,30	99,50	99,30	100,40	99,80	100,00	99,90	99,30	99,70	100,30	100,30	100,30	100,30	100,00	100,20	100,70	99,00	100,05	3,988		
1901	102,90	102,00	102,50	102,10	101,60	102,00	102,10	101,50	101,70	102,00	102,00	102,00	102,50	101,80	102,20	102,90	99,30	101,55	3,94		
1902	103,80	103,50	103,60	103,60	103,30	103,50	103,70	103,10	103,30	103,60	103,60	103,60	103,50	103,20	103,40	103,80	102,10	103,20	3,88		
1903	103,70	103,30	103,50	103,40	102,90	103,30	103,20	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	103,00	3,87	
1904	103,70	102,70	103,00	102,90	102,70	103,00	103,00	102,60	102,80	103,00	103,00	103,00	103,00	102,80	103,00	103,60	102,30	103,20	3,89		
1905	102,90	102,50	102,70	102,70	102,30	102,60	102,60	102,10	102,00	102,00	102,00	102,00	102,00	101,90	102,00	103,00	102,30	103,20	3,91		
1906	102,70	102,30	102,50	102,50	102,10	102,30	102,30	102,20	102,00	102,00	102,00	102,00	102,00	101,70	101,80	103,40	101,70	102,70	3,91		
1907	99,40	99,40	99,40	99,60	99,00	99,60	99,60	99,20	98,90	99,20	99,20	99,20	99,10	98,90	99,20	100,50	99,70	102,40	3,960		
1908	99,70	98,30	99,70	99,50	98,80	99,50	100,20	98,90	99,70	100,40	100,40	100,40	100,80	100,30	100,50	102,80	98,70	100,25			

<sup>1</sup> Siehe Anm. zu Tabelle 36.

Tabelle 32.

**Monatliche und Jahres-Höchst-, Niedrigst- und Durchschnittskurse der 3<sup>1/2</sup>%,<sup>0</sup>/10igen Münchener Stadlanleihe.<sup>1</sup>**  
(Münchener Börse.)

Jahr	Januar			Februar			März			April			Mai			Juni			Juli		
	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d
1895	101,50	100,45	100,90	102,50	101,60	102,10	102,20	101,90	102,00	102,40	102,00	102,30	102,10	102,00	102,10	102,40	101,90	102,10	102,30	101,80	102,00
1896	101,00	100,60	100,90	101,70	100,90	101,40	101,80	101,40	101,30	101,50	101,40	101,40	101,40	100,60	101,00	101,00	100,80	100,90	101,10	100,80	101,00
1897	100,90	100,20	100,50	100,90	100,70	100,80	100,90	100,50	100,20	100,60	100,40	100,90	100,60	100,60	100,80	101,00	100,60	100,80	100,90	100,20	101,60
1898	100,40	100,10	100,80	100,80	100,00	100,10	100,30	99,70	99,10	99,80	99,10	99,80	99,70	99,30	99,70	99,80	99,50	99,70	99,40	99,40	99,50
1899	98,30	97,70	97,90	98,30	97,80	98,10	98,10	97,00	97,20	97,20	97,00	97,20	96,00	95,70	95,70	95,70	94,50	95,00	94,60	94,40	94,50
1900	93,80	93,30	93,50	93,30	92,80	93,10	92,70	91,90	92,00	92,00	91,50	91,70	92,00	90,50	91,40	91,50	90,80	91,10	91,20	90,50	91,00
1901	91,50	90,50	91,00	94,00	91,90	93,10	93,90	93,40	93,50	94,00	93,70	94,00	93,70	93,60	93,90	94,50	93,70	94,10	91,20	90,50	91,00
1902	98,00	96,30	97,20	98,70	98,00	98,20	98,20	98,20	98,20	98,60	98,20	98,40	98,70	98,40	98,70	98,50	99,00	98,70	99,80	98,60	98,90
1903	100,80	99,00	99,90	100,80	100,10	100,50	100,50	100,20	100,00	100,20	100,00	100,10	100,00	99,90	100,00	99,90	99,50	99,70	99,80	98,60	98,90
1904	100,00	99,80	99,70	99,90	98,00	99,20	99,70	98,60	99,20	99,60	99,20	99,40	99,20	98,70	98,80	99,10	98,60	98,90	99,50	99,50	99,70
1905	99,00	98,50	98,70	99,10	98,60	98,80	99,20	98,90	99,00	99,20	98,80	99,10	99,00	98,70	98,80	98,90	98,70	98,80	99,50	98,80	99,00
1906	98,80	98,80	98,60	98,80	98,50	98,60	98,60	98,30	98,50	98,50	97,90	98,30	98,00	97,90	98,00	98,00	97,20	98,80	99,20	98,70	99,00
1907	96,00	95,70	95,80	96,00	95,60	95,80	95,70	93,80	94,40	95,10	94,40	94,60	94,60	92,90	93,70	93,30	92,20	97,80	97,00	97,10	97,10
1908	92,00	91,40	91,60	91,90	91,10	91,30	91,50	90,75	91,00	90,75	91,00	89,90	90,30	89,50	90,30	90,30	90,00	92,70	92,70	91,80	92,40
1909	91,60	92,60	94,60	95,90	94,50	94,50	94,60	93,60	94,60	94,80	94,80	94,80	94,80	94,70	94,75	94,75	90,00	90,20	90,50	90,20	90,50

Jahr	August			September			Oktober			November			Dezember			Im ganzen Jahr			Relative Zinsung		
	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d	h	n	d			
1895	102,40	102,00	102,20	102,40	101,60	102,00	102,00	101,70	101,10	101,70	100,70	100,90	100,70	100,40	100,70	102,50	100,40	101,70	3,44		
1896	101,30	100,80	101,00	101,00	100,80	100,60	100,80	100,70	100,70	100,70	99,70	100,30	100,10	99,60	99,80	101,80	99,60	100,90	3,17		
1897	100,60	100,00	100,40	100,50	99,70	100,00	99,50	99,60	100,00	99,40	99,70	100,20	99,70	99,70	99,90	101,00	99,40	100,35	3,19		
1898	99,40	99,10	99,20	99,10	98,00	98,60	98,20	97,70	97,50	97,10	97,20	97,20	97,70	97,40	97,60	100,40	97,10	99,10	3,53		
1899	94,60	94,20	94,40	94,10	93,80	93,90	93,70	92,90	93,60	93,20	93,40	93,90	93,10	93,50	93,50	98,30	92,90	95,35	3,67		
1900	91,30	90,70	91,00	91,40	91,20	91,80	91,20	90,00	90,70	90,80	90,40	90,60	91,30	90,70	91,30	93,80	90,00	91,55	3,83		
1901	97,00	95,20	96,60	96,20	95,70	96,00	96,20	95,80	96,40	96,10	96,20	96,80	96,10	96,30	96,30	97,00	90,50	94,65	3,70		
1902	99,50	99,10	99,30	99,20	98,70	99,00	98,90	98,60	99,00	98,50	98,80	99,50	98,60	98,60	98,60	99,50	96,30	98,60	3,55		
1903	99,60	99,10	99,30	99,20	98,40	98,80	98,50	98,50	99,00	98,80	98,90	99,60	99,00	99,00	99,30	100,80	98,40	99,60	3,51		
1904	99,40	98,90	99,20	99,20	98,90	99,10	99,00	98,60	98,80	98,60	98,70	98,80	98,70	98,80	98,60	100,00	98,00	99,05	3,53		
1905	99,20	98,30	99,00	98,90	98,60	98,80	98,70	98,60	98,20	98,20	98,50	98,50	98,40	98,40	98,30	99,20	98,30	98,80	3,54		
1906	97,10	96,40	96,80	96,60	95,90	96,30	96,20	95,00	96,10	95,80	95,90	96,20	96,20	95,80	96,00	98,80	95,00	97,20	3,60		
1907	91,60	90,80	91,20	91,40	90,80	91,00	91,70	91,20	91,50	91,50	90,80	91,10	91,20	91,00	91,10	96,00	90,80	93,00	3,76		
1908	90,60	90,35	90,60	92,75	91,30	92,75	91,60	90,90	92,80	92,00	92,50	93,25	92,50	92,50	93,25	93,25	89,50	93,00			

<sup>1</sup> Siehe Anm. zu Tabelle 36.

Tabelle 43.

Zulassungen von Obligationen deutscher Industrieunternehmen an den deutschen Börsen 1897 bis November 1908.<sup>1</sup>  
(In Millionen Mark).

Jahr	6 <sup>1/2</sup> %	5 <sup>1/2</sup> %	5%	4 <sup>3/4</sup> %	4 <sup>1/2</sup> %	4%	3 <sup>3/4</sup> %	Ohne Zinsgabe	Summe
1897	—	—	1,5	1,4	—	48,5	—	—	51,4
1898	—	—	1,4	7,3	—	163,7	1,0	—	173,1
1899	—	1,0	—	39,9	—	49,6	—	—	90,5
1900	1,8	—	15,5	147,4	—	13,5	—	—	178,2
1901	—	—	25,7	155,1	—	41,5	5,4	—	227,7
1902	—	—	—	66,8	—	87,4	—	—	166,8
1903	—	—	13,1	30,5	—	32,4	—	—	77,9
1904	—	—	15,0	68,2	0,6	69,8	—	—	142,0
1905	—	2,0	1,4	41,3	—	143,4	—	—	200,0
1906	—	15,8	—	61,5	—	164,3	—	1,0	229,2
1907	—	—	22,8	106,8	—	25,1	—	—	153,7
1908	—	1,3	29,0	247,1	—	51,0	—	—	331,4
Summe 1897/1908	1,8	19,6	127,0	972,3	0,6	893,2	6,4	1,0	2 021,9

<sup>1</sup> Nach dem angeführten Denkschriftenband, Teil IV.

Tabelle 44.

Kurse einiger Obligationen von Industrie- und  
Schiffahrtgesellschaften.<sup>1</sup>

Jahr	Am Ende des	Allgem. Elektr. Ges. 4%	Harp. 4½% s. 1898 4%	Hibern. 4½% s. 1898 4%	Laura- hütte 3½%	Donner.märk- hütte 1900, 4½% s. 1906 4%	Nordd. Lloyd 4%
1895	I. Quartal	—	105,30	106,00	99,40	—	102,40
	II. „	—	105,30	106,00	99,40	—	102,40
	III. „	—	105,30	106,00	99,40	—	102,40
	IV. „	101,25	104,00	—	98,20	98,50	102,25
1896	I. „	102,50	103,10	102,50	98,25	96,90	—
	II. „	102,50	103,10	102,50	98,25	96,90	—
	III. „	101,90	103,40	102,20	97,50	96,50	101,60
	IV. „	101,90	103,40	102,20	97,50	96,50	101,60
1897	I. „	101,90	103,80	103,10	97,25	96,70	101,90
	II. „	101,90	103,80	103,10	97,25	96,70	101,90
	III. „	101,75	102,30	102,40	96,60	95,60	—
	IV. „	101,75	102,30	102,40	96,60	95,60	—
1898	I. „	101,50	101,00	101,00	96,10	95,40	101,10
	II. „	101,50	101,00	101,00	96,10	95,40	101,10
	III. „	101,25	101,10	100,50	96,00	94,00	101,00
	IV. „	101,25	101,10	100,50	96,00	94,00	101,00
1899	I. „	100,75	99,90	100,00	94,50	93,60	100,00
	II. „	100,75	99,90	100,00	94,50	93,60	100,00
	III. „	99,25	98,50	98,50	93,40	92,25	99,50
	IV. „	99,25	98,50	98,50	93,40	92,25	99,50
1900	I. „	98,10	—	—	91,50	91,50	99,00
	II. „	98,10	—	—	91,50	91,50	99,00
	III. „	98,75	97,50	96,75	88,70	90,10	98,20
	IV. „	97,00	98,25	98,00	88,80	100,00 89,60	99,00
1901	I. „	98,80	99,50	99,00	—	101,90	93,50
	II. „	98,80	99,50	99,00	—	101,90	93,50
	III. „	97,50	100,25	98,90	92,25	101,60	93,10
	IV. „	97,50	100,25	98,90	92,25	101,60	93,10
1902	I. „	100,30	101,25	100,00	95,00	104,30	96,25
	II. „	100,30	101,25	100,00	95,00	104,30	96,25
	III. „	101,75	101,75	102,00	96,40	104,25	96,30
	IV. „	101,75	101,75	102,00	96,40	104,25	96,30
1903	I. „	101,30	101,60	101,60	96,50	104,90	96,80
	II. „	101,30	101,60	101,60	96,50	104,90	96,80
	III. „	101,25	103,50	101,75	96,00	103,90	97,10
	IV. „	101,25	103,50	101,75	96,00	103,90	97,10
1904	I. „	100,90	101,50	100,50	95,70	—	—
	II. „	100,90	101,50	100,50	95,70	—	—
	III. „	100,90	101,50	100,50	95,70	—	—
	IV. „	100,90	101,50	100,50	95,70	97,40	100,90
1905	I. „	100,80	100,00	100,25	95,30	—	—
	II. „	100,80	100,00	100,25	95,30	—	—
	III. „	100,80	100,00	100,25	95,30	—	—
	IV. „	100,80	100,00	100,25	95,30	97,00	101,00
1906	I. „	99,60	99,75	100,00	94,90	99,40	98,25
	II. „	99,60	99,75	100,00	94,90	99,40	98,25
	III. „	99,60	99,75	100,00	94,90	99,40	98,25
	IV. „	99,60	99,75	100,00	94,90	99,40	98,25
1907	I. „	98,00	99,00	99,50	93,50	—	95,25
	II. „	97,40	97,20	97,00	92,50	—	93,50
	III. „	96,70	97,50	98,20	92,00	—	96,00
	IV. „	95,80	99,75	98,40	91,00	97,50	94,00

<sup>1</sup> Nach Salings Börsenpapieren, für 1907 nach Neumann's Kurstabellen.



Tabelle 46.

Jahresschluß-Kurse von Pfandbriefen landschaftlicher und landschaftsfählicher Kreditinstitute.<sup>1)</sup>  
(Berliner Börse.)

	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
4%															
Ostprenußische Landschaft	—	—	—	—	—	—	101,00	102,60	104,75	105,40	104,90	105,20	105,00		
Posener	—	101,25	101,90	102,80	102,50	101,40	102,60	102,40	103,80	103,90	103,70	103,10	102,50		
Schlesische	—	100,30	100,50	100,80	100,50	100,00	100,70	100,20	100,50	101,20	102,20	101,00	101,00		
Landschaftlich. Kreditverband	—	106,70	107,30	105,30	106,30	103,25	100,50	102,20	103,00	103,90	103,10	102,75	101,50		
für Schleswig-Holstein	—	100,30	100,30	100,00	100,10	—	100,75	102,50	103,50	103,25	102,80	100,10	100,25		
Landschaftl. Zentralpfandbriefe	—	—	—	—	—	—	101,90	102,90	102,80	103,20	102,20	101,90	101,00		
Berliner Pfandbrief-Anst.															
3 1/2%															
Ostprenußische Landschaft	101,50	100,40	100,50	100,80	99,10	94,70	94,50	97,60	99,30	99,40	98,80	98,75	96,60		
Pommersche	—	100,60	100,20	100,80	99,75	96,50	94,25	97,40	99,20	99,80	99,60	98,50	97,40		
Posener	101,30	100,30	100,50	100,40	99,60	95,80	95,50	98,10	99,50	99,50	99,15	99,10	97,20		
Schlesische	101,50	100,30	100,10	100,25	99,50	95,80	96,40	99,10	99,70	100,00	98,55	99,10	97,00		
Kur- u. Neumärkisches ritter- schaftl. Kreditinstitut (alte Orl.)	102,70	101,00	101,10	100,80	100,80	96,00	95,00	99,40	100,00	101,20	101,25	100,50	100,00		
Landschaftl. Zentralpfandbriefe	—	101,20	100,75	100,40	100,00	96,00	95,00	98,00	99,70	100,00	99,90	99,50	96,75		
Berliner Pfandbrief-Anst.	—	102,50	101,00	101,10	99,70	99,20	95,50	97,90	99,75	99,60	98,80	98,40	96,00		
3%															
Ostprenußische Landschaft	—	95,80	93,60	92,00	90,20	86,40	84,50	87,50	88,90	89,60	88,10	86,80	85,20		
Posener	—	—	—	92,00	90,20	85,60	86,00	87,80	89,25	89,70	88,25	87,00	86,75		
Schlesische	—	96,50	94,50	92,90	91,00	86,50	86,90	88,30	89,00	89,20	88,10	87,20	86,90		
Landschaftlich. Kreditverband	—	—	—	92,00	90,40	85,90	83,70	87,60	88,80	89,20	87,80	86,50	85,50		
für Schleswig-Holstein	—	95,80	93,70	92,20	90,50	86,20	83,80	87,50	89,40	89,70	88,00	88,80	86,70		
Vestfälische Landschaft	—	95,80	93,75	92,75	90,75	86,00	84,00	88,00	88,70	89,30	88,70	87,00	86,40		
Zentralpfandbriefe	—	96,00	94,90	93,80	92,70	86,20	86,50	87,80	90,00	90,10	88,50	87,90	86,70		
Berliner Pfandbrief-Anst.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—		

<sup>1)</sup> Nach Neumanns Kurs Tabellen.

Tabelle 47.

### Obligationsumlauf der deutschen Hypothekendarlehenbanken.<sup>1</sup>

A.

(In Millionen Mark).

B.

Die jährliche Zu- und Abnahme betrug

Jahr	Zahl der Banken	mit einem Zinsfuß von						Zu- sammen	Jahr	an Pfandbriefen zu						Zu- sammen			
		5%	4 1/2%	4%	3 1/2%	3 1/4%	3 1/2% u. weniger			5%	4 1/2%	4%	3 1/4%	3 1/2% und weniger					
1894	31	10,4	30,3	2710,5	—	1523,5	—	4273,7	1894	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1895	33	9,9	21,7	2219,3	—	2471,9	—	4722,8	1895	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1896	40	7,9	13,9	1894,8	—	3219,7	—	5137,9	1896	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1897	40	3,0	11,7	1748,5	2,9	3794,3	—	5560,6	1897	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1898	40	2,7	9,7	1799,4	3,9	4049,3	—	5865,0	1898	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1899	40	2,3	7,7	2126,9	4,0	4092,1	—	6233,0	1899	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1900	38	2,0	7,1	2419,4	3,2	3830,4	—	6362,1	1900	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1901	38	1,8	6,0	2735,2	2,8	3786,1	—	6531,9	1901	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1902	38	1,6	5,7	3025,9	2,4	3797,0	4,9	6836,6	1902	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1903	39	1,2	5,0	3252,7	58,9	3966,6	3,7	7288,1	1903	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1904	39	1,1	4,8	3555,5	95,7	4062,4	3,5	7723,0	1904	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1905	39	1,0	4,6	3875,7	139,9	4202,4	4,3	8227,9	1905	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1906	39	0,9	4,2	4164,3	158,0	4237,4	4,1	8568,9	1906	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1907	39	0,8	16,7	4521,3	151,4	4136,6	3,9	8830,7	1907	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

<sup>1</sup> Für 1894—1899 nach Felix Hecht. Die Statistik der deutschen Hypothekendarlehenbanken für 1900—1907 nach dem Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich zusammengestellt bzw. berechnet im angeführten Denkschriftenband, Teil IV.

Tabelle 48.

**Deutsche  
Hypothekendarbanken.**  
Durchschnittszinssfuß  
der Pfandbriefe.<sup>1</sup>

Jahr.	Durchschnitts- zinssfuß
1894	3,88
1895	3,74
1896	3,69
1897	3,66
1898	3,66
1899	3,67
1900	3,692
1901	3,711
1902	3,722
1903	3,736
1904	3,734
1905	3,740
1906	3,748
1907	3,762

<sup>1</sup> Nominale Durchschnittsverzinsung der an Ende jedes Jahres im Umlauf befindlichen Pfandbriefe; die Emissionskurse und die früher mehrfach üblichen Verlosungszuschläge und Prämien sind nicht berücksichtigt.

Für 1894-1899 nach Felix Flecht, Statistik der Deutschen Hypothekendarbanken; für 1900-1907 nach dem vom Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich gegebenen Umlaufziffern berechnet, wobei die 3,6%igen Pfandbriefe als 3 7/8%ig, die mit weniger als 3,2% verzinslichen als 3,2%ig angenommen wurden. (Vgl. Denkschriftenband I).

Tabelle 49.

**Zinssätze für I. Hypotheken in Berlin.<sup>1</sup>**

Jahr	Niedrigster Satz (bei mündel- sicheren An- lagen)	Höchster Satz	Zinssätze der Hypotheken- banken (1894-1906) über dem nie- drigsten Hypo- thekensatz angenommen.	Durchschnitt- licher Hypo- thekenzinssfuß (ohne Berücksich- tigung der Umsätze)
1894	3,75	4,25	4,00	3,97
1895	3,50	4,13	3,87	3,81
1896	3,50	4,00	3,75	3,75
1897	3,50	4,00	3,75	3,75
1898	3,75	4,25	3,87	4,00
1899	4,00	4,50	4,13	4,27
1900	4,13	4,50	4,25	4,29
1901	4,00	4,50	4,13	4,25
1902	3,87	4,25	4,00	4,04
1903	3,75	4,00	3,87	3,88
1904	4,00	4,25	4,13	4,13
1905	4,00	4,13	4,13	4,06
1906	4,00	4,25	4,13	4,13
1907	4,25	4,50	4,37	4,37
1908	4,25	4,50	4,37	4,37

<sup>1</sup> Nach Mitteilung des Vereins Berliner Grundstücks- und Hypothekendarbanken (abgedruckt in den Jahresberichten der Ältesten der Kaulmanns-Gesellschaft von Berlin) zum n. g. gesicht bzw. berechnet. Die kam zu ermittelnden Pro- visionen mußten außer Acht gelassen werden.

Diagramm 50.

Graphische Darstellung der Zinssätze für I. Hypotheken  
in Berlin.

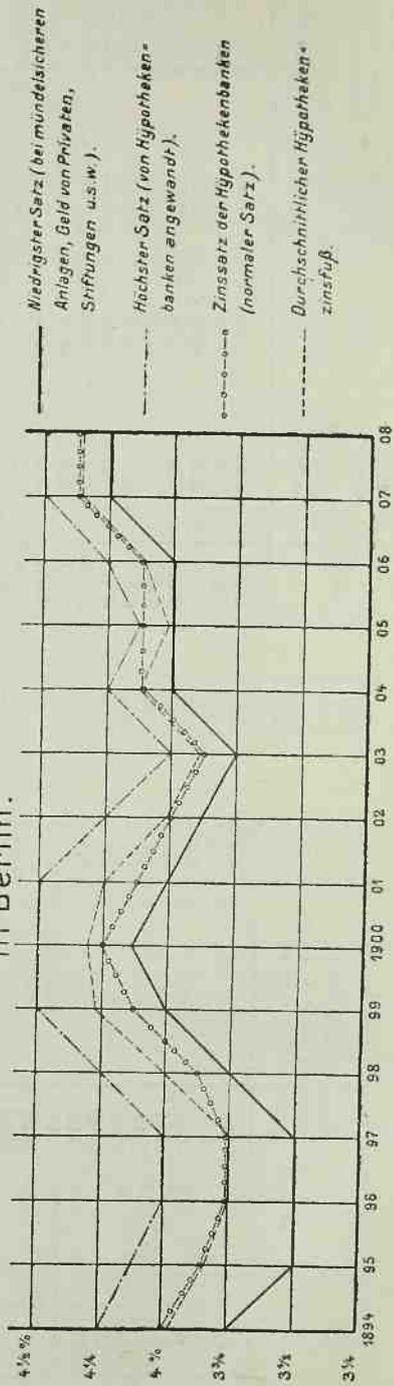


Tabelle 51.

Zinssätze für I. Hypotheken  
in Frankfurt a. M.<sup>1</sup>

Jahr	Niedrigster Satz (mündelsicher. Privatkapital) %	Bankgeld %
1895	3 1/2	3 7/8 - 4 1/8
1896	3 1/2	3 3/4 - 3 7/8
1897	3 1/2	3 3/4 - 3 7/8
1898	3 1/2	4 - 4 1/4
1899	3 7/8	4 1/8 - 4 1/2
1900	4 1/4	4 1/4
1901	3 7/8	4 1/4
1902	3 7/8	4 1/8 - 4 1/4
1903	3 7/8	4 1/8 - 4 1/4
1904	3 7/8	4 1/8 - 4 1/4
1905	3 7/8	4 1/4
1906	4 - 4 1/8	4 1/4 - 4 1/2
1907	4 1/4	4 1/2
1908	4 1/4	4 1/2

<sup>1</sup> Nach den Jahresberichten der Handelskammer zu Frankfurt a. M. zusammengestellt.

Tabelle 52.

Hessische  
Landeshypothekenbank A.-G.  
in Darmstadt (Gegr. 1903).  
(Unter Leitung und mit  
Zinsganteil des Staates.)<sup>1</sup>

Jahr	Effektiver Zinssatz, d. h. unter Berücksichtigung der Geldbeschaffungskosten für Darlehen an für Kommunal-Private usw.	3 70
1903	3,75	3 70
1904	3,818	3 765
1905	3,881	3 78
1906	Jan - Sep 3 90 Okt. - Dez 4 25	4 20
1907	4,83	4 27
1908	4 87	4 81

<sup>1</sup> Nach den Jahresberichten der Bank.

1309  
1308  
P 990

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

# Der Goldwahn

Die Bedeutung der Goldzentralisation  
für das Wirtschaftsleben

*„Die Heilung des Goldwahns erhöht das deutsche Volkseinkommen um jährlich drei Milliarden.“*

Von

Walter L. Hausmann

1911. 8<sup>o</sup>. 536 Seiten. Preis M. 8.—; geb. M. 9.50

„Dem Verfasser ist der Nachweis gelungen, daß Frankreich tatsächlich ärmer als Deutschland ist. Hierüber kann nach den von ihm meines Wissens erstmals zusammengestellten Zahlen nicht der mindeste Zweifel obwalten. Damit ist auch — wie er mit Recht schließt — bewiesen, daß wesentlich die andere Bankpolitik Frankreichs dortselbst einen niedrigeren Zinsfuß als in Deutschland bewirkt, da dem Reichtum des Landes diese Wirkung nicht zugeschrieben werden kann.“ Dr. Claassen.

„Der Verfasser weist in seiner Schrift meines Erachtens mit voller Berechtigung auf die Notwendigkeit einer weitgehenden Zentralisierung des deutschen Goldbestandes in der Reichsbank hin, die eine Vorbedingung einer günstigen Regulierung des Landeszinsfußes ist. Das Herumtragen des Goldes in Portemonnaies erinnert an die Gewohnheit unserer Altväter, das Silber in Strümpfen aufzubewahren oder die Röcke mit Guldenknöpfen zu schmücken.“ Richard Calwer.

Verlag von **PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT**, Berlin W. 56

---

**Die Bewertung städtischer Grundstücke in Preußen.**

Eine Studie über Taxmethoden. Von F. W. Hartmann  
Mitglied des Direktoriums der Handelsgesellschaft Industrieviertel Berlin-  
Tempelhof, G. m. b. H., vereideter Taxator des Kreises Teltow und  
gerichtlich vereideter Sachverständiger für Grundbesitz.

8°. 95 Seiten. Preis broschiert 2.40 M., gebunden 3.20 M.

Über die Taxen des städtischen Grundbesitzes ist schon viel geschrieben worden, weniger aber über Wesen und Form als über die Wirkung, welche ihre bisweilen festgestellte Unzuverlässigkeit hervorgerufen hat. In der vorliegenden Schrift tritt uns etwas Neues entgegen — eine zusammenfassende Darstellung des gesamten Taxwesens städtischer Grundstücke.

---

**Die Besteuerung der Gebäude und Baustellen  
insbesondere die Wertzuwachssteuer**

Von Dr. Karl Keller

Zweite vermehrte Auflage. 324 Seiten Gr.-8°. Preis M. 4.—  
gebunden M. 5.20.

---

**Zweite Hypotheken  
für Wohnhäuser.**

Von Dr. Fritz Pabst

1911. 8°. 35 Seiten. Preis M. 1.—

---

**Das deutsche, insbesondere das preußische Spar-  
kassenwesen u. d. Scherlsche Prämiensparsystem**

Ein Beitrag zur Reform des deutschen Sparwesens, besonders  
des preußischen Sparkassenwesens

Von Dr. Georg Barthelme

8°. 208 Seiten. Preis M. 4.—

---

**Familienfideikommisse**

von wirtschaftlichen, legislatorischen, geschichtlichen und  
politischen Gesichtspunkten

Von Dr. jur. et phil. Hermann Krause.

255 Seiten mit 2 Karten und 2 Seiten Erläuterungen. Gr. 8°.  
Preis 7.20 M., gebunden M. 8.80

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

---

Ein Unternehmen, das für gebildete Laien aller Berufe in gleichem Maße bestimmt ist, erscheint unter dem Titel:

## DAS RECHT

### SAMMLUNG VON ABHANDLUNGEN FÜR JURISTEN UND LAIEN

Herausgegeben von Dr. Franz Kobler

---

Jährlich etwa 10 Bände im Umfange von 6 Bogen 8<sup>o</sup>.  
Preis des Bandes 1.80 M.; Doppelbände 3.60 M.  
Bei Subskription auf 10 Bände je 1.50 M. bzw. 3.— M.

---

Jeder Band enthält eine selbständige, praktisch wie theoretisch wertvolle, auch dem Nichtjuristen verständliche Abhandlung von allgemeinem Interesse aus dem Gebiet des Rechtslebens.

Reichsdeutsches und österreichisches Recht werden im allgemeinen gleichmäßig und vergleichend behandelt, fremdländische Gesetzgebungen nach Tunlichkeit berücksichtigt.

Die Sammlung dient nicht nur der Darstellung, Erläuterung und Kritik der gegenwärtigen Rechtsordnung, sondern behandelt auch Probleme der Rechtsphilosophie, Rechtsgeschichte und der juristischen Grenzgebiete.

Bis jetzt sind erschienen:

- I: **Die Rechtsfähigkeit.** Von Prof. Dr. Eugen Ehrlich.
  - II/III: **Die Beleidigung.** Von Prof. Dr. M. Liepmann.
  - IV: **Der Richter.** Von Dr. Max Burckhard.
  - V/VI: **Das Recht des Handlungsgehilfen.** Von Dr. R. van der Borgh.
  - VII: **Kunst und Recht.** Von Prof. Dr. A. Osterrieth.
  - VIII: **Die Tötungsdelikte.** Von Prof. Dr. Fr. Wachenfeld.
  - IX/X: **Psychologie d. Aussage.** Von Prof. Dr. Ad. Stöhr.
  - XI: **Das Verbrechen.** Von Dr. Theodor Sternberg.
  - XII: **Die G. m. b. H.** Von Prof. Dr. H. Crüger.
- 

Diese Sammlung ist in jeder Buchhandlung vorrätig.  
Ausführliche Prospekte auch von der Verlagsbuchhandlung auf Verlangen gratis und franko.

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

## Das Deutsche Reich in gesundheitlicher und demographischer Beziehung

Herausgegeben vom Kaiserlichen Gesundheitsamte und vom Kaiserlichen  
Statistischen Amte

Ein stattlicher Quartband (VII, 331 Seiten) mit 30 meist farbigen Tafeln  
und mehreren Kartogrammen Deutschlands

### Wohlfeile Ausgabe

Preis M. 3.—, gebunden M. 4.20

Aus dem reichen Inhalte dieser Schrift heben wir besonders hervor:

- I. Stand der Bevölkerung: 1. Größe der Bevölkerung im Reich und in den Bundesstaaten. 2. Wachstum der Bevölkerung auf dem heutigen Reichsgebiete. 3. Bevölkerung in Stadt und Land. 4. Geschlecht, Alter und Familienstand.
- II. Bewegung der Bevölkerung: 1. Eheschließungen, Geburten, Todesfälle, Wanderungen. 2. Todesfälle nach dem Alter, insbesondere unter den Säuglingen. 3. Todesursachen. 4. Erkrankungen. 5. Blinde und Taubstumme. 6. Bekämpfung einzelner Krankheiten. a) Übertragbare Krankheiten. Reichs-Seuchengesetz, Pest, Cholera, Pocken, Typhus, Venerische, Milzbrand usw. b) Andere Krankheiten. Blinddarmentzündung, Alkoholismus.
- III. Wasserversorgung und Flußverunreinigung.
- IV. Verkehr mit Nahrungsmitteln, Genußmitteln und Gebrauchsgegenständen. Fleisch, Milch, Butter, Käse, Wein, Konservierungsmittel.
- V. Verkehr mit Heilmitteln und Giften. Geheimmittel, Mineralwasser, künstliche Süßstoffe.
- VI. Ärzte, Zahnärzte, Tierärzte und sonstiges Heil- und Krankenpflegepersonal. Kurpfuscher, Apotheker.
- VII. Heil- und Pfleganstalten. Blinden- und Taubstummenanstalten, Apotheken.
- VIII. Berufstätigkeit. Berufszählungen, Gewerbeordnung, Schutz der Arbeiter, Gewerbeaufsicht, Sonntagsruhe, Kinderschutzgesetz, Arbeiterwohnungen, Arbeiterversicherung, Seeleute.
- IX. Veterinärwesen. Viehstand, Bekämpfung, Stand und Gang der einzelnen Viehseuchen.

Ein weitverstreutes Material ist hier zum ersten Male der Allgemeinheit in übersichtlicher Form zugänglich gemacht worden. Das Werk zeigt, was das Deutsche Reich seit seiner Wiedererstehung auf dem Gebiete der Hygiene und der Demographie geschaffen hat und wie seine Verhältnisse auf diesen Gebieten sich gegenwärtig gestalten. Auch die einschlägigen gesetzlichen Bestimmungen sind in dem Werke enthalten. Von den zahlreichen lobenden Besprechungen der Presse nur folgende zur Probe: Die Münchener „Allgemeine Zeitung“ überschreibt ihren Artikel:

„Ein goldenes Buch des Deutschen Reichs“

und nennt es ferner „ein Buch, das fortan zu den Standardwerken des Volkswirtschaftlers gehören wird.“

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

---

## Die Börse

Eine Studie über die Entwicklung des Rechts und der Verfassung der deutschen, insbesondere der Berliner Börse und der hauptsächlichsten Börsen des Auslandes. Mit einem Anhang über den Begriff „Börse“ und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung.

Von Fritz A. Wiener, Doktor der Staatswissenschaften.

8<sup>o</sup>. 282 Seiten. Preis M. 5.—

---

## Depositenbanken als Grundlage des Scheck-Verkehrs

dargestellt unter Benützung deutscher, englischer und amerikanischer Quellen von Felix Ulrich, Bankier.

8<sup>o</sup>. 56 Seiten. Preis M. 1.20

---

## Reichsbank und Geldverkehr

Von Hugo Heyman, Bankier.

8<sup>o</sup>. 58 Seiten. Preis M. 1.20

---

## Reichsbank und Geldumlauf

Von G. H. Kaemmerer

Zweite vermehrte Auflage. 8<sup>o</sup>. 96 Seiten. Preis M. 2.—

---

## Die Börsengeschäfte

in rechtlicher und volkswirtschaftlicher Beziehung

Von Eugen Hülsner

8<sup>o</sup>. 102 Seiten. Preis M. 2.—

---

## Der Kreislauf des Geldes und Mechanismus des Sozial-Lebens

Von J. J. O. Lahn

8<sup>o</sup>. 253 Seiten. Preis gebunden M. 6.—

---

## Die Kapitals-Anlage

in ausländischen Wertpapieren

vom Standpunkt des Volkswirts und Kapitalisten

Von Dr. Hermann Zickert

1911. 8<sup>o</sup>. 92 Seiten. Preis M. 1.80

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

---

## Materialien

zur Erläuterung und Beurteilung der wirtschaftlichen  
Edelmetallverhältnisse und der Währungsfrage

Herausgegeben von Ad. Soetbeer.  
2. vervollständigte Auflage. Preis 6.— M.

---

## Die Restitution des Silbers

eine Naturnotwendigkeit für die gesamte Kulturwelt

Von Henry Cernuschi.

Aus dem Französischen und mit Einleitung versehen v. Otto Arendt.  
Preis 1.60 M.

---

## Die Konkurrenz der Silberländer

sowie der Länder mit Papierwährung und der Bimetallismus

Von Dr. Otto Heyn.

Preis 1.20 M.

---

## Staats-Kredit

Von Carl Heintze.

8<sup>o</sup>, 136 Seiten. Preis 3.— M.

---

## Der Scheckgesetzentwurf

Von Dr. Ernst Loeb.

8<sup>o</sup>, 29 Seiten. Preis —.60 M.

---

## Praktische Winke für Börsenaufträge

Von Handelsredakteur Dr. Oskar Wolff

8<sup>o</sup>, 94 Seiten.

Preis M. 1.—

---

## Die Reichserbschaftssteuer

Ein Beitrag zur Lösung der Frage der Reichsfinanzreform

Von Hermann Schöler

8<sup>o</sup>, 141 Seiten. Preis 2.— M.

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

---

## Über die wirkliche Entstehung der Kapitalien

Vorarbeiten zur Entkräftung sozialistischer Theoreme  
Von Dr. jur. Oscar Jurnitschek. 1897. Preis 3.— M.

---

## Zur Börsenreform

I. Termingeschäft und Börsenreform  
II. Produkten-Termingeschäft und seine Reform  
III. Der Fragebogen der Enquete-Kommission  
Von A. Eschenbach, Rechtsanwalt. 1892. Preis 1.60 M.

---

## Kritik des Bimetallismus

Von Dr. Otto Heyn. 1897. Preis 3.— M.

---

Anti-Bamberger

## Kritik der „Stichworte der Silberleute“

Von Carl Hecht. 1894. Preis 2 — M.

---

## Papierwährung mit Goldreserve für den Aus- landsverkehr

Ein Mittel zur Lösung der Währungsfrage  
Von Dr. Otto Heyn. 1894. Preis 2.— M.

---

## Der indische Silberzoll und die Hebung des Rupienkurses

in ihrer Bedeutung für Europa  
Von Dr. Otto Heyn. 1894. Preis 1.— M.

---

## Die Erfolglosigkeit einer Hebung des Silber- preises

als Mittel zur Heilung der Schäden des deutschen Erwerbslebens  
Von Dr. Otto Heyn. 1895. Preis 3.— M.

---

## Graphische Darstellungen in Bezug auf die Silberfrage

Von Ad. Soetbeer. Mit 8 Tafeln. 1.40 M.

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

---

## Handbuch des Deutschen Kartellrechts

Von Dr. Ludwig Silberberg

Herausgeber des Kartell-Jahrbuchs

327 Seiten Gr. 8°. Geheftet 8.- M. In Glanzleinen geb. M. 10.-

Das ‚Handbuch‘ ist das erste und einzige Nachschlagewerk für alle Kartellrechtsfragen, dessen praktischer Wert sich noch durch seine ganze Anlage, die Beigabe von Vortragsformeln, Abdruck der wichtigsten gesetzlichen Bestimmungen und durch ein ausführliches Sachregister erhöht.

---

## Wie lautet der Gesellschaftsvertrag einer Aktiengesellschaft?

Eine Einführung in die Unternehmungsform der Aktiengesellschaft, dargestellt für Juristen und Laien an der Hand eines ausgearbeiteten Gesellschaftsvertrages

Von Dr. G. Senftner

8°. 32 Seiten. Preis M. 1.20

---

## Die Gründung der Aktiengesellschaft

nach deutschem, schweizerischem, französischem und englischem Aktienrecht

Von Dr. Alfred Silbernagel, Zivilgerichtspräsident in Basel

8°. 513 Seiten. Preis geh. M. 10.—, in Leinen geb. M. 12.—

---

## Der Gläubigerschutz im Aktienrechte

Eine systematische Darstellung auf der Grundlage des deutschen und mit teilweiser Berücksichtigung des schweizerischen, österreichischen, englischen und anderer Aktienrechte

Von Rechtsanwalt Dr. jur. Albert Hautle

8°. 280 Seiten. Preis geheftet M. 5.—, gebunden M. 6.50

---

## Die Herabsetzung des Grundkapitals bei Aktiengesellschaften

Von Dr. A. Neuburger

1911. 8°. XII, 312 Seiten. Preis M. 6.—, geb. M. 7.20

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

---

Neuerscheinungen

Einfluß der deutschen  
Bankenkonzentration  
auf  
Krisenerscheinungen

von

Dr. rer. pol. St. Wiewiórowski

8<sup>o</sup>. 134 Seiten und 3 Tabellen

Preis M. 2.80, in Leinen gebunden M. 3.60

Das hervorstechendste Merkmal der Entwicklung im modernen deutschen Bankwesen ist die Konzentrationsbewegung. Dies ist ein Urteil, zu welchem man sehr bald bei Beschäftigung mit neuerem deutschen Bankwesen kommt.

Die vorliegende Arbeit beleuchtet nun die vielgestaltigen Beziehungen zwischen Banken und Krisen und trägt zur Klärung einiger mit der modernen deutschen Bankentwicklung, insbesondere mit der Konzentrationsbewegung zusammenhängenden Probleme bei.

---

Die Diskontierung  
von Buchforderungen

in banktechnischer, volkswirtschaftlicher und rechtlicher Beziehung  
erschöpfend dargestellt

Ein Handbuch für Theorie und Praxis

Von Dr. iur. Georg Hartrodt

8<sup>o</sup>. 138 Seiten. Preis M. 2.80.

Das Thema gehört zu den zur Zeit am meisten erörterten Fragen der Volkswirtschaft und des Bankwesens. In dem vorliegenden Werk wird nun der Gegenstand vom banktechnischen, volkswirtschaftlichen und rechtlichen Gesichtspunkt aus behandelt und bietet eine erschöpfende Behandlung der Frage. Bei dieser ist u. a. der kaufmännische und gewerbliche Mittelstand erheblich interessiert. Der Autor kommt in seinen Ausführungen zu dem Ergebnis, daß die Diskontierung von Buchforderungen eine legitime Art der Kreditbefriedigung ist und eine Lücke in unserem Kreditsystem ausfüllt, indem sie dem gewerblichen und kaufmännischen Mittelstande den ihm gebührenden Kredit zu teil werden läßt.

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

---

## Die Börse

Eine Studie über die Entwicklung des Rechts und der Verfassung der deutschen, insbesondere der Berliner Börse und der hauptsächlichsten Börsen des Auslandes. Mit einem Anhang über den Begriff „Börse“ und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung.

Von Fritz A. Wiener, Doktor der Staatswissenschaften.

8<sup>o</sup>. 282 Seiten. Preis M. 5.—

---

## Depositenbanken als Grundlage des Scheck-Verkehrs

dargestellt unter Benutzung deutscher, englischer und amerikanischer Quellen von Felix Ulrich, Bankier.

8<sup>o</sup>. 56 Seiten. Preis M. 1.20

---

## Reichsbank und Geldverkehr

Von Hugo Heyman, Bankier.

8<sup>o</sup>. 58 Seiten. Preis M. 1.20

---

## Reichsbank und Geldumlauf

Von G. H. Kaemmerer

Zweite vermehrte Auflage. 8<sup>o</sup>. 96 Seiten. Preis M. 2.—

---

## Die Börsengeschäfte

in rechtlicher und volkswirtschaftlicher Beziehung

Von Eugen Hülsner

8<sup>o</sup>. 102 Seiten. Preis M. 2.—

---

## Der Kreislauf des Geldes und Mechanismus des Sozial-Lebens

Von J. J. O. Lahn

8<sup>o</sup>. 253 Seiten. Preis gebunden M. 6.—

---

## Die Kapitals-Anlage in ausländischen Wertpapieren

vom Standpunkt des Volkswirts und Kapitalisten

Von Dr. Hermann Zickert

1911. 8<sup>o</sup>. 92 Seiten. Preis M. 1.80

Verlag von PUTTKAMMER & MÜHLBRECHT, Berlin W. 56

# Der Goldwahn

Die Bedeutung der Goldzentralisation  
für das Wirtschaftsleben

*„Die Heilung des Goldwahns er-  
höht das deutsche Volkseinkommen  
um jährlich drei Milliarden.“*

Von

Walter L. Hausmann

1911. 8°. 536 Seiten. Preis M. 8.—; geb. M. 9.50

„Dem Verfasser ist der Nachweis gelungen, daß Frankreich tatsächlich ärmer als Deutschland ist. Hierüber kann nach den von ihm meines Wissens erstmals zusammengestellten Zahlen nicht der mindeste Zweifel obwalten. Damit ist auch — wie er mit Recht schließt — bewiesen, daß wesentlich die andere Bankpolitik Frankreichs dortselbst einen niedrigeren Zinsfuß als in Deutschland bewirkt, da dem Reichtum des Landes diese Wirkung nicht zugeschrieben werden kann.“ Dr. Claassen.

„Der Verfasser weist in seiner Schrift meines Erachtens mit voller Berechtigung auf die Notwendigkeit einer weitgehenden Zentralisierung des deutschen Goldbestandes in der Reichsbank hin, die eine Vorbedingung einer günstigen Regulierung des Landeszinsfußes ist. Das Herumtragen des Goldes in Portemonnaies erinnert an die Gewohnheit unserer Altväter, das Silber in Strümpfen aufzubewahren oder die Röcke mit Guldenknöpfen zu schmücken.“ Richard Calwer.