

# Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895 bis 1908

Von  
Hermann Albert



Duncker & Humblot *reprints*

Die geschichtliche  
Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland  
von 1895 bis 1908.



Die  
geschichtliche Entwicklung  
des Zinsfußes in Deutschland  
von 1895 bis 1908.

Von

Dr. Hermann Albert.



Leipzig,  
Verlag von Duncker & Humblot.  
1910.

**Alle Rechte vorbehalten.**

**Meinem lieben Patenonkel**

**Herrn Geheimen Regierungsrat**

**Hermann Ledderhose**

**in Straßburg**

**gewidmet.**



## Literaturverzeichnis.

---

- R. Calwer, Handel und Wandel 1901 und 1902. — Das Wirtschaftsjahr 1903—1907. — Kartelle, Trusts. Berlin.
- J. Conrad, Volkswirtschaftliche Chronik 1897—1908. — Handwörterbuch der Staatswissenschaften Artikel Handelsstatistik.
- K. Helfferich, Der Geldmarkt, 1895—1902 (Schriften des Vereins für Sozialpolitik Bd. VI).
- Fr. Fasold, Die sieben größten deutschen Elektrizitätsgesellschaften, ihre Entwicklung und Unternehmertätigkeit. Leizig 1904.
- Paul Homburger, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903. (1905.)
- Julius Kahn, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815. (1884.)
- Neumann, Kurstabellen der Berliner Fondsbörse 1894—1908.
- Saling, Börsenpapiere 1909—1910.
- Sartorius, Frhr. v. Waltershausen, Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Ausland. Berlin 1907.
- Schmoller, Grundriß der allgemeinen Volkswirtschaftslehre. Bd. I. 4.—6. Aufl.
- Julius Steinberg, Zur Entwicklungsgeschichte der deutschen Großbanken mit besonderer Rücksicht auf die Konzentrationsbestrebungen. Jena 1905. — Die Konzentration im Bankgewerbe. Berlin 1906.
- E. Voye, Über die Höhe der verschiedenen Zinsarten. Jena 1902.
- N. E. Weill, Die Solidarität der Geldmärkte. Frankfurt 1903.
- Bankenquete 1908.
- Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie 1903—1908.
- Das Grundeigentum (Zeitschrift) Berlin 1898—1907.
- Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfes eines Gesetzes betreffs Änderungen im Finanzwesen. Berlin 1908.
- Deutscher Ökonomist 1895—1908.
- Deutscher Börsenkalender (Beilage der Frankfurter Zeitung) 1894—1908.
- Die Reichsbank, 1876—1900.
- Geschäftsberichte der Preußischen Zentral-Bodenkredit-Aktiengesellschaft 1904—1908.
- Jahresberichte des Vereins Berliner Grundstücks- und Hypothekenmakler. Berlin 1897—1908.
- Schriftliche Mitteilungen der Direktoren  
der Deutschen Grundkreditbank, Gotha;  
der Hypothekenbank in Hamburg;  
der Bayrischen Hypotheken- und Wechselbank, München.
- Verwaltungsberichte der Reichsbank 1894—1908.
-

# Inhaltsübersicht.

	Seite
<b>Erster Teil:</b>	
<b>Die theoretische Entwicklung des Zinsfußes . . . . .</b>	<b>1</b>
I. Die Leih- und der Zinsfuß . . . . .	2
II. Das Kapital und der Zinsfuß . . . . .	3
a) Formale Wanderung des Kapitals (Leihkapital und Produktionskapital) . . . . .	4
b) Lokale Wanderung des Kapitals (inländische und ausländische Zinsfüße) . . . . .	6
III. Das Geld und der Zinsfuß . . . . .	9
a) Begriff und Arten des Geldes . . . . .	9
b) Die Tauschkraft des Geldes . . . . .	10
c) Die Elastizität des Geldumlaufs . . . . .	13
<b>Zweiter Teil:</b>	
<b>Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes . . . . .</b>	<b>17</b>
Vorgeschichte:	
Die Entwicklung des Zinsfußes von 1815 bis 1895 . . . . .	17
Hauptgeschichte:	
Die Entwicklung des Zinsfußes während der Periode 1895–1908	20
Erster Abschnitt: Die Statistik des Zinsfußes . . . . .	20
A. Der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit . . . . .	20
I. Der Marktdiskontsatz . . . . .	20
II. Der Reichsbankdiskontsatz . . . . .	24
B. Der Zinsfuß für langfristigen Kredit . . . . .	28
I. Der Wertpapierzinsfuß . . . . .	28
II. Der Hypothekenzinsfuß . . . . .	42
Zweiter Abschnitt: Die Ursachen dieser Entwicklung .	53
Erstes Kapitel: Der inländische Kapitalmarkt . . . . .	53
A. Die Gewinnquotengestaltung . . . . .	53
I. Allgemeine Tendenzen . . . . .	53
Großbetrieb . . . . .	56
Kartellierung . . . . .	56
Erfindungen . . . . .	60

	Seite
II. Spezielle Erscheinungen . . . . .	62
a) Die Produktionsumsätze . . . . .	62
Produktion im Bergwerk und Hüttenbetrieb . . . . .	62
Verbrauch von Kohle und Eisen . . . . .	65
Umsätze des Außenhandels . . . . .	66
Güterverkehr auf den Eisenbahnen . . . . .	68
Wechselumlauf . . . . .	69
Arbeitsmarkt . . . . .	70
b) Der Aktienmarkt . . . . .	78
“ $\alpha$ ) Allgemeine Tendenzen . . . . .	78
“ $\beta$ ) Spezielle Erscheinungen . . . . .	85
“ $\alpha_1$ ) Aktienkurs und Diskontsatz . . . . .	87
“ $\beta_1$ ) Aktienkurs und Wertpapierzinsfuß . . . . .	98
d) Der Emissions- und Gründungsmarkt . . . . .	101
B. Die Staats- und Kommunalanleihen . . . . .	106
<b>Zweites Kapitel: Die ausländischen Kapitalmärkte . . . . .</b>	<b>110</b>
A. Die ausländischen langfristigen Leihmärkte . . . . .	110
Die ausländischen Emissionen in Deutschland . . . . .	111
Die Gestaltung der wichtigsten internationalen Wertpapierzinsfüße . . . . .	115
Die Beziehungen zwischen dem deutschen und dem englischen Fondsmarkt . . . . .	119
B. Die ausländischen kurzfristigen Leihmärkte . . . . .	128
I. Die Gestaltung der internationalen Diskontsätze . .	128
II. Die theoretischen Beziehungen zwischen Diskontsatz und Wechselkurs . . . . .	131
III. Die tatsächlichen Beziehungen zwischen Diskontsatz und Wechselkurs . . . . .	137
a) Der deutsch-englische Diskontsatz und Wechselkurs . . . . .	142
b) Der deutsch-französische Diskontsatz und Wechselkurs . . . . .	149
c) Der deutsch-österreichische Diskontsatz und Wechselkurs . . . . .	155
d) Der deutsch-amerikanische Diskontsatz und Wechselkurs . . . . .	162
e) Der deutsch-russische Diskontsatz und Wechselkurs . . . . .	169
IV. Der gesamte tatsächliche Einfluß der ausländischen Diskontsätze auf den deutschen . . . . .	174
	*

— X —

	Seite
<b>Drittes Kapitel: Die Elastizität des Geldumlaufs. . . . .</b>	178
A. Giro- und Checkverkehr . . . . .	178
B. Verfassung und Verwaltungspolitik der Notenbanken .	181
I. Das Deckungsverhältnis der Verbindlichkeiten der Reichsbank . . . . .	181
a) Die Verbindlichkeiten der Reichsbank . . . . .	183
b) Die Deckungsmittel der Reichsbank . . . . .	188
c) Das Deckungsverhältnis . . . . .	191
II. Das Deckungsverhältnis und der Reichsbankdiskontsatz .	193
a) Die Spannung zwischen Bank- und Marktdiskontsatz . . . . .	196
b) Die Kreditanlagen der Reichsbank . . . . .	197
III. Die Diskontopolitik der Reichsbank und der Marktdiskontsatz . . . . .	201
<b>Schluß: Rückblick und Ausblick auf die Zinsfußentwicklung .</b>	211
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	VII

## Vorwort.

Über das Thema der Zinfsübbewegung lagen drei Vorarbeiten vor: **Julius Kahn**, Die Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815 (1884); **E. Voye**, Über die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfußes in Preußen von 1807—1900 (1902), und **Paul Homburger**, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903 (1905).

**Julius Kahn** hat sich zur Aufgabe gestellt, die Entwicklung der in dem von ihm behandelten Zeiträume noch recht verschiedenen Höhe der Zinsfüße in den einzelnen Staaten und örtlichen Bezirken Deutschlands zur Darstellung zu bringen. **E. Voye** hat namentlich die gegenseitige Entwicklung der verschiedenen Zinsfußarten in einem einzelnen Wirtschaftsgebiete zunächst allgemein (deduktiv), dann praktisch (induktiv) bezüglich Preußens geschildert. **Paul Homburger** sucht auch die kleineren Schwankungen des Zinsfußes historisch zu verfolgen und deren Gründe induktiv klar zu legen.

Alle drei Autoren konnten in Anbetracht der größeren Zeitabschnitte, die sie behandelten, und bei dem bezüglich dieser Zeitabschnitte teilweise vorhandenen Mangel einer eingehenden Statistik auf die Verfolgung und den zahlenmäßigen Nachweis der verschiedenen für die Zinssübbewegung maßgebenden Gründe nicht genügend Rücksicht nehmen. Im Gegensatz dazu haben wir bei dem jungen und verhältnismäßig kurzen Zeitraum, den unsere zu behandelnde Periode umspannt, es uns vor allem zur Aufgabe machen zu müssen geglaubt, selbst den geringsten Schwankungen des Zinsfußes nachzugehen und den graduellen Einfluß der einzelnen Gründe für diese Bewegungen möglichst bis in alle Einzelheiten hinein zahlenmäßig klarzulegen.

Die Lösung dieser Aufgabe schien uns auf rein induktivem Wege nicht recht möglich. Wir mußten deshalb bei der Behandlung unseres Themas auch der deduktiven Methode, der Theorie, ein ziemlich weites Feld einräumen; ein weites Feld um so mehr, da eine eingehende systematische Darstellung über die Zinsfußbewegung bisher fehlt. So sehr uns auch eine chronologische Behandlung unseres geschichtlichen Stoffes wünschenswert schien, wir mußten von ihr abstehen, weil wir die hauptsächlichsten der zinsfußbeeinflussenden Momente als konstant wirkende erkannt haben und deren parallele Behandlung uns von unserem Ziele abgelenkt hätte.

So war uns die Behandlungsweise unserer Aufgabe vorgezeichnet. Wir haben zunächst deduktiv (theoretischer Teil) die allgemeinen Gründe der Zinsfußbewegung in verschiedenen Gruppen zu erfassen und den tatsächlichen Einfluß dieser Gruppen (historischer Teil) auf die Zinsfußgestaltung unserer Periode streng induktiv nachzuweisen versucht. An die Spitze unseres historischen Teiles haben wir als Einleitung zu der Behandlung unserer Periode eine kurze Übersicht über die Entwicklung des Zinsfußes der früheren Perioden (Vorgeschichte) von 1815—1895 gestellt; dieser wiederum mußten wir zum Verständnis der späteren pragmatischen Behandlung eine heuristische Schilderung über die Bewegungen der verschiedenen Zinstübe folgen lassen.

Da Thema war für das Doppelsemester 1908 bis 1908/09 von der rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät der Kaiser Wilhelms-Universität zu Straßburg als Preisaufgabe gestellt; meiner Behandlung desselben wurde am 1. Mai 1909 der volle erste Preis zuerkannt; sie ist nachträglich zu vorliegender Form erweitert worden.

Stets freundliches Entgegenkommen und liebenswürdige Unterstützung bei der Bearbeitung erwies mir Herr Professor Dr. Sartorius, Freiherr von Waltershausen; ihn bitte ich von dieser Stelle aus meinen herzlichsten Dank entgegennehmen zu wollen.

## Erster Teil.

# Die theoretische Entwicklung des Zinsfußes.

Zins im gewöhnlichen Sinne ist der Preis für Geldleihkapital. Da wir unter Kapital eine abstrakte Wertsumme verstehen, die dazu dient einen Gewinn zu bringen, und die an verschiedene konkrete Güterformen geknüpft sein kann, so ist Geldleihkapital diejenige Wertsumme, die in Form des Geldes verkörpert ist und ihre kapitalistische Zweckbestimmung, den Gewinnertrag, durch Verwendung im Leihgeschäft erfüllt<sup>1)</sup>. Das prozentual ausgedrückte Verhältnis zwischen Preis und Wert des Geldleihkapitals, auf die Zeitdauer eines Jahres bestimmt, ist der Zinsfuß.

Wie jeder Preis, so richtet sich auch der Zins und daher auch der Zinsfuß hinsichtlich seiner Höhe und Veränderung nach dem Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage von Geldleihkapital. Dieses zu bestimmen, die wichtigsten Ursachen seiner Größenveränderung im allgemeinen zu ergründen, wird also unsere nächste Aufgabe sein.

Der Begriff Geldleihkapital setzt sich zusammen aus drei Einzelbegriffen: *Leihe*, *Kapital* und *Geld*, von denen jeder zur Bestimmung des Angebot- und Nach-

---

<sup>1)</sup> Vgl. Sartorius Frhr. v. Waltershausen, Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Ausland. Berlin 1907, S. 10.

frageverhältnisses des Gesamtbegriffes von Wichtigkeit ist und daher zunächst einzeln und in seiner Beziehung zum Gesamtbegriff betrachtet werden muß.

## I. Die Leihe und der Zinsfuß.

Die Leihe oder das Leihgeschäft ist, wirtschaftlich betrachtet, die vertragsmäßige zeitweilige Überlassung der Nutzung einer bestimmten Gütermenge unter der Bedingung der Rückgabe der gleichen Gütermenge und der Leistung eines Entgeltes für die Überlassung der Nutzung zu bestimmtem Termine. Die im Verhältnis zu dem Werte der Gütermenge prozentuale Höhe dieses Entgeltes ist nun hinsichtlich der verschiedenen Arten des Leihgeschäftes Differenzierungen unterworfen, die in der Verschiedenheit der Leihobjekte, der Leihnehmer und der Leihzeit ihren Ursprung haben.

Bei unvertretbaren verbrauchlichen Gütern ergeben sich je nach der Möglichkeit der Abnutzung der Leihobjekte während der Leihzeit verschiedene individuelle Abstufungen in der Höhe des Entgeltsatzes, die aber für unseren Fall, wo das Leihobjekt regelmäßig in Geld, d. h. in vertretbaren Gütern besteht, in Wegfall kommen.

Die Verschiedenheit des Leihnehmers in Willen und Fähigkeit, die Bedingungen des Leihgeschäftes zu erfüllen, d. h. Leihobjekt und Entgelt am festgesetzten Termine zu leisten, bewirkt ebenfalls eine individuell sehr mannigfache Differenzierung des Entgeltsatzes. Bei unserer Betrachtung über die Zinsfußhöhe beschränken wir uns auf die Fälle größtmöglicher Sicherheit des Leihgeschäftes, bei denen also für den Leihgeber ein Risiko des Verlustes fast völlig fehlt. Wo trotzdem kleinere individuelle Differenzierungen in dieser Hinsicht bestehen, z. B. zwischen Markt- und Bankdiskontsatz, sind sie als konstant bestehend anzusehen. Daneben können jedoch auch ganz außerordentliche Zeiten allgemeiner Vertrauensstörungen (Krieg) mehr allgemeine und temporäre Schwankungen des Zinsfußes mit sich bringen.

Auch die Dauer des Leihverhältnisses ist für die Höhe des proportionalen Entgeltes von Wichtigkeit. Für das Geldkapitalleihgeschäft wird im allgemeinen eine längere Leihfrist für den Leihnehmer erwünschter sein, als eine kurze, während der Leihgeber, durch eine lange Vertragsfrist gebunden, auf die Möglichkeit eines vorteilhafteren Geschäftsabschlusses mit seinem Leihkapital verzichten muß. Daher wird im allgemeinen der Zinsfuß für langfristiges Leihverhältnis höher sein, als der für kurzfristiges. Da ferner das langfristige Leihverhältnis seinem Charakter entsprechend, nur für lange, das kurzfristige nur für vorübergehende Zeitabschnitte abgeschlossen wird, so muß natürlich eine Änderung des Angebot- und Nachfrageverhältnisses von Geldleihkapital schlechthin am ersten und intensivsten bei dem Zinsfuße für kurzfristigen Kredit sich geltend machen und daher diesen primär und graduell am stärksten beeinflussen; daher wird der letztere stets den größten Schwankungen ausgesetzt sein, während der für langfristigen Kredit sich mehr stabil erhalten wird.

Aus der Natur der Leihgeschäfte ergibt sich also, daß die Zinssätze je nach der Sicherheitsklasse der Leihgeschäfte in Höhe, und je nach der Größe der Leihfrist, in Höhe und Beweglichkeit Differenzierungen unterworfen sind, die jedoch nur für die Charakteristik der individuell verschiedenen Zinsfußarten von Wichtigkeit sind, ohne Höhe und Wechsel des Zinsfußes schlechthin zu berühren.

## II. Das Kapital und der Zinsfuß.

Da das Kapital eine abstrakte Wertsumme darstellt, deren einziger Endzweck die Erzielung eines Gewinnes ist, die sich aber zur Erreichung dieses Zweckes in die verschiedensten Güterformen investieren läßt und also nicht an einen bestimmten Ort oder örtlichen Bezirk gebunden ist, so folgt, daß das Kapital stets die Güterform oder den örtlichen Bezirk zur Ausübung seiner Funktion sich auswählt,

in der oder in dem es seinen Endzweck am vollkommensten erreicht, in der oder in dem es also die höchsten Gewinne erzielen kann.

### **a. Formale Wanderung des Kapitals.**

Geldleihkapital, d. h. Kapital in Form des Geldes, das Verwendung im Leihgeschäft finden soll, steht in direktem, mit diesem Begriffe den Kapitalbegriff erschöpfendem Gegensatze zum Produktionskapital, das den Gewinnertrag in direkter Produktion sucht. Daher wird innerhalb einer Volkswirtschaft das Kapital je nach der Verschiedenheit der Gewinne, die es in diesen beiden Formen als Leihkapital oder Produktionskapital erzielen kann, und je nach der Geschmeidigkeit im Wechsel der Anlage bald vom Leihmarkt dem Produktionsmarkt, bald vom Produktionsmarkt dem Leihmarkt zufließen.

Je geringer nämlich bei gleichbleibendem oder fallendem Produktionsgewinne und bei steigendem oder gleichbleibendem Zinsfuße die Differenz zwischen Gewinnquote und Zinsfuß wird, desto mehr wendet sich das Kapitalangebot vom Produktionsmarkte ab, dem Leihmarkte zu und umgekehrt.

Die Nachfrage nach Geldleihkapital, soweit sie kapitalistischen Motiven entspringt, kann entweder wiederum auf Leihfähigkeit oder auf Produktionstätigkeit gerichtet sein. Im letzteren Falle ist ebenfalls das Verhältnis des Zinsfußes zur Gewinnquote für den Umfang und die Richtung der Kapitalnachfrage derart maßgebend, daß die Nachfrage nach Geldleihkapital zuungunsten der Nachfrage nach Produktionskapital zunimmt, je größer bei gleichbleibendem oder steigendem Produktionsgewinne und bei fallendem oder gleichbleibendem Zinsfuße die Differenz zwischen Gewinnquote und Zinsfuß wird, und umgekehrt. Soweit aber die Nachfrage nach Geldleihkapital nicht auf Produktionstätigkeit, sondern wiederum auf Leihfähigkeit gerichtet ist, wird sie durch das Angebot, das notwendig aus dieser aktiven Leihfähigkeit folgen muß, neutralisiert. Die Wirkung dieser

Nachfrage kann sich also nur auf einen Ausgleich interlokaler oder intergenereller Zinsfüße, nicht aber auf die Gestaltung der durchschnittlichen Zinsfußhöhe einer Volkswirtschaft erstrecken. Die Fälle, in denen die Nachfrage nach Geldleihkapital nicht-kapitalistischen, also konsumtiven Motiven entspringt, sind unter Privaten äußerst selten; wichtig dagegen sind sie für Staaten und staatliche Korporationen, da an sie oft plötzliche, die äußere Politik oder das öffentliche Wohl im Inneren betreffende Ausgaben herantreten, deren Kostenaufwand der Eigentümlichkeit des Staatshaushaltes zufolge, erst allmählich aus oft neu festzusetzenden Einkünften gedeckt werden soll.

Daraus folgt, daß das Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf dem Geldkapitalleihmarkte sich in der Hauptsache in umgekehrter Richtung bewegt, wie das Angebot- und Nachfrageverhältnis auf dem Produktionsmarkte, und daß für diese Bewegung die Differenzgestaltung zwischen Gewinnquote und Zinsfuß maßgebend ist. Mit zugunsten der Gewinnquote zunehmender Differenz sinkt auf dem Leihmarkte das Kapitalangebot und wächst die Nachfrage, d. h. der Zinsfuß steigt; auf dem Produktionsmarkte dagegen steigt zu gleicher Zeit das Kapitalangebot und sinkt die Nachfrage, d. h. die Gewinnquote fällt. Mit abnehmender Differenz wächst auf dem Leihmarkte das Kapitalangebot und sinkt die Nachfrage, d. h. der Zinsfuß fällt; auf dem Produktionsmarkte aber sinkt zu gleicher Zeit das Kapitalangebot und wächst die Nachfrage, d. h. die Gewinnquote steigt.

Diese Wechselbeziehung zwischen den beiden Kapitalanlageformen verlangt also, daß der Zinsfuß in einem gewissen Abstand der Bewegung der Gewinnquote folgt; die Abhängigkeit wiederum wird umso enger sein, der Zinsfuß also um so regelmäßiger und unmittelbarer der Bewegung der Gewinnquote folgen, je geschmeidiger objektiv und subjektiv der Übergang vom Leihgeschäft zur Produktion ist und umgekehrt. Objektiv wird diese Geschmeidigkeit in der Ausbildung der modernen objektivierten Geschäftsformen (Aktiengesellschaften) begünstigt; subjektiv stellt sie

sich dar in dem Verhältnis der beiden sozialen Klassen: Kapitalverleiher und Unternehmer. Je zahlreicher und selbstzufriedener in ihrem sicheren Rentenbezug die Kapitalistenklasse im Verhältnis zu der Unternehmerklasse ist, desto mehr wird sich der Zinsfuß von der Gewinnquote entfernen und stabil bleiben, und umgekehrt<sup>1)</sup>.

Aus der Natur des Kapitals, aus der Tendenz der Kapitalströmung nach bester Anlagemöglichkeit innerhalb einer Volkswirtschaft, ergibt sich also, daß für die Höhe des Zinsfußes die Gestaltung der Gewinnquote maßgebend ist. In den verschiedenen Volkswirtschaften wird der Zinsfuß jedoch verschieden enge Fühlung mit dem Geschäftsgewinne haben; hier wird er sich schmiegsam und beweglich zu ihm empordrängen, dort wird er schwerfällig und widerwillig von ihm sich fernhalten, je nach dem sozialen Verhältnis zwischen Rentner- und Industriellen-Klasse. Öffentliche einheimische Anleihen, die je nach den öffentlichen Bedürfnissen unregelmäßig in Zeit und Beträgen die Nachfrage nach Geldleihkapital vermehren, werden primär den Zinsfuß, sekundär jedoch oft auch die Gewinnquote affizieren, da ihre Verwendung meist eine Belebung der inländischen Produktion bedeutet.

### b. Lokale Wanderung des Kapitals.

Ebenso wie das Kapital an keine bestimmte Güterform gebunden ist und daher zur Erfüllung seiner Zweckbestimmung sich stets die vorteilhafteste Anlageform aus-

<sup>1)</sup> Die gleiche Erscheinung kann man auch in anderer Weise zur Darstellung bringen. Der allgemeine Geschäftsgewinn muß immer um den Unternehmergegewinn höher sein, als der Zinsfuß. Wie groß der Unternehmergegewinn ist, das entscheidet die Konkurrenz unter den Unternehmern. Sind sie zahlreich und wird ihre Zahl, wenn sich erhöhte neue Gewinnaussichten bieten, durch unternehmungslustige Kapitalisten (Geldkapitalleihgeber) vermehrt, so ist der Unternehmergegewinn und damit die Gewinn- und Zinsfußdifferenz nur sehr niedrig, aber konstant, und umgekehrt. (Vgl. Sartorius, Frhr. v. Waltershausen, a. a. O. S. 29.)

wählen kann, ebenso ist auch das Kapital an keinen bestimmten örtlichen Punkt gebunden und wird daher stets dem örtlichen Bezirk zufließen, in dem der Gewinn am reichlichsten winkt. Bei der fast unzertrennbaren Einheit wirtschaftlicher Entwicklung einer Volkswirtschaft sind die verschiedenen Kapitalerträge, Gewinnquote sowohl wie Zinsfuß, einer interlokalen Differenzierung fast kaum, wohl aber oft ziemlich weitgehenden internationalen Differenzierungen unterworfen, deren Ausnutzung das Kapital durch räumliche Hin- und Herwanderung anstrebt.

Für die Entwicklung des Zinsfußes einer Volkswirtschaft ist nun aber der Zinsfuß ausländischer Leihmärkte von weit größerer Wichtigkeit als die Gewinnquote ausländischer Produktionsmärkte, denn einmal bestehen für internationale Wanderung von Produktionskapital (namentlich für Warenkapital) und besonders für die Eigenproduktionstätigkeit im Auslande größere Hemmnisse infolge zahlreicher technischer und finanzieller, auf räumlicher, wirtschaftlicher und rechtlicher Divergenz beruhender Schwierigkeiten, und ferner muß sich diese auf internationalen Gewinnquotendifferenzen beruhende Kapitalverschiebung meist erst direkt in der gegenseitigen Gestaltung der Gewinnquotenhöhe geltend machen und kann dann nur indirekt die Zinsfußentwicklung berühren.

Für die internationale Wanderung von Geldleihkapital dagegen fallen diese Schwierigkeiten zum größten Teile fort. Diese Kapitalsform besteht immer in Geld, dessen räumliche Beweglichkeit eine weit freiere ist, als etwa die des Produktionskapitals, wenn es in Warenform auftritt. Da ferner die internationale Wanderung von Geldleihkapital meist nur an unbedingt sichere Leihgeschäfte anknüpft, so braucht die persönliche Tätigkeit des Leihgebers das Leihobjekt nicht immer über die Grenzen hinauszubegleiten.

Die Folge dieser großen Leichtzügigkeit des Geldleihkapitals ist eine weitgehende Solidarität der internationalen Geldmärkte. Im Lande mit niedrigem Zinsfuß

wird sich das Angebot von Geldleihkapital in das Land mit höherem Zinsfuße begeben, während die Nachfrage vom Lande mit höherem Zinsfuße sich abwenden wird, um in dem Lande mit niedrigem Zinsfuße aufzutreten, so daß der höhere Zinsfuß sinken, der niedrigere steigen muß.

Hemmend auf diese internationale Kapitalfluktuation und damit auf die gegenseitige Ausgleichungstendenz internationaler Zinsfüße wirken jedoch auch hier die tatsächlichen und möglichen Unkosten der internationalen Geldleihtransaktionen. Diese sind nicht allein zwischen den verschiedenen Zinsfußarten je nach der Möglichkeit des Anlagewechsels, sondern auch zwischen den verschiedenen Ländern je nach dem Risiko der Valutaschwankung verschieden. Da der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit seinem Charakter gemäß weit mehr des Wechsels in der Anlage fähig ist, als der für langfristigen Kredit, so wird der erstere im allgemeinen weit mehr einer internationalen Beeinflussung ausgesetzt sein, als der letztere. Das Risiko der Valutaschwankung zwischen den verschiedenen Ländern hängt ab von der beiderseitigen Geldverfassung (Einheit der Währungsmetalle, Stabilität der Währungsverhältnisse) und von der räumlichen Entfernung der Wirtschaftsgebiete. Dieses Risiko tritt in den Schwankungsmöglichkeiten der Wechselkurse in Erscheinung. Daher wird die gegenseitige Beeinflussung internationaler Zinsfüße um so nachhaltiger sein, je mehr stabil die Wechselkurse sind und umgekehrt.

Aus der Natur des Kapitals, aus der Tendenz der Kapitalströmung nach bester Anlagemöglichkeit innerhalb der Weltwirtschaft ergibt sich also, daß der Zinsfuß eines Landes hinsichtlich seiner Höhe von dem Stande der ausländischen Zinsfüße abhängig ist, daß aber diese Abhängigkeit zwischen den Zinsfüßen der verschiedenen Länder je nach den Schwankungsmöglichkeiten der Wechselkurse verschieden ist.

### III. Das Geld und der Zinsfuß.

#### a. Begriff und Arten des Geldes.

Unter dem Begriffe Geld in unserem Sammelbegriffe Geldleihkapital ist diejenige Güter- oder Wertform zu verstehen, deren sich das Kapital bedienen muß, um als Leihkapital auftreten zu können. Das Geld kommt deshalb auf den Leihmarkt, weil es durch Ausleihen einen Zins, einen Gewinn erzielen kann, der Nachfragende aber ist deshalb für die leihweise Überlassung zur Zinszahlung bereit, weil er das Geld zu seinem Vorteil zum Eintausch von unmittelbaren Konsumgütern oder von direkten Produktionsgütern verwenden kann. Wir müssen deshalb als Geld alle Güter und Werte bezeichnen, die allgemein zu Tauschzwecken Verwendung finden.

Unter diese aber sind zu rechnen nicht allein die allgemeinen reinen Tauschgüter, deren Tauschwert auf ihrem Eigenwerte beruht, wie bei Gold- oder Silberbarren, oder denjenigen Metallmünzen, deren Nominalwert dem Metallwerte entspricht, sondern auch alle gesetzlichen Tauschmittel, die innerhalb einer Volkswirtschaft ihre Tauschkraft aus dem gesetzlich ihnen verliehenen Annahmezwang unter den Staatspersonen herleiten und daher ohne jede Gutsqualität sein können (reine gesetzliche Tauschmittel), sind zu rechnen auch alle staatlichen Tauschmittel, die, soweit sie nicht gesetzliche Tauschmittel sind (reine staatliche Tauschmittel), ihre Tauschkraft auf die unbegrenzte direkte oder indirekte Einlösbarkeit beim Staate gegen gesetzliche Tauschmittel zurückführen, sind endlich aber auch zu rechnen alle Tauschmittel, die überhaupt zu Tauschzwecken Verwendung finden können, — wir nennen sie die wirtschaftlichen Tauschmittel schlechthin — umfassend also die reinen Tauschgüter, die reinen gesetzlichen und staatlichen Tauschmittel, aber auch die sogen. Geldsurrogate oder reinen wirtschaftlichen Tauschmittel

(Wechsel<sup>1</sup>), Schecks, Giroüberweisungen); da letztere streng juristisch Anweisungen auf gesetzliche, faktisch aber auch auf staatliche Tauschmittel darstellen, die ja in gesetzliche einlösbar sind, so können auch sie zu Tauschzwecken verwendet werden, erscheinen also ebenfalls als Geld auf dem Kapitalleihmarkt und fallen deshalb ebenfalls unter unseren Geldbegriff.

### **b. Die Tauschkraft des Geldes.**

Infolge dieses Prinzips der stufenartigen Einlösbarkeit der rein wirtschaftlichen Tauschmittel in staatliche (oder auch gesetzliche) und der rein staatlichen in gesetzliche baut sich also innerhalb einer Volkswirtschaft Tauschkraft und Tauschwert aller wirtschaftlichen Tauschmittel auf dem gesetzlichen Annahmezwang der gesetzlichen Tauschmittel bei Zahlungen unter den Staatspersonen auf. Zur Erhaltung des Tauschwertes ist also Tauschgut überhaupt nicht erforderlich. Dies gilt jedoch nur für den Zahlungsverkehr einer theoretisch in sich abgeschlossenen Volkswirtschaft!

Für den internationalen Zahlungsverkehr ist die Gesetzeskraft eines Staates wirkungslos. Im Auslande sind daher alle rein gesetzlichen Tauschmittel und daher alle anderen wirtschaftlichen Tauschmittel, deren Tauschkraft vermittelst des Prinzips stufenartiger Einlösbarkeit sich auf den gesetzlichen Tauschmitteln als letzter Instanz aufbaut, an und für sich wertlos. Im Auslande haben daher alle wirtschaftlichen Tauschmittel schlechthin, wenn sie selbst keinen Eigenwert besitzen, d. h. selbst nicht zugleich Tauschgut sind, nur soweit Tauschwert, als dort ein Bedürfnis an Zahlungsmitteln auf das betreffende Inland besteht. Ihr Wert, ihr Preis im Auslande (inländische Valuta gegenüber dem

<sup>1)</sup> Wechsel können nur im internationalen Zahlungsverkehr als wirtschaftliche Tausch- und Zahlungsmittel angesehen werden, in dem sie denn auch als solche eine bedeutende Rolle spielen; im inländischen Verkehr dagegen haben sie die Funktion eines umlaufenden Tauschmittels fast völlig eingebüßt.

Auslande oder ausländischer Wechselkurs) ist also unter den gegebenen Voraussetzungen ein im Angebot- und Nachfrageverhältnis von Zahlungsmitteln auf das Inland ohne jede Schranke schwankender. Diese schwankende Tauschkraft der Zahlungsmittel einer Volkswirtschaft gegenüber Zahlungsmitteln und auch Gütern des Auslandes muß natürlich indirekt auch die Tauschkraft der Zahlungsmittel gegenüber den Gütern der eigenen Volkswirtschaft stark affizieren und einen geordneten internationalen und auch nationalen Güter- und Werteverkehr unmöglich machen. Alle Kulturstaaten haben deshalb diese schwankende Valuta wenigstens bis zu einem gewissen Grade stabilisiert.

Die Stabilisierung der Valuta, des Wechselkurses, zwischen zwei Ländern A und B, d. h. des Werte- oder Austauschverhältnisses der Tauschmittel des Landes A gegenüber denen des Landes B, ist auf zwei Wegen, entweder direkt oder indirekt, möglich.

Letzteres ist der Fall, wenn die Tauschmittel sowohl des Landes A im Lande A als auch des Landes B im Lande B in je bestimmtem, festem Wertverhältnis zu einem bestimmten Tauschgute (Gold) stehen, wenn also die Tauschmittel hier wie dort stets in festem Verhältnis gegen Tauschgut eintauschbar und eintauschfähig sind.

Dadurch ist nicht allein der „Eigenwert“ des betreffenden Tauschgutes (Gold), d. h. das Austauschverhältnis zwischen Tauschgut und Tauschmittel in den einzelnen Ländern, sondern auch das Wertverhältnis (Austauschverhältnis) zwischen Tauschmitteln des Landes A und des Landes B, d. h. die Valuta der Länder, bis zu einem gewissen Grade stabilisiert; der Wechselkurs kann nur bis zu gewissen äußersten Punkten (Goldpunkten) nach oben und nach unten schwanken, nämlich nur soweit, bis es vom Standpunkte eines der Länder gegenüber dem andern lohnender wird, statt Tauschmittel Tauschgut (Gold), dessen Wert ja in beiden Ländern fest ist, dessen Versendung aber größere Kosten verursacht, zu versenden oder zu beziehen. (So

zwischen Goldwährungsländern; private oder automatische Valutaregulierung.)

Oder auch die Stabilisierung der Valuta ist auf direktem Wege möglich, wenn nämlich die Tauschmittel des Landes B oder des Landes A infolge staatlicher Intervention stets direkt im festen Verhältnis gegen Tauschmittel des Landes A bzw. des Landes B eintauschbar und eintauschfähig sind. Der Wechselkurs zwischen den beiden Ländern kann dann in dem Lande A nur bis zum staatlich fixierten Abgabe- oder Annahmeverhältnis der Tauschmittel des Landes B gegen diejenigen des Landes A steigen oder fallen. (Staatliche Regulierung der Valuta.)

Da nun die Erhaltung der Tauschkraft, des Tauschwertes, aller Tauschmittel eines Landes gegenüber Gütern des Inlandes nur bei Stabilisierung der Valuta gegenüber dem Auslande, diese Stabilisierung jedoch nur durchführbar ist (zwischen Ländern mit privater Valutaregulierung) bei steter Möglichkeit, im In- und Auslande die betreffenden inländischen Tauschmittel und das Tauschgut — oder (zwischen Ländern mit staatlicher Valutaregulierung) bei stetiger Möglichkeit, inländische und ausländische Tauschmittel — in festem Verhältnis gegenseitig einzulösen, so folgt, daß zur Erhaltung des Tauschwertes inländischer Tauschmittel die jederzeitige gegenseitige Einlösbarkeit von Tauschgut und inländischen Tauschmitteln — oder von ausländischen und inländischen Tauschmitteln — erforderlich ist. Diese Einlösbarkeit braucht nun keineswegs für sämtliche inländische Tauschmittel eine unmittelbare zu sein. Da auf den Tauschwert der gesetzlichen Tauschmittel sich der staatlichen und rein wirtschaftlichen aufbaut, so genügt es zur Erhaltung des Tauschwertes sämtlicher Tauschmittel, wenn wenigstens gesetzliche Tauschmittel in Tauschgut oder ausländische Tauschmittel unmittelbar einlösbar sind, während alle andern Tauschmittel ihre Tauschkraft auf stufenförmige unmittelbare Einlösbarkeit in Tauschgut oder ausländische Tausch-

mittel<sup>1)</sup> zurückführen können. Unser Prinzip der stufenartigen Einlösbarkeit der Tauschmittel muß daher als unterste Stufe Tauschgut oder ausländische Tauschmittel<sup>1)</sup> haben, so daß also die rein wirtschaftlichen Tauschmittel in staatliche oder gesetzliche oder Tauschgut, die rein staatlichen Tauschmittel in gesetzliche oder Tauschgut, die rein gesetzlichen Tauschmittel in Tauschgut einlösbar sein müssen.

### c. Die Elastizität des Geldumlaufs.

Auf dem gleichen Prinzip der stufenartigen Einlösbarkeit der Tauschmittel beruht nun auch das Prinzip der Elastizität des Geldumlaufs.

Die in einem Lande vorhandene Geldmenge ist keine feste Größe, sie wechselt je nach Bedarf; dem Bedarf aber kann sie sich nur bis zu einem gewissen Grade anpassen. Daraus folgt, daß das Kapital, welches auf dem Leihmarkte als Geldkapitalangebot auftreten soll, sich oft nicht ohne jede Schwierigkeit, ohne jede Reibung in Geldform investieren läßt, daß umgekehrt auch oft dem Bedarf gegenüber zuviel Kapital in Geldform investiert ist, daß also auch das Verhältnis von Anpassungsfähigkeit der Geldmenge zum Geldbedarf, d. h. die Elastizität des Geldumlaufs, auf das Verhältnis von Angebot und Nachfrage von Geldleihkapital, also auf den Zinsfuß eines Landes von Einfluß sein kann. Je elastischer daher der Geldumlauf eines Landes ist, desto stabiler und niedriger wird im allgemeinen der Zinsfuß sein.

Damit die Tauschkraft der Tauschmittel erhalten bleibe, muß die jederzeitige Einlösbarkeit der verschiedenen Gruppen einlösbarer durch bestimmte Fonds einlösbarer Tausch-

---

<sup>1)</sup> Da der besondere Fall der Valutaregulierung durch staatliche Intervention vermittelst ausländischer Tauschmittel (Devisen) für unsere Betrachtung ohne spezielle Bedeutung ist, so lassen wir ihn für das Weitere ohne besondere Erwähnung. Der Begriff Tauschgut soll also im folgenden auch die ausländischen Tauschmittel (Devisen) mitumfassen.

mittel garantiert sein, an deren Betrag die **Maximalemissionshöhe** der beliebig vermehrbbaren einlösbarer Tauschmittel, die Elastizität des Geldumlaufs, geknüpft ist. Die Möglichkeit der Emission ist daher einmal um so größer, je kleiner das **Mindestverhältnis** der Deckungsfonds zu den Emissionssummen ist, und ferner je absolut größer bei gleichbleibendem **Mindestverhältnis** die reale Höhe der als Deckung verwendbaren Tauschmittel im Verhältnis zu der realen Höhe der umlaufenden Emissionsmittel ist.

Die Emissionsmöglichkeit der rein wirtschaftlichen Tauschmittel ist an einen bestimmten Deckungsfonds gesetzlicher oder auch staatlicher Tauschmittel geknüpft. Sie wird vor allen Dingen von der Entwicklung des Giro- und Scheckverkehrs, also einmal von der Zahl der Giro- und Scheckkonten und ferner von dem Verhältnis der Höhe zu dem Umsatz der einzelnen Konten abhängig sein.

Die meisten Staaten haben die Emission gesetzlicher und staatlicher Tauschmittel den Notenbanken übertragen. Die Emissionsmöglichkeit ist einmal je nach der Verschiedenheit des meist gesetzlich festgesetzten minimalen Deckungsverhältnisses, also bezüglich verschiedener Volkswirtschaften mit verschiedener Geld- und Bankverfassung, und ferner auch bei gleichem **minimalem Deckungsverhältnis**, also bezüglich einer bestimmten Volkswirtschaft, mit dem Wechsel der absoluten Höhe der Deckungsfonds gegenüber der absoluten Höhe der Emissionsmittel, d. h. mit dem Wechsel des realen Deckungsverhältnisses, verschieden. Innerhalb einer Volkswirtschaft wird daher die Emissionsmöglichkeit zunehmen, je mehr sich das reale Deckungsverhältnis vom minimalen entfernt, und umgekehrt.

Die Wirkung der Elastizität der Notenemission und — sofern die Notenbanken auch das Giro- und Scheckgeschäft betreiben — teilweise die Wirkung der Elastizität des Geldumlaufs schlechthin auf die Höhe des Zinsfußes tritt nun in der einseitigen Festsetzung des Bankdiskontsatzes und in dessen Einfluß auf den Marktdiskontsatz deutlich in Erscheinung.

Eine umfassende Notenbankpolitik hat ihr Augenmerk vornehmlich auf die jederzeitige Liquidität, auf die genügende Deckung ihrer sämtlichen Verbindlichkeiten zu richten. Diese können einmal auf die passive Leihtätigkeit (das Girogeschäft), ferner auf die Einlösungspflicht der Noten und endlich auf die aktive Leihtätigkeit (Wechsel- und Lombardgeschäft) gerichtet sein. Die Zahlungsansprüche, die auf der passiven Leihtätigkeit beruhen, sind für die Bank unbedingt verbindlich; doch sucht sie sich gegen deren größere Schwankungen zu schützen, einmal indem sie diese Leihsummen (Giroguthaben) zinsfrei hält und ferner, indem sie die Leihgeber zur Einhaltung einer bestimmten Mindestleihsumme zwingt; eines anderen Schutzes entbehrt sie. Die Einlösungspflicht der Noten ist ebenfalls eine unbedingt verbindliche; da jedoch diese Zahlungsansprüche meist im Hinblick auf den Stand der Wechselkurse affiziert werden, so kann sich die Notenbank indirekt gegen sie schützen, indem sie durch Festsetzung ihres Bankdiskontsatzes auf den Marktdiskontsatz und damit auf den Stand der Wechselkurse einzuwirken versucht. Die Zahlungsansprüche aus der aktiven Leihtätigkeit sind rechtlich durchaus unverbindlich; sie können vermittelst des Bankdiskontsatzes beliebig reguliert werden.

Daraus ergibt sich, daß die Notenbank vor allem die Deckung ihrer verbindlichen Zahlungsansprüche, der Giroguthaben und der Noten, zu beachten hat, und daß sie den Umfang der Zahlungsansprüche aus dem Diskonto- und Lombardgeschäft und somit den Banksatz je nach dem Deckungsverhältnis der verbindlichen Zahlungsansprüche regulieren muß. Die Höhe des Bankdiskontsatzes hängt also direkt von der Notenbankpolitik, indirekt von der Höhe des realen Deckungsverhältnisses der fälligen Verbindlichkeiten, d. h. von dem Grade der Elastizität des Geldumlaufs ab.

Die Höhe des Bankdiskontsatzes muß wiederum auf die Höhe des Marktdiskontsatzes von Einfluß sein, da der mit wechselnder Differenz zwischen Bank- und Marktdiskontsatz wechselnde Umfang der Nachfrage nach Geldleihkapital be-

züglich des freien Marktes dessen Zinssatz nicht unberührt lassen kann. So wird sich der Marktdiskontsatz dem Bankdiskontsatz parallel zu gestalten suchen und zwar um so mehr, je mehr die Notenbank das Diskontgeschäft zu ungunsten des Marktes an ihre Schalter zu fesseln versteht.

Aus der Natur des Geldes ergibt sich also, daß der Zinsfuß bezüglich seiner Höhe auch beeinflußt werden kann von dem Grade der Elastizität des Geldumlaufs. Diese hängt ab einmal von der Entwicklung des Giro- und Scheckverkehrs und ganz besonders von der Verfassung und Verwaltungspolitik der Notenbanken.

Unsere bisherige dogmatische Betrachtung hat uns gezeigt, daß die Entwicklung des Zinsfußes einer Volkswirtschaft in der Hauptsache auf drei Ursachen zurückzuführen ist: auf die Gestaltung der Gewinnquote, auf die Gestaltung der internationalen Zinsfüße und auf die Gestaltung der Elastizität des Geldumlaufs.

In der folgenden historischen Betrachtung über die Entwicklung des Zinsfußes in der Periode 1895—1908 werden wir zunächst eine kurze Übersicht über die Entwicklung des Zinsfußes der früheren Perioden von 1815—1895, sodann eine heuristische Schilderung über den statistischen Verlauf der Kurven der verschiedenen Zinsfußarten während unserer Periode geben müssen, um dann erst in pragmatischer Betrachtung die Ursachen dieser Entwicklung nach den drei oben gefundenen Hauptpunkten zu verfolgen.

## Zweiter Teil.

# Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes.

---

### Vorgeschichte.

#### Die Entwicklung des Zinsfußes von 1815—1895<sup>1)</sup>.

Zu Anfang des 19. Jahrhunderts war infolge der großen napoleonischen Kriege der Zinsfuß in Deutschland zu gewaltiger Höhe emporgestiegen. Die preußischen Staats-schuldscheine boten im Juni 1813 eine Realverzinsung von 16,3 %. Nach dem Friedensschlusse sank der Zinsfuß der festverzinslichen Werte in der Periode 1815—1845 von der noch immer beträchtlichen Höhe von 5—6 % und darüber auf den für lange Zeit hinaus niedrigsten Stand von 3½ % und darunter. Das Risiko, das bei der Zerrüttung der Staatsfinanzen während und auch nach der Kriegszeit den Zinsfuß der einzelnen Staatsobligationen meist erheblich erhöht hatte, schwand mit der in der folgenden Friedens-epochen ermöglichten Neubelebung des Staatshaushaltes. Auch der Zinsfuß der zu jener Zeit sichersten Papiere sank unaufhaltsam mit der allmählich einsetzenden und langsam fortschreitenden Belebung von Industrie und Handel. Die Kurse der in 3½ % konvertierten Staatsanleihen und Pfand-briefe stiegen Anfang der vierziger Jahre über Pari.

In der folgenden Periode 1845—1871 erfuhr der Zinsfuß

<sup>1)</sup> Vgl. Julius Kahn, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815 (1884); E. Voye. Über die Höhe der verschiedenen Zinsfußarten; Paul Homburger, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903 (1905).

eine erhebliche Steigerung, die einmal veranlaßt wurde durch die politischen Ereignisse der Jahre 1848, 1854, 1859, 1866 und 1870/71 und ferner durch die Einführung der Dampfmaschine in den Verkehr und die Industrie. Der Eisenbahnbau, der zaghafte schon Ende der dreißiger Jahre durch private Aktiengesellschaften unternommen war, fand besonders gegen Ende der vierziger Jahre in den einzelnen Staaten großzügige Unternehmer. Vor der Dampfkraft mußte auch in der Industrie das Handwerk und das Kleingewerbe zurücktreten. Der moderne Großbetrieb trat nach und nach an seine Stelle. Infolge der hohen Anforderungen, die diese gewaltigen wirtschaftlichen Umwälzungen im Verein mit den staatlichen Ansprüchen angesichts der politischen Vorgänge im In- und Auslande an den deutschen Kapitalmarkt stellten, stieg der Zinsfuß von  $3\frac{1}{2}\%$  (1845) mit manchen Schwankungen bis zu 5% (1870), ohne jedoch unter 4% jemals herabzufallen. Bei Ausbruch des deutsch-französischen Krieges stieg er sogar auf  $5\frac{3}{4}\%$  (19. Juli 1870), sank aber bald wieder von dieser Höhe bis auf 5% herab (Januar 1871). Charakteristisch für diese Periode ist ferner die zunehmende Ausgleichungstendenz der in früheren Jahren oft recht verschiedenen Zinsfußhöhe ein und derselben Zinsfußgattung in den verschiedenen Einzelstaaten und innerhalb dieser in den verschiedenen örtlichen Gebieten. Gefördert wurde diese Tendenz durch das politische und wirtschaftliche Einheitsband des Zollvereins und des Schieneustranges.

In den Jahren 1871—1895 zeigte der Zinsfuß eine stark sinkende Bewegung universellen Charakters. In England bewegte er sich in diesem Zeitraum von 3,2% auf  $2\frac{1}{2}\%$ , in Frankreich von 6% auf 3%, in Amerika von 6% auf  $2\frac{1}{2}\%$ , in Rußland von 6% auf 4%, in Deutschland sank er von 5% mit kleinen Schwankungen auf 3%. Diese Erscheinung erklärt sich als Folge eines unter dem Schutze gesicherten Friedens langsam pulsierenden wirtschaftlichen Lebens. Die gewaltigen Kapitalansprüche der Staaten zu Kriegszwecken traten zurück, und auch der Eisenbahnbau

erforderte nicht mehr die gewaltigen Summen; die wichtigsten Strecken waren gelegt, und die minderwichtigen waren weniger kapitalverschlingend. Auch war durch die internationale Krise des Jahres 1873 der mit 1871 einsetzenden berüchtigten Gründungsperiode die wirtschaftliche Unternehmungslust auf Jahre hinaus gelähmt. In Deutschland wurde der Zinsfuß durch diese spekulative Aufschwungsphase nicht in seiner niedergehenden Bewegung aufgehalten. Durch die vermittelst der französischen Kriegsentschädigung vollzogene umfangreiche Schuldentlastung deutscher und durch die Rückzahlung und Konvertierung ausländischer, namentlich amerikanischer Effekten war einerseits die Menge der festverzinslichen Werte sehr verringert und waren anderseits dem deutschen Markte große Kapitalbeträge zur Verfügung gestellt worden. Der Niedergang der Konjunktur und die lang anhaltende Depression, die auf das Jahr 1873 folgte, begünstigte dazu die sinkende Tendenz. 1874 stand so der Zinsfuß der 4 %igen preußischen Konsols auf 4,01 %. Die geringe Steigerung, die er in den folgenden Jahren 1874—78 von 4,01 % auf 4,19 % erfuhr, wird in der Hauptsache dem Ausbruche der Balkanwirren und des Krieges zwischen Rußland und der Türkei zugeschrieben. Nach Beendigung des Waffenstreites (1878) nahm auch der Zinsfuß wieder die niedergehende Bewegung auf. 1888 zeigten die 4 %igen preußischen Konsols eine Realverzinsung von 3,71 %, die 1886 konvertierten  $3\frac{1}{2}$  %igen eine solche von 3,39 %. Selbst die günstige Konjunktur der folgenden Jahre konnte den Zinsfuß bis zur Krise Ende 1890 nur wenig bis auf 3,8 % resp. 3,6 % steigern, während der wirtschaftliche Niedergang der ersten Hälfte der neunziger Jahre ihn sogar noch etwas unter den Stand von 1888 herabdrückte. Ende 1894 verzinsten sich die  $3\frac{1}{2}$  %igen preußischen Konsols mit 3,35 %, die 1891 emittierten 3 %igen mit 3,02 %. Damit war die große rückläufige Bewegung zum Abschluß gekommen; der Zinsfuß hatte den tiefsten Stand des ganzen Jahrhunderts erreicht.

## Hauptgeschichte.

### Die Entwicklung des Zinsfußes während der Periode 1895—1908.

---

#### Erster Abschnitt: Die Statistik des Zinsfußes.

##### A. Der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit.

###### I. Der Marktdiskontsatz.

Von 1895 ab zeigen die Zinssätze wieder eine steigende Tendenz. Diese Bewegung ist nicht allein auf Deutschland beschränkt, sie tritt auch bei den anderen wichtigen Kulturstaaten in Erscheinung und lässt sogar eine gewisse Ähnlichkeit im Verlauf der einzelnen Phasen erkennen (Tabelle 33 u. 37 S. 118 u. 129; Diagramm 5 u. 6 S. 115 u. 130).

In Deutschland erreicht die aufsteigende Kurve der verschiedenen Zinsfußarten Mitte 1900 zunächst einen scharf markierten Höhepunkt, von dem sie bis Ende 1902 oder Anfang 1903 wieder zu einem Tiefpunkt herabfällt, ohne jedoch den Tiefstand von 1895 zu erreichen. Von 1903 ab schwilkt sie wieder, wenn auch mit einigen Ruhepausen, gewaltig an und übertrifft Ende 1907 oder Anfang 1908 sogar den Hochstand von 1900. Von 1908 ab fällt sie rapid abwärts. Im einzelnen zeigen die verschiedenen Zinssätze für kurz- und langfristigen Kredit folgende Gestaltung:

Der Marktdiskontsatz steigt in seinen Jahresdurchschnitten mit steiler Kurve von 2,01 % im Jahre 1895 bis auf 4,45 % im Jahre 1899, nur von 1896 bis 1897 tritt in der Aufwärtsbewegung eine bemerkenswerte Zurückhaltung ein (3,04 %—3,09 %). Im Jahre 1900 sinkt er zunächst nur

wenig von 4,45 % bis auf 4,41 %, um aber dann rasch von 4,41 %—2,19 % im Jahre 1902 herabzugehen. Im Jahre 1903, etwas weniger jedoch 1904, erhebt er sich von neuem auf 3,01 % und 3,14 %. Das Jahr 1905 zeigt wiederum einen merklichen Rückgang auf 2,85 %. In den folgenden beiden Jahren schwilkt jedoch die Kurve sehr hoch bis auf 4,04 % (1906) und 5,12 % (1907) an und übertrifft damit bedeutend den bisher höchsten Stand des Jahres 1899. 1908 ist sie in raschem Fall wieder auf einem ziemlich niederen Stand von 3,52 % angelangt. (Tabelle 1.)

Auch die absolute Höhe der Monatsdurchschnitte des Marktdiskontsatzes zeigt in der Verbindungslien ihrer Hoch- und Tiefpunkte eine zwar etwas verschärft, aber sonst der obigen genau parallele Kurve. Der tiefste Stand unserer Periode mit 1,26 % fällt in den Februar 1895. Im Dezember 1899 erreicht der Monatsdurchschnitt die bis 1907 größte Höhe von 5,97 %; Juli 1902 befindet er sich mit 1,59 % auf dem nach 1895 tiefsten Punkt; November 1904 steigt er wieder auf einen Hochpunkt von 3,99 %, von dem kurz herabfallend er April 1905 mit 1,91 % auf einem neuen Tiefpunkt anlangt, um sich aber Dezember 1907 auf seinen höchsten Stand von 7,03 % zu erheben. Der tiefste Punkt der neuen Abwärtsbewegung im Jahre 1908 fällt mit 2,54 % in den Monat November. Aus der absoluten Höhe der fortlaufenden monatlichen Durchschnittssätze lässt sich jedoch kein scharfes Bild von der großen allgemeinen Auf- und Abwärtsbewegung der Zinsfußkurve machen, weil diese innerhalb der einzelnen Jahre zahlreichen, kleineren, regelmäßig wiederkehrenden Schwankungen unterworfen ist, die die Richtung der großen Bewegung zu verwischen drohen<sup>1)</sup>. Diese periodischen Schwankungen beruhen auf der Einrichtung des Zahlungsverkehrs und dem Wechsel der Jahreszeiten. So zeigt regelmäßig, wie der Monats-, auch der Quartals- und Jahresultimo einen weit größeren Geldbedarf,

---

<sup>1)</sup> Vgl. K. Helfferich, Der Geldmarkt 1895—1902 (Schriften d. Ver. f. Soc.-Pol. Bd. VI, S. 31 ff.)

**Tabelle 1.**

Jahres- und Monatsdurchschnitte des

Jahres- durchschnitte 1895—1908	Im Monate	Monats- durchschnitte				
		1895	1896	1897	1898	1899
1895 2,01	Januar	1,38	2,90	3,27	3,18	4,33
1896 3,04	Februar	1,26	2,28	2,58	2,59	3,78
1897 3,09	März	1,63	2,09	2,93	2,71	4,28
1898 3,55	April	1,55	2,21	2,48	3,07	3,73
1899 4,45	Mai	1,74	2,66	2,36	3,23	3,63
1900 4,41	Juni	2,10	2,74	2,67	3,57	3,95
1901 3,06	Juli	1,64	2,38	2,38	3,20	3,75
1902 2,19	August	1,57	2,52	2,56	3,21	4,42
1903 3,01	Sept.	2,50	3,41	3,32	3,64	4,85
1904 3,14	Oktober	2,54	4,09	3,88	4,02	5,06
1905 2,85	Nov.	2,93	4,52	4,14	4,90	5,65
1906 4,04	Dez.	3,33	4,67	4,46	5,26	5,97
1907 5,12						
1908 3,52						

<sup>1)</sup> Von 1895—1900 aus „Die Reichsbank 1876—1900“. Von 1901—1908

als der Lauf dieser Zeitabschnitte, der Herbst und Winteranfang einen größeren, als das Frühjahr und der Sommer. Diese Erscheinungen, die namentlich den Zinsfuß für kurzfristigen Kredit beeinflussen, haben für unsere Betrachtung kein Interesse, sie sind vielmehr, wie gesagt, dazu angetan, die großen Linien in der Bewegung zu verschleiern. Ein klares Bild über die Gestaltung der Zinsfußkurve von Monat zu Monat können wir jedoch erhalten, wenn wir die periodischen Jahresschwankungen dadurch ausschalten, daß wir die jeweiligen Monatssätze eines Jahres in Relation zu den Sätzen der gleichen Monate des Vorjahres bringen; je nachdem die Differenz der einander gegenübergestellten Sätze für das letzte der beiden in Betracht kommenden Jahre positiv oder negativ ist, hat der Zinsfuß zu- oder abgenommen. Nach dieser Methode ist folgende Tabelle aufgestellt (Tabelle 2).

Diese Zahlen geben ziemlich genau alle nicht periodischen Bewegungen des Marktdiskontsatzes von Monat zu

Privatdiskontsatzes (Berliner Börse)<sup>1)</sup>.

durchschnitte

1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
4,42	3,57	2,11	2,26	2,58	2,56	3,81	4,89	4,98
4,21	3,22	1,85	1,90	2,77	1,93	3,35	4,66	4,48
5,21	3,79	1,79	2,69	3,44	2,22	4,02	5,40	4,49
4,43	3,37	1,65	2,61	2,83	1,91	3,44	4,69	4,11
4,56	3,19	1,98	3,09	3,10	2,30	3,39	4,44	3,91
4,86	3,20	2,17	3,29	2,98	2,34	3,68	4,67	3,33
4,06	2,81	1,59	2,96	2,60	2,12	3,49	4,45	2,76
4,03	2,26	1,73	3,30	2,62	2,23	3,43	4,61	2,82
4,41	2,68	2,14	3,68	3,09	2,99	4,23	5,07	3,14
4,03	2,83	2,73	3,32	3,69	4,—	4,83	4,90	2,79
4,16	2,84	3,11	3,46	3,99	4,62	5,27	6,61	2,54
4,49	2,96	3,38	3,54	3,94	4,99	5,58	7,03	2,92

aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. Berlin.

Monat an. Von Juni 1895 bis Juli 1900 zeigt der Zinsfuß im Vergleich zu den Vorjahren im allgemeinen eine steigende Bewegung, die am steilsten in den beiden letzten Monaten 1895, in den beiden ersten und letzten 1896 und dem ersten und letzten Viertel 1899 verläuft; dagegen erleidet sie einen allerdings nur schwachen Rückgang im Mai, Juni und September bis Dezember 1897 und Anfang 1898. Die weitere sinkende Bewegung setzt im August 1900 ein und dauert bis Oktober 1902; sie verläuft fast durchgehend sehr steil, besonders aber Ende 1900 und März 1901 bis Mitte 1902. Vom November 1902 bis Dezember 1904 zeigt sich wieder eine starke Aufwärtsbewegung, die namentlich in den mittleren Monaten 1903 mit großen Schritten emporsteigt, die jedoch in den gleichen Monaten des folgenden Jahres eine gelinde Abwärtsbewegung erfährt. Erst die Monate Januar bis September 1905 bringen ein stärkeres Sinken. Von Oktober 1905 setzt jedoch wieder eine mächtige Aufwärtsbewegung ein, die ununterbrochen

**Tabelle 2.**  
**Differenz der Monatsdurchschnitte des Markts-**  
**des gleichen Monats des**

Im Monate	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899
Januar . . .	— 1,33	+ 1,52	+ 0,97	— 0,09	+ 1,15	+ 0,09
Februar . . .	— 0,41	+ 1,02	+ 0,30	+ 0,01	+ 1,19	+ 0,43
März . . . .	— 0,21	+ 0,46	+ 0,84	— 0,19	+ 1,57	+ 0,93
April . . . .	± 0,00	+ 0,66	+ 0,27	+ 0,59	+ 0,66	+ 0,70
Mai . . . .	— 0,01	+ 0,94	— 0,30	+ 0,87	+ 0,40	+ 0,93
Juni . . . .	+ 0,37	+ 0,64	— 0,07	+ 0,90	+ 0,38	+ 0,91
Juli . . . .	+ 0,14	+ 0,74	± 0,00	+ 0,81	+ 0,55	+ 0,31
August . . . .	+ 0,08	+ 0,95	+ 0,04	+ 0,63	+ 1,21	— 0,39
September . . .	+ 0,62	+ 0,91	— 0,09	+ 0,31	+ 1,21	— 0,44
Oktober . . . .	+ 0,89	+ 1,55	— 0,21	+ 0,14	+ 1,04	— 1,03
November . . . .	+ 1,43	+ 1,59	— 0,38	+ 0,76	+ 0,75	— 1,49
Dezember . . . .	+ 1,68	+ 1,84	— 0,21	+ 0,80	+ 0,71	— 1,48
Jahres- durchschnitt:	+ 0,27	+ 1,03	+ 0,05	+ 0,46	+ 0,90	— 0,04

<sup>1)</sup> + = Der Marktdiskontsatz ist gegenüber dem gleichen Monate  
 — = " " " " " " "

bis Januar 1908 andauert und namentlich von Januar bis September 1906 und während der fünf ersten und der beiden letzten Monate 1907 steil verläuft. Von Februar 1908 ab endlich nimmt die neue große Abwärtsbewegung ihren Anfang. Sie gewinnt rasch, besonders aber seit Juni, an Schnelligkeit und zeigt in den letzten Monaten unserer Periode eine Wucht wie nie zuvor.

## II. Der Reichsbankdiskontsatz.

Der Reichsbankdiskontsatz hat natürlich eine dem Marktdiskontsatz ähnliche Gestaltung aufzuweisen. Die Kurven der beiderseitigen Jahresdurchschnitte verlaufen im allgemeinen fast parallel; bemerkenswert erscheint nur, daß das Jahr 1900 beim Reichsbankdiskontsatz eine weitere Aufwärtsbewegung bringt, während der Jahresdurchschnitt des

diskontsatzes gegenüber den Durchschnitten jeweiligen Vorjahres<sup>1)</sup>.

1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
— 0,85	— 1,46	+ 0,15	+ 0,32	— 0,02	+ 1,25	+ 1,03	+ 0,09
— 0,99	— 1,36	+ 0,04	+ 0,87	— 0,87	+ 1,42	+ 1,31	— 0,18
— 1,42	— 2,00	+ 0,90	+ 0,75	— 1,22	+ 1,80	+ 1,38	— 0,91
— 1,06	— 1,72	+ 0,97	+ 0,22	— 0,92	+ 1,53	+ 1,25	— 0,58
— 1,37	— 1,21	+ 1,11	+ 0,01	— 0,80	+ 1,09	+ 1,05	— 0,53
— 1,66	— 1,08	+ 1,12	— 0,31	— 0,64	+ 1,34	+ 0,99	— 1,34
— 1,25	— 1,22	+ 1,37	— 0,36	— 0,48	+ 1,37	+ 0,96	— 1,69
— 1,77	— 0,53	+ 1,57	— 0,68	— 0,39	+ 1,20	+ 1,18	— 1,79
— 1,73	— 0,54	+ 1,54	— 0,57	— 0,10	+ 1,24	+ 0,84	— 1,93
— 1,20	— 0,10	+ 0,59	+ 0,37	+ 0,31	+ 0,83	+ 0,07	— 2,11
— 1,32	+ 0,36	+ 0,35	+ 0,53	+ 0,62	+ 0,65	+ 1,34	— 4,07
— 1,53	+ 0,42	+ 0,16	+ 0,40	+ 1,05	+ 0,59	+ 1,45	— 4,11
— 1,35	— 0,87	+ 0,86	+ 0,18	— 0,29	+ 1,19	+ 1,08	— 1,60

des jeweiligen Vorjahres gestiegen.

“ ” ” ” gefallen.

Marktdiskontsatzes von 1900 bereits hinter dem des Jahres 1899 zurückgeblieben ist (Tabelle 3).

Die monatlichen Durchschnitte zeigen, daß bei beiden Diskontarten die absoluten Hoch- und Tiefpunkte in zeitlicher Hinsicht genau zusammenfallen, wenn auch die des Bankdiskontsatzes sich oft auf mehrere aufeinanderfolgende Monate gleichmäßig erstrecken mögen.

Der gegenseitige Abstand der beiden Zinssätze, genauer betrachtet, ist keineswegs konstant. Die jährlichen Durchschnittsspannungen waren mit 1,24 % im Jahre 1908 und mit je 1,13 % im Jahre 1895 und 1902 am größten, dann folgen der Reihe nach abwärts die Jahre 1906 mit einer Spannung von 1,10 %; 1904 mit 1,08 %; 1901 mit 1,04 %; 1905 mit 0,97 %; 1900 mit 0,92 % und 1907 mit 0,91 %. Die geringste Spannung haben aufzuweisen der Reihe nach aufwärts die

Tabelle 3.

## Jahres- und Monatsdurchschnitte

Jahres- durchschnitte 1895—1908	Im Monate	Monats- durchschnitte				
		1894	1895	1896	1897	1898
1895 3,14	Januar	4,27	3,—	4,—	4,60	4,63
1896 3,66	Februar	3,13	3,—	3,33	4,03	3,57
1897 3,81	März	3,—	3,—	3,—	3,50	3,—
1898 4,27	April	3,—	3,—	3,—	3,—	3,73
1899 5,03	Mai	3,—	3,—	3,—	3,—	4,—
1900 5,33	Juni	3,—	3,—	3,—	3,—	4,—
1901 4,10	Juli	3,—	3,—	3,—	3,—	4,—
1902 3,32	August	3,—	3,—	3,—	3,—	4,—
1903 3,84	Sept.	3,—	3,—	3,80	3,83	4,—
1904 4,22	Oktober	3,—	3,—	4,70	4,67	4,70
1905 3,82	Nov.	3,—	3,67	5,—	5,—	5,57
1906 5,15	Dez.	3,—	4,—	5,—	5,—	6,—
1907 6,03						
1908 4,76	Jahresd.	3,12	3,14	3,66	3,81	4,27

<sup>1)</sup> Von 1895—1897 nach „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche (Beilage der Frankfurter Zeitung).

Jahre 1899 mit 0,59 %; 1896 mit 0,62 %; 1897 und 1898 mit je 0,72 % und 1903 mit 0,82 % (Tabelle 4).

Die absolute Kurve der monatlichen Durchschnittsspannungen zeigt innerhalb der einzelnen Jahre kleinere Schwankungen, die die Folge der Schwerfälligkeit in der Bewegung des Bankdiskontsatzes gegenüber den periodischen Jahresschwankungen des Marktdiskontsatzes sind. Die Spannungsdifferenzen innerhalb der einzelnen Jahre haben deshalb den gleichen regelmäßigen Charakter wie die Jahresschwankungen des Marktdiskontsatzes, und zwar wird die Spannung in den Monaten am größten, in denen die periodische Bewegung des Marktdiskontsatzes jeweils am raschesten nach unten fällt (Dezember bis Januar; Januar bis Februar; März bis April), am geringsten, wenn sie am raschesten nach oben steigt (August bis September; Mai bis Juni; November bis Dezember).

Um diese periodischen Spannungsdifferenzen zu be-

des Reichsbankdiskontsatzes<sup>1)</sup>.

durchschnitte

1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
5,53	6,30	5,—	3,78	4,—	4,—	4,30	5,57	6,67	6,74
4,83	5,50	4,77	3,17	3,67	4,—	3,62	5,—	6,—	6,—
4,50	5,50	4,50	3,—	3,50	4,—	3,—	5,—	6,—	5,60
4,50	5,50	4,35	3,—	3,50	4,—	3,—	5,—	5,87	5,42
4,13	5,50	4,—	3,—	3,50	4,—	3,—	4,87	5,50	5,—
4,05	5,50	3,78	3,—	3,88	4,—	3,—	4,50	5,50	4,35
4,50	5,20	3,50	3,—	4,—	4,—	3,—	4,50	5,50	4,—
4,90	5,—	3,50	3,—	4,—	4,—	3,—	4,50	5,50	4,—
5,—	5,—	3,63	3,—	4,—	4,—	3,67	4,72	5,50	4,—
5,93	5,—	4,—	3,90	4,—	4,67	4,93	5,70	5,57	4,—
6,—	5,—	4,—	4,—	4,—	5,—	5,45	6,—	7,27	4,—
6,40	5,—	4,—	4,—	4,—	5,—	5,83	6,43	7,50	4,—
5,03	5,33	4,10	3,32	3,84	4,22	3,82	5,15	6,03	4,76

Reich". Berlin. Von 1898—1908 nach „Deutscher Börsenkalender“

heben, verfahren wir ebenso wie oben beim Marktdiskontsatz (Tabelle 5).

Es ergibt sich, daß die Spannung der einzelnen Jahre gegenüber den Vorjahren zugenommen hat dem Grad nach abwärts: 1900 mit 0,33 %; 1908 mit 0,32 %; 1904 mit 0,26 %; 1902 mit 0,19 %; 1906 mit 0,13 %; 1901 mit 0,12 % und 1897 mit 0,10 %; abgenommen dagegen dem Grad nach aufwärts: 1905 mit 0,11 %; 1899 mit 0,13 %; 1907 mit 0,19 %; 1895 mit 0,26 %; 1903 mit 0,31 % und 1896 mit 0,51 %; während 1898 die Spannung die gleiche wie 1897 geblieben ist. Bei diesen Zahlen und mehr noch bei denen der einzelnen Monate fällt uns die bereits oben ausgesprochene und begründete Tatsache ins Auge, daß die Spannung fast regelmäßig in den Monaten eine Zunahme erfahren hat, in denen der Marktdiskontsatz gesunken ist, und umgekehrt.

So weit der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit.

**Tabelle 3.****Differenz der Monatsdurchschnitte des Reichs-  
schnitten der gleichen Monate**

Im Monate	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899
Januar . . .	— 1,27	+ 1,00	+ 0,60	+ 0,03	+ 0,90	+ 0,77
Februar . . .	— 0,13	+ 0,33	+ 0,70	— 0,46	+ 1,26	+ 0,67
März . . .	—	—	+ 0,50	— 0,50	+ 1,50	+ 1,00
April . . .	—	—	—	+ 0,73	+ 0,77	+ 1,00
Mai . . .	—	—	—	+ 1,00	+ 0,13	+ 1,37
Juni . . .	—	—	—	+ 1,00	+ 0,05	+ 1,45
Juli . . .	—	—	—	+ 1,00	+ 0,50	+ 0,70
August . . .	—	—	—	+ 1,00	+ 0,90	+ 0,10
September . . .	—	+ 0,80	+ 0,03	+ 0,17	+ 1,00	—
Oktober . . .	—	+ 1,70	— 0,03	+ 0,03	+ 1,23	— 0,93
November . . .	+ 0,67	+ 1,33	—	+ 0,57	+ 0,43	— 1,00
Dezember . . .	+ 1,00	+ 1,00	—	+ 1,00	+ 0,40	— 1,40
Jahres- durchschnitt:	+ 0,02	+ 0,52	+ 0,15	+ 0,46	+ 0,76	+ 0,30

<sup>1)</sup> + = Der Reichsbankdiskontsatz ist gegenüber dem gleicher  
— = " " " " " "

## B. Der Zinsfuß für langfristigen Kredit.

### I. Der Wertpapierzinsfuß.

Der Zinsfuß für langfristigen Kredit unterscheidet sich namentlich von dem für kurzfristigen durch seine größere Beständigkeit hinsichtlich der Auf- und Abwärtsbewegung. Diese Tatsache ist in dem Wesen der beiden Zinsfußarten begründet. Der kurzfristige Kredit wird meist für die Anlage derjenigen Kapitalien gewählt, die eine provisorische, ohne jede Verluste jederzeit realisierbare Verwendung suchen, während der langfristige Kredit mehr für definitive Kapitalanlagen bestimmt wird, die auf unabsehbare Zeit feststehen und einen sicheren, gleichmäßigen Gewinn abwerfen sollen. Es ist deshalb natürlich, daß der Wechsel von Kapitalbedarf und Kapitalfülle zunächst auf dem Markte für kurzfristigen Kredit fühlbar wird und dort am intensivsten den

bankdiskontsatzes gegenüber den Durch-  
des jeweiligen Vorjahres<sup>1)</sup>.

1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
— 1,30	— 1,22	+ 0,22	—	+ 0,30	+ 1,27	+ 1,10	+ 0,07
— 0,73	— 1,60	+ 0,50	+ 0,38	— 0,38	+ 1,38	+ 1,00	—
— 1,00	— 1,50	+ 0,50	+ 0,50	— 1,00	+ 2,00	+ 1,00	— 0,40
— 1,15	— 1,35	+ 0,50	+ 0,50	— 1,00	+ 2,00	+ 0,87	— 0,45
— 1,50	— 1,00	+ 0,50	+ 0,50	— 1,00	+ 1,87	+ 0,63	— 0,50
— 1,72	— 0,78	+ 0,88	+ 0,12	— 1,00	+ 1,50	+ 1,00	— 1,15
— 1,70	— 0,50	+ 1,00	—	— 1,00	+ 1,50	+ 1,00	— 1,50
— 1,50	— 0,50	+ 1,00	—	— 1,00	+ 1,50	+ 1,00	— 1,50
— 1,37	— 0,63	+ 1,00	—	— 0,33	+ 1,05	+ 0,78	— 1,50
— 1,00	— 0,10	+ 0,10	+ 0,67	+ 0,26	+ 0,77	— 0,13	— 1,57
— 1,00	—	—	+ 1,00	+ 0,45	+ 0,55	+ 1,27	— 3,27
— 1,00	—	—	+ 1,00	+ 0,83	+ 0,60	+ 1,07	— 3,50
— 1,24	— 0,77	+ 0,52	+ 0,38	— 0,40	+ 1,33	+ 0,88	— 1,27

Monate des Vorjahres gestiegen.

” ” ” gefallen.

Zinsfuß beeinflußt. In der Regel erst sekundär teilen sich diese Schwingungen auch dem Markte für langfristigen Kredit mit, erfahren aber hier eine starke Abschwächung infolge der Schwierigkeiten, die meistens mit dem Wechsel gerade der langfristigen Anlagen verknüpft sind. (Kursverluste bei festverzinslichen Wertpapieren, Unkündbarkeit der Hypothekenforderungen.)

Der Zinsfuß für langfristigen Kredit zerfällt wiederum je nach dem Grade der Beweglichkeit in zwei Unterarten, den Wertpapierzinsfuß, wie er sich als Rentabilität aus den Kursen und dem Nominalzinsfuß festverzinslicher Wertpapiere ergibt, und den Zinsfuß für Hypothekenforderungen. Die festverzinslichen Wertpapiere teilen sich ihrerseits in verschiedene Gruppen: die Staatspapiere, Kommunalpapiere, Pfandbriefe (der Hypothekenbanken und Landschaften), Rentenbriefe und Industrieobligationen, deren gegenseitig

**Tabelle 4.**  
Jährl. und monatl. Durchschnittsspannung

Jährliche Durchschnittsspannung 1895—1908	Im Monate	Monatliche Durch-				
		1895	1896	1897	1898	1899
1895 1,13	Januar	1,62	1,10	1,33	1,45	1,20
1896 0,62	Februar	1,74	1,05	1,45	0,98	1,05
1897 0,72	März	1,37	0,91	0,57	0,29	0,22
1898 0,72	April	1,45	0,79	0,52	0,66	0,77
1899 0,59	Mai	1,26	0,34	0,64	0,77	0,50
1900 0,92	Juni	0,90	0,26	0,33	0,43	0,10
1901 1,04	Juli	1,36	0,62	0,62	0,80	0,75
1902 1,13	August	1,43	0,48	0,44	0,79	0,48
1903 0,82	Sept.	0,50	0,39	0,51	0,36	0,15
1904 1,08	Oktober	0,46	0,61	0,79	0,68	0,87
1905 0,97	Nov.	0,74	0,48	0,86	0,67	0,35
1906 1,10	Dez.	0,67	0,33	0,54	0,74	0,43
1907 0,91						
1908 1,24	Jahresd.	1,13	0,62	0,72	0,72	0,59

abweichender Charakter und verschiedenartige Bedeutung auch eine kleinere gegenseitige Differenz ihrer Zinsfüße bedingt<sup>1)</sup>). Da jedoch diese kleineren Zinsfußdifferenzen unter den einzelnen Wertpapiergruppen ebenso wie die Charakterverschiedenheit eine gleichbleibende Größe sind, so sind sie für die geschichtliche Entwicklung ohne Bedeutung und können füglich übergegangen werden. Wir beschränken uns also darauf, die Kurve einer dieser Gruppen, zu der dann die der anderen Gruppen in verschiedenen Abständen parallel laufen müssen, zu zeichnen und in ihrer Gestaltung zu verfolgen. Die Staatspapiere und unter ihnen die Reichsanleihen verdienen den Vorzug, da besonders letztere infolge ihrer unbedingten Sicherheit und ihrer weitesten Verbreitung am getreuesten die allgemeinen Schwankungen des Wertpapierzinsfußes wiederzugeben imstande sind.

Bei der Reichsanleihe endlich haben wir wieder die einzelnen Nominalzinsfußtypen zu unterscheiden. Der

<sup>1)</sup> Vgl. E. Voye, a. a. O. S. 5 ff.

zwischen Reichsbank und Marktdiskontsatz.

schnittsspannung									
1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	
1,88	1,43	1,67	1,74	1,42	1,74	1,76	1,78	1,76	
1,29	1,55	1,32	1,77	1,23	1,69	1,65	1,34	1,52	
0,29	0,71	1,21	0,81	0,56	0,78	0,98	0,60	1,11	
1,07	0,98	1,35	0,89	1,17	1,09	1,56	1,18	1,31	
0,94	0,81	1,02	0,41	0,90	0,70	1,48	1,06	1,09	
0,64	0,58	0,83	0,59	1,02	0,66	0,82	0,83	1,02	
1,14	0,69	1,41	1,04	1,40	0,88	1,01	1,05	1,24	
0,97	1,24	1,27	0,70	1,38	0,77	1,07	0,89	1,18	
0,59	0,95	0,86	0,32	0,91	0,68	0,49	0,43	0,86	
0,97	1,17	1,17	0,68	0,98	0,93	0,87	0,67	1,21	
0,84	1,16	0,89	0,54	1,01	0,83	0,73	0,66	1,46	
0,51	1,04	0,62	0,46	1,06	0,84	0,85	0,47	1,08	
0,92	1,04	1,13	0,82	1,08	0,97	1,10	0,91	1,24	

Jahresdurchschnitt ihrer prozentualen Realverzinsung gestaltet sich im einzelnen folgendermaßen (Tabelle 6).

Die Differenz zwischen den Kurven der einzelnen Typen erklärt sich als Folge der jederzeitigen Tilgungs- oder Konvertierungsmöglichkeit der Anleihe seitens des Reichs. Der Kurs kann unter dieser Voraussetzung einerseits nie wesentlich über den Rückzahlungswert, der im vorliegenden Falle mit dem Parikurs identisch ist, steigen, anderseits in normalen Verhältnissen nicht sehr stark darunter fallen. So war die 4 %ige Reichsanleihe seit Dezember 1890 fast unverändert bis 1895 auf dem gleichen Kursniveau stehen geblieben, ohne daß ihre Realverzinsung sich an dem allgemeinen Sinken des Zinsfußes hätte wesentlich beteiligen können; die 3 1/2 %ige Reichsanleihe dagegen ist in dem gleichen Zeitraum von 98,— auf 104,44 gestiegen. Die Differenz der beiden Realzinsfüße hat daher mehr und mehr zugenommen; 1895 betrug sie im Jahresdurchschnitt 0,44 %, in dem folgenden Jahre ist sie dem Kurse nach noch größer geworden, bis die Konvertierung des 4 %igen in den

Tabelle 5.

## Differenz der monatl. Durchschnittsspannungen gegenüber den Durchnitsspannungen der

Im Monate	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899
Januar . . .	— 0,06	— 0,52	+ 0,23	+ 0,12	— 0,25	+ 0,68
Februar . . .	+ 0,28	— 0,69	+ 0,40	— 0,47	+ 0,07	+ 0,24
März . . .	+ 0,21	— 0,46	— 0,34	— 0,28	— 0,07	+ 0,07
April . . .	± 0,00	— 0,66	— 0,27	+ 0,14	+ 0,11	+ 0,30
Mai . . .	+ 0,01	— 0,92	+ 0,30	+ 0,13	— 0,27	+ 0,44
Juni . . .	— 0,37	— 0,64	+ 0,07	+ 0,10	— 0,33	+ 0,54
Juli . . .	— 0,14	— 0,74	± 0,00	+ 0,18	— 0,05	+ 0,39
August . . .	— 0,08	— 0,95	— 0,04	+ 0,35	— 0,31	+ 0,49
September . .	— 0,62	— 0,11	+ 0,12	— 0,15	— 0,21	+ 0,44
Oktober . .	— 0,89	+ 0,15	+ 0,18	— 0,11	+ 0,19	+ 0,10
November . .	— 0,76	— 0,26	+ 0,38	— 0,19	— 0,32	+ 0,49
Dezember . .	— 0,68	— 0,34	+ 0,21	+ 0,20	— 0,31	+ 0,08
Jahresdurchschnitt:	— 0,26	— 0,51	+ 0,10	± 0,00	— 0,13	+ 0,33

1) + = Die Spannung ist gegenüber dem gleichen Monate des  
— = " " " " " "

3 1/2 %igen Typus am 1. Oktober 1897 sie aufhob. Erst im Jahre 1907 und 1908 hat das Reich sich bei seinen Neuemissionen wiederum für den 4 %igen Typus entschließen müssen.

Der 3 %ige Typus der Reichsanleihe wurde Ende 1890 eingeführt und am 7. Oktober des Jahres zum ersten Male an der Börse zum Kurse von 87,90 notiert. Der Kurs stand in den folgenden Jahren relativ so niedrig, daß dessen Realverzinsung im Jahresschnitt fast die des 3 1/2 %igen erreichte: 3,52 % gegen 3,56 % im Jahre 1891; 3,49 % gegen 3,50 % im Jahre 1892; 1893 überstieg die Rentabilität des 3 %igen Typus im Jahresschnitt mit 3,49 % sogar die des 3 1/2 %igen mit 3,48 %. Vom folgenden Jahre 1894 ab, besonders gegen Ende, stieg aber die 3 %ige Reichsanleihe bedeutend stärker im Kurs als die 3 1/2 %ige, so daß die Rentabilitätsdifferenz zugunsten der 3 1/2 %igen Anleihe

zwischen Reichsbank- und Marktdiskontsatz  
gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres<sup>1)</sup>.

1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
— 0,45	+ 0,24	+ 0,07	— 0,32	+ 0,32	+ 0,02	+ 0,02	— 0,02
+ 0,26	— 0,23	+ 0,45	— 0,54	+ 0,46	— 0,04	— 0,31	+ 0,18
+ 0,42	+ 0,50	— 0,40	— 0,25	+ 0,22	+ 0,20	— 0,38	+ 0,51
— 0,09	+ 0,37	— 0,46	+ 0,28	— 0,08	+ 0,45	— 0,38	+ 0,13
— 0,13	+ 0,21	— 0,61	+ 0,49	— 0,20	+ 0,78	— 0,42	+ 0,03
— 0,06	+ 0,25	— 0,24	+ 0,43	— 0,36	+ 0,16	+ 0,01	+ 0,19
— 0,45	+ 0,72	— 0,37	+ 0,36	— 0,52	+ 0,13	+ 0,04	+ 0,19
+ 0,27	+ 0,03	— 0,57	+ 0,68	— 0,61	+ 0,30	— 0,18	+ 0,29
+ 0,36	— 0,09	— 0,54	+ 0,59	— 0,23	— 0,19	— 0,06	+ 0,43
+ 0,20	± 0,00	— 0,49	+ 0,30	— 0,05	— 0,06	— 0,20	+ 0,54
+ 0,32	— 0,37	— 0,35	+ 0,47	— 0,18	— 0,10	— 0,07	+ 0,80
+ 0,53	— 0,42	— 0,16	+ 0,60	— 0,22	+ 0,01	— 0,38	+ 0,61
+ 0,12	+ 0,19	— 0,31	+ 0,26	— 0,11	+ 0,13	— 0,19	+ 0,32

Vorjahres gestiegen.  
" gefallen.

fortwährend zunahm: 1894 betrug sie 0,09 %; 1895 0,32 %; 1896 ist sie mit 0,33 % innerhalb unserer Periode am größten. Die Tilgungsmöglichkeit, die unmittelbar nach der Neuemission des 3 %igen Typus fast ausgeschaltet war, begann allmählich wirksam zu werden und hat dessen Kurs gehoben und die Realverzinsung herabgedrückt. Da ferner angesichts der zahlreichen, während der Jahre 1895 bis 1897 vorgenommenen Konvertierungen 4 %iger und auch 3 1/2 %iger Typen von Pfandbriefen und Staatsanleihen und angesichts des hohen Überparistandes der 3 1/2 %igen Reichsanleihe zu befürchten war, daß das Reich sich nicht mit einer Abstempelung seiner 4 %igen Obligationen begnügen, sondern sie auch auf die 3 1/2 %igen ausdehnen würde, so hat anderseits die Konvertierungsgefahr auch ziemlich stark auf die 3 1/2 %ige Reichsanleihe eingewirkt, deren Kurs gedrückt und die Realverzinsung gehoben.

**Tabelle 6.**

Jahres- und Monatsdurchschnitte des Realzinsfußes der 4%-, 3½% und 3% Reichsanleihe<sup>1)</sup><sup>2)</sup>.

Im Jahre	Jahresdurchschnitte 1891—1908			Im Jahre	Jahresdurchschnitte 1891—1908		
	4%	3½%	3%		4%	3½%	3%
1891	3.79	3.56	3.52	1900		3.65	3.46
1892	3.74	3.50	3.49	1901		3.52	3.36
1893	3.73	3.48	3.49	1902		3.43	3.25
1894	3.75	3.40	3.31	1903		3.42	3.28
1895	3.79	3.35	3.03	1904		3.43	3.33
1896	3.79	3.35	3.02	1905		3.45	3.33
1897		3.38	3.07	1906		3.52	3.42
1898		3.41	3.14	1907		3.70	3.56
1899		3.51	3.31	1908		3.78	3.60

**Tabelle 6 (Fortsetzung).**

Im Monate	Monatsdurchschnitte											
	1895			1896			1897			1898		
	4%	3½%	4%	4%	3½%	3%	4%	3½%	3%	4%	3½%	3%
Januar . . .	3.77	3.34	3.09	3.78	3.34	3.02	3.37	3.04	3.38	3.08		
Februar . . .	3.78	3.34	3.06	3.77	3.33	3.01	3.36	3.06	3.37	3.08		
März . . .	3.78	3.34	3.05	3.76	3.32	3.01	3.38	3.07	3.38	3.09		
April . . .	3.76	3.34	3.05	3.75	3.32	3.01	3.37	3.06	3.40	3.10		
Mai . . .	3.75	3.33	3.05	3.75	3.33	3.01	3.36	3.06	3.39	3.10		
Juni . . .	3.77	3.35	3.02	3.78	3.34	3.02	3.37	3.07	3.41	3.13		
Juli . . .	3.78	3.35	3.00	3.77	3.34	3.01	3.37	3.07	3.41	3.15		
August . . .	3.79	3.35	3.00	3.78	3.34	3.01	3.37	3.07	3.42	3.16		
September . . .	3.83	3.38	3.00	3.83	3.36	3.03	3.39	3.08	3.44	3.20		
Oktober . . .	3.82	3.37	3.02	3.84	3.37	3.05	3.40	3.09	3.44	3.22		
November . .	3.80	3.37	3.03	3.85	3.38	3.05	3.41	3.09	3.46	3.20		
Dezember . .	3.79	3.36	3.02	3.85	3.38	3.06	3.41	3.09	3.45	3.19		
Jahres- durchschnitt:	3.79	3.35	3.03	3.79	3.35	3.02	3.38	3.07	3.41	3.14		

<sup>1)</sup> Von 1895—1897 aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. — Von 1898—1908 aus J. Conrad, Volkswirtschaftliche Chronik.

<sup>2)</sup> Die Schuldverschreibungen der 4%-Anleihe sind durch Gesetz vom 8. Mai 1897 (R.G.Bl. S. 21) mit Wirkung vom 1. Oktober an in 3½% umgewandelt.

Tabelle 6 (Fortsetzung).

Im Monate	Monatsdurchschnitte									
	1899		1900		1901		1902		1903	
	3½%	3%	3½%	3%	3½%	3%	3½%	3%	3½%	3%
Januar . .	3,44	3,21	3,56	3,38	3,61	3,44	3,44	3,31	3,40	3,26
Februar . .	3,44	3,22	3,57	3,41	3,56	3,38	3,43	3,25	3,40	3,22
März . . .	3,47	3,24	3,64	3,47	3,57	3,39	3,43	3,23	3,41	3,24
April . . .	3,48	3,26	3,62	3,48	3,56	3,40	3,44	3,25	3,41	3,24
Mai . . .	3,47	3,26	3,67	3,49	3,55	3,40	3,44	3,26	3,41	3,26
Juni . . .	3,50	3,31	3,67	3,44	3,50	3,38	3,43	3,23	3,43	3,28
Juli . . .	3,50	3,33	3,68	3,48	3,47	3,32	3,42	3,23	3,42	3,29
August . .	3,52	3,36	3,69	3,50	3,46	3,28	3,40	3,23	3,43	3,32
September .	3,56	3,39	3,72	3,50	3,49	3,31	3,42	3,24	3,45	3,35
Oktober . .	3,57	3,39	3,71	3,49	3,48	3,35	3,43	3,26	3,44	3,32
November . .	3,56	3,35	3,67	3,45	3,48	3,36	3,43	3,28	3,43	3,30
Dezember . .	3,58	3,38	3,64	3,42	3,47	3,33	3,43	3,28	3,42	3,27
Jahres- durchschnitt:	3,51	3,31	3,65	3,46	3,52	3,36	3,43	3,25	3,42	3,28

Tabelle 6 (Fortsetzung).

Im Monate	Monatsdurchschnitte									
	1904		1905		1906		1907		1908	
	3½%	3%	3½%	3%	3½%	3%	3½%	3%	3½%	3%
Januar . .	3,41	3,27	3,43	3,33	3,47	3,38	3,57	3,45	3,74	3,64
Februar . .	3,43	3,33	3,42	3,30	3,46	3,36	3,60	3,47	3,77	3,62
März . . .	3,44	3,34	3,43	3,30	3,47	3,37	3,63	3,52	3,80	3,64
April . . .	3,43	3,33	3,44	3,30	3,48	3,38	3,65	3,53	3,83	3,67
Mai . . .	3,43	3,34	3,45	3,32	3,50	3,40	3,70	3,57	3,83	3,66
Juni . . .	3,43	3,32	3,45	3,32	3,51	3,42	3,74	3,59	3,81	3,63
Juli . . .	3,43	3,33	3,46	3,32	3,53	3,41	3,74	3,59	3,81	3,62
August . .	3,42	3,34	3,46	3,33	3,54	3,45	3,79	3,66	3,80	3,59
September .	3,43	3,34	3,47	3,34	3,54	3,46	3,74	3,59	3,80	3,57
Oktober . .	3,44	3,35	3,48	3,36	3,57	3,48	3,72	3,55	3,78	3,58
November . .	3,45	3,36	3,48	3,37	3,57	3,48	3,75	3,63	3,71	3,53
Dezember . .	3,44	3,34	3,48	3,37	3,57	3,45	3,78	3,64	3,70	3,52
Jahres- durchschnitt:	3,43	3,33	3,45	3,33	3,52	3,42	3,70	3,56	3,78	3,60

Tabelle 7.

## Monatliche Durchschnittskurse

Im Monate	1890	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898
Januar . . .	103,08	98,36	99,18	100,19	100,59	104,82	104,76	103,76	103,52
Februar . . .	102,75	98,83	98,81	101,12	101,51	104,65	105,05	104,02	103,90
März . . .	101,68	99,08	99,09	101,22	101,50	104,67	105,43	103,70	103,57
April . . .	101,52	99,13	99,80	101,17	101,58	104,91	105,32	103,85	103,10
Mai . . .	101,33	98,96	100,13	100,61	101,70	105,01	105,10	104,03	103,20
Juni . . .	100,55	98,82	100,55	100,65	102,04	104,46	104,65	104,01	102,85
Juli . . .	100,33	98,75	100,66	100,78	102,38	104,52	104,93	104,01	102,60
August . . .	99,36	97,78	100,81	99,98	102,73	104,50	104,85	103,82	102,50
September . . .	99,63	97,56	100,48	99,59	103,26	103,66	104,10	103,38	101,85
Oktober . . .	99,06	97,80	100,26	99,71	103,28	103,89	103,75	102,84	101,65
November . . .	97,83	97,57	100,02	99,62	103,87	103,95	103,53	102,75	101,27
Dezember . . .	97,72	98,09	99,89	99,93	104,23	104,20	103,43	102,87	101,35
Jahresdurchschnitt:	100,45	98,39	99,97	100,38	102,39	104,44	104,57	103,58	102,61

<sup>1)</sup> J. Conrad, Volkswirtschaftliche Chronik. 1903 und ff.

Die monatliche Durchschnittsdifferenz zwischen den Realzinsfüßen der  $3\frac{1}{2}\%$ igen und 3%igen Reichsanleihen ist im September 1895 mit 0,38% innerhalb unserer Periode am größten. 1896 steigt der Jahresdurchschnitt noch über den des Jahres 1895 hinaus. Von 1897 ab jedoch nimmt die Differenz mit bemerkenswerten Schwankungen von Jahr zu Jahr rasch ab; 1904 und 1906 ist sie in einzelnen Monatsdurchschnitten mit 0,08% und im Jahresdurchschnitt mit je 0,10% innerhalb unserer Periode am kleinsten, wächst jedoch bis 1908 im Jahresdurchschnitt wieder auf 0,18%. Der  $3\frac{1}{2}\%$ ige Typus sank im Kurs, die drohende Konvertierungsgefahr schwand<sup>1)</sup>, während dagegen die Tilgungshoffnung für den 3%igen trotz seines tiefen Kursstandes bei der zunehmenden Verschlechterung des Reichshaushaltes nicht recht wirksam werden wollte. Doch scheinen

<sup>1)</sup> Da in den Jahren 1899, 1900, 1901, 1906, 1907 und 1908 viele Staaten wiederum zur Aufnahme des 4%igen Typus bei der Emission ihrer Anleihen sich verstehen mußten.

der  $3\frac{1}{2}\%$ -Reichsanleihe<sup>1)</sup>.

1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
101,62	98,44	97,04	101,67	102,84	102,54	101,88	100,91	98,11	93,63
101,68	98,02	98,33	102,12	103,04	102,11	102,37	101,23	97,72	92,84
100,97	96,18	98,17	101,93	102,73	101,73	102,01	100,80	96,51	92,05
100,57	96,78	98,24	101,79	102,78	101,89	101,72	100,48	95,91	91,49
100,76	95,40	98,54	101,84	102,56	101,94	101,43	100,11	94,67	91,39
99,91	95,30	99,88	102,10	101,94	102,02	101,32	99,65	93,62	91,82
100,05	94,99	101,02	102,43	102,30	102,03	101,24	99,55	93,51	91,82
99,36	94,84	101,15	102,77	101,95	102,27	101,11	98,94	92,37	92,04
98,34	94,10	100,41	102,19	101,40	102,03	100,86	98,76	93,56	92,24
98,04	94,46	100,46	101,93	101,74	101,61	100,71	98,04	94,12	92,66
98,23	95,26	100,45	101,93	102,05	101,44	100,66	97,93	93,21	94,41
97,70	96,07	100,80	102,07	102,25	101,65	100,70	98,08	92,56	94,52
99,77	95,80	99,54	102,06	102,30	101,94	101,33	99,54	94,66	92,58

daneben in Anbetracht dieser beträchtlichen Schwankungen in der Zinsfußdifferenz, wie sie ganz besonders scharf auch in der beiderseitigen absoluten und relativen Kursbewegung zutage treten (Tabelle 7, 8, 9, 10), noch andere Gründe für die gegenseitig abweichende Gestaltung der beiden Zinsfußtypen maßgebend gewesen zu sein<sup>1)</sup>.

Von den Zinsfußtypen der Reichsanleihe verdient in unserer Betrachtung der  $3\frac{1}{2}\%$ ige den Vorzug. Da er sich am geringsten vom Paristande entfernt, ist er — abgesehen von den drei ersten Jahren unserer Periode — am wenigsten den Einflüssen der Konvertierungs- oder Tilgungsmöglichkeit und, da er nur an deutschen Börsen notiert ist, auch am wenigsten den Einflüssen ausländischer Börsen unterworfen und spiegelt daher am getreuesten die Konjunktur auf dem inländischen Markte für langfristigen Kredit wider. Seine prozentuale Realverzinsung verdient daher wohl mit Recht den Namen des landesüblichen Zinsfußes.

<sup>1)</sup> Vgl. S. 119 ff.

Tabelle 8.

## Monatliche Durchschnittskurse

Im Monate	1890	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898
Januar . . .		86,81	84,75	86,42	85,98	96,95	99,36	98,69	97,45
Februar . . .		86,35	84,22	87,51	86,63	98,11	99,62	98,07	97,45
März . . .		86,33	84,97	87,59	87,60	98,34	99,78	97,61	97,02
April . . .		86,03	85,75	87,21	88,05	98,34	99,67	97,90	96,67
Mai . . .		85,17	86,42	86,72	88,85	98,39	99,60	97,94	96,75
Juni. . .		85,63	87,59	86,79	90,27	99,32	99,48	97,82	95,90
Juli . . .		84,95	87,72	86,45	91,08	99,86	99,75	97,76	95,20
August . .		84,02	87,68	85,36	91,94	100,14	99,63	97,69	95,00
September .		83,74	87,35	85,19	94,41	99,84	99,—	97,36	93,90
Oktober . .	<sup>2)</sup>	84,05	86,72	85,42	93,81	99,26	98,30	96,99	93,10
November .	86,37	83,85	86,12	85,11	94,67	98,96	98,23	97,00	93,77
Dezember .	86,46	84,39	85,96	85,51	95,32	99,39	98,19	97,06	94,10
Jahresdurchschnitt:	87,05	85,11	86,27	86,27	90,72	98,91	99,22	97,65	95,53

<sup>1)</sup> Aus J. Conrad, Volkswirtschaftliche Chronik. 1903 und ff.

<sup>2)</sup> Am 7. Oktober 1890 zum ersten Male an der Berliner Börse

Die Jahresdurchschnitte des Realzinsfußes der 3 1/2 %igen Reichsanleihe — wir nennen ihn kurz den Wertpapierzinsfuß — zeigen 1895 einen Stand von 3,35 %; 1896 sinkt die Kurve, wie allerdings nur aus den Kursen ersichtlich ist, noch etwas tiefer auf den niedrigsten Punkt der ganzen Periode. Von da steigt sie in den folgenden Jahren rasch bis auf den Hochpunkt des Jahres 1900 von 3,65 %. 1900 schlägt sie wieder eine sinkende Bewegung ein, die 1903 auf den Tiefpunkt von 3,42 % anlangt, um dann in steigender Linie auf den höchsten Stand unserer Periode von 3,78 % im Jahre 1908 zu klimmen. (Siehe Tabelle 6.)

Die monatlichen Durchschnitte des Wertpapierzinsfußes geben uns in ihrer absoluten und — bezüglich der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres — relativen Gestaltung ein genaueres Bild von der Bewegung der Kurve. Absolut betrachtet, sinkt sie während des Jahres 1895 bis zum März 1896 gelinde auf den Minimalsatz von 3,32 %; in den nächsten Monaten und den beiden folgenden Jahren hebt sie sich

der 3‰-Reichsanleihe<sup>1)</sup>.

1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
93,47	88,71	87,21	90,72	91,99	91,69	89,35	88,88	86,98	82,50
93,05	87,93	88,83	92,18	93,15	90,18	91,02	89,19	86,41	82,92
92,47	86,42	88,47	92,73	92,65	89,71	91,—	88,90	85,21	82,41
91,90	86,24	88,30	92,39	92,55	90,21	90,92	88,67	84,91	81,83
92,06	85,92	88,14	92,08	92,06	89,76	90,44	88,17	83,91	82,08
90,63	87,12	88,77	92,84	91,49	90,22	90,25	87,79	83,63	82,76
90,21	86,11	90,29	93,01	91,28	90,19	90,32	87,90	83,56	82,81
89,34	85,82	91,45	92,86	90,35	89,85	90,06	86,96	81,98	83,61
88,40	85,78	90,50	92,49	89,55	89,76	89,71	86,75	83,47	83,95
88,63	86,04	89,66	92,02	90,34	89,46	89,22	86,24	84,55	83,69
89,63	87,07	89,37	91,45	90,86	89,34	89,13	86,29	82,72	84,92
88,71	87,71	90,19	91,35	91,62	89,84	88,98	86,99	82,49	85,34
90,71	86,74	89,27	92,18	91,49	90,02	90,08	87,73	84,15	83,24

zum Kurse von 87,90 notiert.

nur sachte, von Anfang 1899 dagegen sehr steil bis September 1900 auf 3,72 %; der Rückschlag erfolgt sehr rasch bis gegen Ende 1901, von da ab nur noch sehr langsam, bis Februar 1903 von einem Stande aus von 3,40 % die neue Aufwärtsbewegung einsetzt, die namentlich vom März 1906 ab mit großen Sprüngen bis zur Maximalhöhe von 3,83 % im April und Mai 1908 emporstrebte; bis Dezember dieses Jahres ist die Kurve wieder beträchtlich bis 3,70 % herabgesunken. (Siehe Tabelle 6.)

Die relative Gestaltung des Wertpapierzinsfußes gibt die Bewegung, losgelöst von den periodischen Schwankungen innerhalb der einzelnen Jahre, noch schärfster wieder. Ihr zufolge haben sich die verschiedenen konträren Tendenzen jeweils zu nicht unerheblich späteren Zeitpunkten ausgelöst. So reicht die sinkende Bewegung von 1895 bis September 1896; die darauf folgende steigende erstreckt sich bis Januar 1901. Der Rückschlag wird erst Mai 1903 abgelöst, nur das Ende dieses Jahres, die Mitte des folgenden

**Tabelle 9.**  
Differenz der monatlichen Durchschnittskurse  
schnittskursen der gleichen Monate

Im Monate	1892 gegen 1891	1893 gegen 1892	1894 gegen 1893	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897
Januar . . .	+ 0,82	+ 1,01	+ 0,40	+ 4,23	- 0,06	- 1,-	- 0,24
Februar . . .	- 0,02	+ 2,31	+ 0,39	+ 3,14	+ 0,40	- 1,03	- 0,12
März . . .	+ 0,01	+ 2,13	+ 0,28	+ 3,17	+ 0,76	- 1,73	- 0,13
April . . .	+ 0,67	+ 1,37	+ 0,41	+ 3,33	+ 0,41	- 1,47	- 0,75
Mai . . .	+ 1,17	+ 0,48	+ 1,09	+ 3,31	+ 0,09	- 1,07	- 0,83
Juni . . .	+ 1,73	+ 0,10	+ 1,39	+ 2,42	+ 0,19	- 0,64	- 1,16
Juli . . .	+ 1,91	+ 0,12	+ 1,60	+ 2,14	+ 0,41	- 0,92	- 1,41
August . . .	+ 3,03	- 0,83	+ 2,75	+ 1,77	+ 0,35	- 1,03	- 1,32
September . .	+ 2,92	- 0,89	+ 3,67	+ 0,40	+ 0,44	- 0,72	- 1,53
Oktober . . .	+ 2,46	-- 0,55	+ 3,57	+ 0,61	- 0,14	- 0,91	- 1,19
November . .	+ 2,45	- 0,40	+ 4,25	+ 0,08	- 0,42	- 0,78	- 1,48
Dezember . .	+ 1,80	+ 0,04	+ 4,30	- 0,03	- 0,77	- 0,56	- 1,52

<sup>1)</sup> + = Der Kurs ist gegenüber dem gleichen Monate des Vor-  
— = " " " " " " "

**Tabelle 10.**  
Differenz der monatlichen Durchschnittskurse  
schnittskursen der gleichen Monate

Im Monate	1892 gegen 1891	1893 gegen 1892	1894 gegen 1893	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897
Januar . . .	- 2,09	+ 1,65	-- 0,44	+ 10,97	+ 2,41	- 0,67	- 1,24
Februar . . .	- 2,18	+ 3,27	- 0,88	+ 11,48	+ 1,51	- 1,55	- 0,62
März . . .	- 1,53	+ 2,60	+ 0,01	+ 10,74	+ 1,44	- 2,17	- 0,59
April . . .	- 0,31	+ 1,46	+ 0,84	+ 10,29	+ 1,33	- 1,77	- 1,23
Mai . . .	- 1,36	+ 0,32	+ 2,13	+ 9,54	+ 1,21	- 1,66	- 1,19
Juni . . .	+ 2,11	- 0,77	+ 3,48	+ 9,05	+ 0,16	- 1,66	- 1,92
Juli . . .	+ 2,84	- 1,21	+ 4,63	+ 8,78	- 0,11	- 1,99	- 2,56
August . . .	+ 3,63	- 2,28	+ 6,58	+ 8,20	- 0,51	- 1,94	- 2,69
September . .	+ 3,59	- 2,15	+ 9,22	+ 5,43	- 0,84	- 1,64	- 3,46
Oktober . . .	+ 2,65	- 1,26	+ 8,39	+ 5,45	- 0,96	- 1,31	- 3,89
November . .	+ 2,22	- 0,94	+ 9,56	+ 4,29	- 0,73	- 1,23	- 3,23
Dezember . .	+ 1,57	- 0,42	+ 9,81	+ 4,09	- 1,20	- 1,13	- 2,96

<sup>1)</sup> + = Der Kurs ist gegenüber dem gleichen Monate des Vor-  
— = " " " " " " "

der 3½%-Reichsanleihe gegenüber den Durch-  
des jeweiligen Vorjahres<sup>1)</sup>.

1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
— 1,90	— 3,18	— 1,40	+ 4,63	+ 1,17	— 0,30	— 0,66	— 0,97	— 2,80	— 4,48
— 2,22	— 3,66	+ 0,31	+ 3,79	+ 0,92	— 0,93	+ 0,27	— 1,14	— 3,51	— 4,88
— 2,60	— 4,79	+ 1,99	+ 3,76	+ 0,80	— 1,—	+ 0,28	— 1,21	— 4,29	— 4,46
— 2,53	— 3,79	+ 1,46	+ 3,55	+ 0,99	— 0,89	— 0,17	— 1,24	— 4,57	— 4,42
— 2,44	— 5,36	+ 3,14	+ 3,30	+ 0,72	— 0,62	— 0,51	— 1,32	— 5,44	— 3,28
— 2,94	— 4,61	+ 4,58	+ 2,22	+ 0,16	+ 0,08	— 0,70	— 1,67	— 6,03	— 1,80
— 2,55	— 5,06	+ 6,03	+ 1,41	— 0,13	— 0,27	— 0,79	— 1,69	— 6,04	— 1,69
— 3,14	— 4,52	+ 6,31	+ 1,62	— 0,82	+ 0,32	— 1,16	— 2,17	— 6,57	— 0,33
— 3,51	— 4,24	+ 6,31	+ 1,78	— 0,79	+ 0,63	— 1,17	— 2,10	— 5,20	— 1,32
— 3,61	— 3,58	+ 6,—	+ 1,47	— 0,19	— 0,13	— 0,90	— 2,67	— 3,92	— 1,46
— 3,04	— 2,97	+ 5,19	+ 1,48	+ 0,12	— 0,61	— 0,78	— 2,73	— 4,72	+ 1,20
— 3,65	— 1,63	+ 4,73	+ 1,27	+ 0,18	— 0,60	— 0,95	— 2,62	— 5,43	+ 1,87

jahres gestiegen.  
„ gefallen.

der 3%-Reichsanleihe gegenüber den Durch-  
des jeweiligen Vorjahres<sup>1)</sup>.

1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
— 3,98	— 4,76	— 1,50	+ 3,51	+ 1,27	— 0,30	— 2,34	— 0,47	— 1,90	— 4,48
— 4,40	— 5,12	+ 0,90	+ 3,35	+ 0,97	— 2,97	+ 0,84	— 1,88	— 2,78	— 3,49
— 4,55	— 6,05	+ 2,05	+ 4,26	— 0,08	— 2,94	+ 1,29	— 2,10	— 3,69	— 3,08
— 4,77	— 5,66	+ 2,06	+ 4,09	+ 0,16	— 2,34	+ 0,71	— 2,25	— 3,76	— 3,80
— 4,69	— 6,14	+ 2,22	+ 3,94	— 0,02	— 2,30	+ 0,68	— 2,27	— 4,26	— 1,83
— 5,27	— 3,51	+ 1,65	+ 4,07	— 1,35	— 1,27	+ 0,03	— 2,46	— 4,16	— 0,87
— 4,99	— 4,10	+ 4,18	+ 2,72	— 1,73	— 1,09	+ 0,13	— 2,42	— 4,34	— 0,75
— 5,66	— 3,52	+ 5,63	+ 1,41	— 2,51	— 0,50	+ 0,21	— 3,10	— 4,98	+ 1,63
— 5,50	— 2,62	+ 4,72	+ 1,99	— 2,94	+ 0,21	+ 0,05	— 2,96	— 3,28	+ 0,48
— 4,47	— 2,59	+ 3,62	+ 2,36	— 1,68	— 0,88	— 0,24	— 2,98	— 1,69	— 0,86
— 4,14	— 2,56	+ 2,30	+ 2,08	— 0,59	— 1,52	— 0,21	— 2,84	— 3,57	+ 2,20
— 5,39	— 1,—	+ 2,48	+ 1,16	+ 0,27	— 1,78	— 0,86	— 1,99	— 4,50	+ 2,85

jahres gestiegen.  
„ gefallen.

und der Anfang 1905 zeigt geringe Rückfälle. Der neue Rückgang zu Ende der Periode kommt erst November 1908 zum Ausdruck. Auch die Intensität der Auf- und Abwärtsbewegung erhält nach dieser Betrachtungsweise gegenüber der vorhergehenden eine zeitliche Rückverschiebung. Die Steigerungen waren am stärksten von Februar 1899 bis November 1900 und von Mitte 1906 bis Ende 1907, die Rückgänge in der ersten Hälfte 1895 und von April 1901 bis Mitte 1902. (Siehe Tabelle 7.)

Ein Vergleich der Kurve des Wertpapierzinsfußes mit der des Diskonts bestätigt die oben über das Verhältnis des Marktes für kurzfristigen zu dem für langfristigen Kredit ausgesprochene Behauptung. Beide Zinsfußarten zeigen in ihrer geschichtlichen Gestaltung einen deutlichen Parallelismus als Folge ihrer Solidarität. Die Ungleichheiten, aus der Charakterverschiedenheit sich ergebend, liegen in der Intensitäts- und Temporalitätsdifferenz ihrer Bewegungen.

## II. Der Hypothekenzinsfuß.

Julius Kahn<sup>1)</sup> hat der statistischen Erfassung des Hypothekenzinsfußes für die erste Hälfte und die Mitte des vergangenen Jahrhunderts eine äußerst sorgfältige und fruchtbare Beachtung geschenkt. Seitdem ist vieles um den Realkredit anders geworden. Nicht allein hat sich durch die politische und wirtschaftliche Konsolidierung Deutschlands die territoriale und lokale Verschiedenheit auch der Grundkreditverhältnisse längst mehr und mehr ausgeglichen, mit der raschen Entwicklung Deutschlands vom Agrar- zum Industriestaat ist der Realkredit von einem überwiegend ländlich-agrarischen zu einem überwiegend städtisch-industriellen ausgewachsen; die Gesetzgebung hat durch die einheitliche Regelung des Grundbuchwesens die Grundschuldverhältnisse geklärt und den Realkredit gefestigt, es hat endlich mit all dem in enger Beziehung in den letzten

<sup>1)</sup> Julius Kahn, a. a. O.

Jahrzehnten eine gewaltige Entwicklung der Grundkreditinstitute eingesetzt, die die Ausbildung und Mobilisierung des deutschen Realkredites auf eine alle anderen Kulturstaaten weit überragende Stufe emporgetragen hat. So hat seit jener Zeit der Hypothekenzinsfuß einmal ganz gewaltig an Einheitlichkeit zugenommen, wenn er auch in Anbetracht der jungen Verhältnisse noch weit von der konzentrierten Marktkristallisation des Handelszinsfußes entfernt ist, und anderseits hat er sich zunehmend den Wellenbewegungen der industriellen Konjunkturverhältnisse anschließen müssen.

Um die Bewegungen des Hypothekenzinsfußes statistisch zu erfassen, gibt es verschiedene Methoden<sup>1)</sup>: entweder die Durchsicht der Hypothekeneintragungen in das Grundbuch oder die Ermittlung aus den privaten Berichten des freien Hypothekenmarktes oder endlich die Ermittlung aus den Akten der Grundkreditinstitute.

Bei der schweren Zugänglichkeit der Grundbücher und bei der Langwierigkeit des Verfahrens infolge der für diesen Zweck sehr ungünstigen Anlage der Bücher, ist diese Quelle, die für Kahn — allerdings unter völlig anderen Verhältnissen — so reichlich floß, nicht recht ausbeutbar. Es bleiben also nur die beiden anderen Methoden.

Der private Hypothekenmarkt und die Grundkreditinstitute stehen in scharfem gegenseitigem Konkurrenzverhältnis. Durch die Kapitalmacht der Banken wird der private Markt gezwungen, unter billigeren Bedingungen zu handeln, der Zinsfuß wird also hier — ähnlich wie beim Diskontsatz — niedriger sein, als der Bankzinsfuß<sup>2)</sup>. Beide Hypothekenzinsfüße aber werden einander infolge dieses Konkurrenzverhältnisses mit gleichbleibender Spannung in

---

<sup>1)</sup> Vgl. Paul Homburger, a. a. O. S. 68.

<sup>2)</sup> Wir betrachten hier nur den Zinsfuß für erste, unbedingt sichere Hypotheken. Daneben stellt jedoch — ebenso wie beim Diskontsatz — der freie Markt auch höhere Sätze auf als die Hypothekenbanken, aber nur, wenn die reale Unterlage der Hypothekenforderungen eine solche Erhöhung des reinen Zinsfußes um die Risikoprämie rechtfertigt.

ihren Bewegungen folgen müssen. Die Bewegung beider wiederum wird eng an den Wertpapierzinsfuß geknüpft sein, da einmal den privaten Geldgebern der Fondsmarkt mit gleichfalls langfristigem Kredit, und den Geldgebern auf diesem der Hypothekenmarkt offensteht, und da anderseits die Banken mit ihren Hypothekenzinsforderungen direkt an den Wertpapierzinsfuß gebunden sind.

Mit der Statistik des privaten Hypothekenzinsfußes hat es seine Schwierigkeiten; der freie Hypothekenmarkt ist noch zu wenig konsolidiert, als daß die jeweiligen Angebot- und Nachfrageverhältnisse in einem festen, einheitlichen Satze ihren Niederschlag, ihren Ausdruck fänden, und die einzelnen unscharfen, teilweise voneinander abweichenden Notizen werden nur von privater Seite aufgestellt und veröffentlicht. So kommt es, daß unsere verschiedenen statistischen Tabellen über den Hypothekenzinsfuß des freien Marktes nicht immer völlig miteinander harmonieren; immerhin zeigen sie in ihren großen Linien deutlich, wie der private Hypothekenzinsfuß sich parallel den übrigen Zinsarten, namentlich dem Wertpapierzinsfuß entwickelt hat. Er steigt von Anfang unserer Periode bis 1900, fällt bis 1903 und erhebt sich mit kleiner Senkung des Jahres 1905 bis zum Jahre 1907; 1908 zeigt wieder eine Abschwächung. (Siehe Tabelle 11.)

Bei der statistischen Erfassung des von den Grundkreditinstituten geforderten Hypothekenzinsfußes (Hypothekenanstaltszinsfuß) haben wir zu unterscheiden zwischen dem der Erwerbsgesellschaften, Hypothekenbanken, und dem der Genossenschaften, in der Hauptsache Landschaften.

Alle diese Institute gewähren ihre Hypothekendarlehen auf Grund der Emission von Pfandbriefen, und zwar ohne Gewinnabsicht, wie die genossenschaftlichen Hypothekenanstalten, oder mit Gewinnabsicht, wie die Hypothekenbanken. Der Gewinn der letzteren besteht in einer Differenz zwischen dem Zinsfuße, den sie von den Hypothekenschuldern als Hypothekenzinsfuß fordern, und dem, den sie auf Grund der Pfandbriefemission den Pfandbrief-

**Tabelle 11.**

**Jährliche Zinssätze für erste Hypotheken am Berliner Hypothekenmarkt<sup>1).</sup>**

1894: $4\frac{1}{4}$ —4— $3\frac{7}{8}$ — $3\frac{3}{4}$ %.	1902: $4\frac{1}{4}$ — $3\frac{7}{8}$ —4 %.
1895: $4\frac{3}{8}$ — $3\frac{7}{8}$ — $3\frac{3}{4}$ — $3\frac{1}{2}$ %.	1903: $3\frac{7}{8}$ — $3\frac{3}{4}$ —4 %.
1896: $3\frac{3}{4}$ — $3\frac{1}{2}$ —4 %.	1904: 4— $4\frac{1}{4}$ %.
1897: 4— $3\frac{3}{4}$ — $3\frac{1}{2}$ %.	1905: 4— $4\frac{1}{8}$ %.
1898: $3\frac{3}{4}$ — $4\frac{1}{4}$ %.	1906: $4\frac{1}{8}$ —4— $4\frac{1}{4}$ %.
1899: 4— $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{3}$ — $4\frac{1}{2}$ %.	1907: $4\frac{1}{4}$ —4— $4\frac{3}{8}$ — $4\frac{1}{2}$ %.
1900: $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{8}$ — $4\frac{1}{2}$ %.	1908: $4\frac{1}{2}$ — $4\frac{1}{8}$ — $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{2}$ %.
1901: $4\frac{1}{2}$ — $4\frac{1}{4}$ —4 %.	

**Jährliche Zinssätze für erste Hypotheken am Berliner Hypothekenmarkt<sup>2).</sup>**

<b>a) Auf dem Privatmarkt</b>	<b>b) Bei den Hypothekenbanken</b>
1897: $3\frac{5}{8}$ — $3\frac{7}{8}$ %.	$3\frac{7}{8}$ —4— $4\frac{1}{4}$ %.
1898: $3\frac{3}{4}$ — $4\frac{1}{3}$ %.	$4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{3}$ %.
1899: $3\frac{3}{4}$ — $4\frac{1}{4}$ %.	$4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{3}$ %.
1900: $4\frac{1}{8}$ — $4\frac{3}{8}$ %.	$4\frac{1}{4}$ — $4\frac{5}{8}$ %.
1901: $4\frac{1}{4}$ —4 %.	$4\frac{3}{8}$ — $4\frac{5}{8}$ — $4\frac{3}{4}$ — $4\frac{3}{8}$ — $4\frac{1}{4}$ %.
1902: $3\frac{7}{8}$ — $3\frac{3}{4}$ %.	$4\frac{1}{8}$ —4 %.
1903: $3\frac{5}{8}$ — $3\frac{7}{8}$ %.	$3\frac{7}{8}$ — $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{8}$ %.
1904: $3\frac{7}{8}$ — $3\frac{3}{4}$ %.	$4\frac{1}{8}$ —4— $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{3}$ — $4\frac{1}{8}$ %.
1905: $3\frac{5}{8}$ — $3\frac{3}{4}$ — $3\frac{7}{8}$ %.	4— $4\frac{1}{8}$ — $4\frac{1}{4}$ %.
1906: $3\frac{3}{4}$ — $3\frac{7}{8}$ —4 %.	$4\frac{1}{8}$ — $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{3}{8}$ — $4\frac{1}{2}$ %.
1907: 4— $4\frac{1}{8}$ — $4\frac{1}{4}$ %.	$4\frac{1}{8}$ — $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{3}{8}$ — $4\frac{1}{2}$ — $4\frac{3}{4}$ %.
1908: $4\frac{1}{4}$ — $4\frac{1}{8}$ %.	$4\frac{1}{2}$ — $4\frac{1}{3}$ — $4\frac{3}{8}$ — $4\frac{1}{8}$ %.

<sup>1)</sup> Aus „Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfes eines Gesetzes betreffend Änderung im Finanzwesen“. Berlin 1908, Teil IV E., S. 286.

<sup>2)</sup> Aus den „Jahresberichten des Vereins Berliner Grundstücks- und Hypotheken-Makler“. Berlin 1907—1908.

inhabern als Realzinsfuß der Pfandbriefe geben müssen. Unter der Voraussetzung, daß bei freier Konkurrenz der Banken die Differenz zwischen den beiden Zinsfüßen konstant bleibt, ist also hier die Bewegung des Hypothekenbankzinsfußes ganz besonders fest mit dem Realpfandbriefzinsfuß und damit mit dem Wertpapierzinsfuß schlechthin verkettet. Der induktive Nachweis für diese aprioristisch bedingte Tatsache spricht denn auch sowohl aus den uns von der Deutschen Grundkreditbank in Gotha und von der Hypothekenbank in Hamburg freundlichst überlassenen durchschnittlichen Originalhypothekensätzen (siehe Tabelle 12),

als auch aus dem von Paul Homburger aufgestellten und von uns ergänzten Schema von Hypothekenzinsfußberechnungen für die Bayrische Hypotheken- und Wechselbank (München) und für die Preußische Zentral-Bodenkredit-Aktiengesellschaft (Berlin). (Siehe Tabelle 13 und 14.)

Bei den genossenschaftlichen Grundkreditinstituten vollends ist die Anlehnung des Hypothekenzinsfußes an den

**Tabelle 12.**

Jährlicher Durchschnitt des Hypothekenzinsfußes bei der Deutschen Grundkreditbank, Gotha<sup>1)</sup>.

Hypothekarische Beleihungen			
im Jahre	Stück	mit insgesamt Mk.	zum Durchschnitts- zinsfuße von
1894	137	14 310 500	4,244 %
1895	199	19 243 100	3,944 %
1896	90	7 341 000	3,99 %
1897	52	5 946 500	4,026 %
1898	23	2 398 624	4,16 %
1899	122	19 605 400	4,33 %
1900	95	7 311 800	4,45 %
1901	71	8 655 500	4,46 %
1902	191	22 647 600	4,28 %
1903	321	41 016 700	4,26 %
1904	291	36 698 000	4,31 %
1905	422	61 326 500	4,26 %
1906	171	34 489 400	4,33 %
1907	37	11 465 000	4,44 %
1908	49	20 207 500	4,744 %

Jährlicher Durchschnitt des Hypothekenzinsfußes bei der Hypothekenbank in Hamburg<sup>1)</sup>.

1894: 4,125 %.	1902: 4,125 %.
1895: 3,87 %.	1903: 4,125 %.
1896: 3,93 %.	1904: 4,125 %.
1897: 3,875 %.	1905: 4,125 %.
1898: 4,01 %.	1906: 4,333 %.
1899: 4,32 %.	1907: 4,49 %.
1900: 4,43 %.	1908: 4,48 %.
1901: 4,42 %.	

<sup>1)</sup> Nach freundlichst uns von der Bankdirektion überlassenen Mitteilungen.

Tabelle 13.

Der Hypothekenzinsfuß bei den von der Bayer. Hypotheken- und Wechselbank (München) gewährten Darlehen 1894—1808<sup>1)</sup>.

im Jahre	Die Darlehen wurden gewährt auf Grund	Durchschnittskurs der betr. Pfandbriefe	Nomineller Hypothekenzinsfuß	Realhypothekenzinsfuß
1894	3 $\frac{1}{2}$ % Pfandbr.	98,85	4 %	4,05 %
1895	" "	101,42	"	4,00—3,94 %
1896	" "	100,28	"	4,00—3,99 %
1897	" "	100,16	"	4,00—3,99 %
1898	" "	98,52	"	4,06 %
1899	" "	96,13	"	4,16 %
1900	4 % "	100,17	4 $\frac{1}{2}$ %	4,50—4,49 %
1901	" "	101,08	"	4,50—4,45 %
1902	4 u. 3 $\frac{1}{2}$ % "	103,56 resp.	4 $\frac{1}{2}$ % u. 4 %	4,50—4,34 resp. 4,09 %
1903	3 $\frac{1}{2}$ % "	99,24	4 %	4,03 %
1904	" "	98,92	"	4,05 %
1905	" "	99,01	"	4,04 %
1906	" "	97,68	"	4,10 %
1907	4 % "	100,66	4 $\frac{1}{2}$ %	4,50—4,47 %
1908	" "	99,90	"	4,51 %

<sup>1)</sup> Von 1894—1903 aus P. Homburger, a. a. O. S. 94; vgl. dazu S. 68 ff. — Von 1904—1908 nach freundlichst überlassenen Angaben der Bankdirektion berechnet.

Wertpapierzinsfuß zur fast völligen Identität verdichtet. Da nämlich diese Institute nicht auf Gewinn abzielen, muß bei ihnen, abgesehen von einer geringfügigen, gleichmäßigen Quote für Verwaltungsunkosten, der Hypothekenzinsfuß der gleiche sein wie der Realzinsfuß ihrer Pfandbriefe. Da nun aber dieser sich vollständig in Übereinstimmung mit dem Wertpapierzinsfuß entwickelt hat, so ist hier der Parallelismus zwischen den beiden Zinsfußarten für langfristigen Kredit der denkbar engste.

Trotz oder gerade infolge dieser engen Beziehungen zwischen Hypotheken- und Wertpapierzinsfuß ist an und für sich eine gegenseitige Beeinflussung noch keineswegs

**Tabelle 14.**  
**Der Hypothekenzinsfuß bei den von der Preußischen Zentral-Bodenkredit-Aktiengesellschaft (Berlin) gewährten Darlehen 1894–1908<sup>1).</sup>**

Jahr	Die Darlehen wurden gewährt auf Grund ih	Emissionskurs bei öffentlichen Subskriptionen	Durchschnitts- kurs der betr. Pfandbriefe	Nomineller Hypo- theken- zinsfuß	Realhypothekenzinssfuß berechnet nach dem Durchschnittskurs der Pfandbriefe	
					Emissionskurs	Realhypothekenzinssfuß, resp.
1894	3½ %	Pfandbr.	96,50 %	98,00 %	3,75 %	3,89 %
1895	"	"	101,50 u. 100,50 %	101,28	"	3,82 %
1896	"	"	101,50 u. 100,50 %	101,70	"	3,75—3,70 %
1897	"	"	100,50 %	100,58	"	3,75—3,69 %
1898	"	"	...	99,15	"	3,75—3,73 %
1899	4 0/0	"	101,50 %	102,39	4,25 %	3,78 %
1900	"	"	100,50 %	100,18	4,25	4,15 %
1901	"	"	98,50 %	99,72	4,25—4,23 %	4,25—4,24 %
1902	"	"	100,—	102,78	"	4,26 %
1903	3½ u. 3½ %	"	102,70 u. 97,25 %	103,45 u. 97,36 %	4,25 u. 3,75 %	4,25—4,14 %
1904	3½ %	"	96,20 %	95,85 %	4,25—4,14 resp. 3,86 %	4,25—4,11 resp. 3,85 %
1905	"	"	—	97,18	3,75 %	3,91 %
1906	4 0/0	"	101,— %	102,26	4,25 %	3,86 %
1907	"	"	101,— u. 99,30 %	99,33	4,25—4,21 %	4,25—4,16 %
1908	"	"	97,80 u. 98,60 u.	98,55	"	4,28 %
			97,50 u. 99,80 %	"	3,34 u. 4,31 u.	4,31 %
					4,25 %	

<sup>1)</sup> Von 1894–1903 aus P. Homburger, a. a. O. S. 94; vgl. dazu S. 68 ff.

<sup>2)</sup> 1904–1908 nach Angaben aus den Geschäftsbüchern der Gesellschaft berechnet.

ausgeschlossen. Diese wird zwar für unsere Betrachtung so lange paralysiert, als das hypothekarische Kreditbedürfnis auf städtisch-industrielle Kreise beschränkt bleibt, denn das städtisch-industrielle Kreditbedürfnis wächst auf dem Boden der allgemeinen industriellen Konjunktur; soweit es aber in hypothekarischer Form Befriedigung sucht, wird es keineswegs vom allgemeinen Hypothekenmarkte absorbiert und entkräftet, sondern durch die Vermittlung der Banken in fast unveränderter Stärke auf den Wertpapiermarkt weiter geleitet. Insofern erscheint der Hypothekenmarkt lediglich als unselbständige Vermittlungsabteilung am großen Wertpapiermarkte, gleichsam als ein Schalter einer großen Firma, das die alten Geschäftskunden bedient, jedoch nicht für eigene, sondern für Rechnung der Firma Kasse führt.

Aber gerade an diesen Schalter strömen auch andere, fremde Kunden, nicht allein die alten Geschäftsfreunde aus Industrie und Handel. Andere Kräfte als die industrieller Konjunkturbewegung werden hier wirksam und dies sind die Kreditbedürfnisse ländlich-agrarischer Kreise. Die haben wir in unserer Darstellung bisher völlig außer acht gelassen; hier wäre also die beste Gelegenheit, sie zu fassen. Es zeigt sich jedoch, daß diese gegenüber den industriellen so gering waren, daß ihnen kaum eine Wirkung auf den Leihmarkt zugeschrieben werden kann<sup>1)</sup>.

Von den verschiedenen Arten von Kreditinstituten sind es besonders die Landschaften, die die Befriedigung des rein ländlichen Grundkredites sich zur Aufgabe gemacht haben, während die Hypothekenbanken mehr dem städtischen Grundkredit ihre Tätigkeit zuwenden. Im Jahre 1907

---

<sup>1)</sup> Diese Tatsache erklärt sich nicht allein aus dem großen Untergewicht der landwirtschaftlichen gegenüber der industriellen Produktion im modernen Deutschland, sondern vielmehr aus dem völligen Mangel der Elastizität von Produktionsexpansion und aus der fast völligen Gleichmäßigkeit der Produktionsmethoden, der Stetigkeit der Produktionsintensität. Von der Natur ist das agrare Kapital fest an die Scholle geheftet, es kann nicht wandern und kommt daher nur selten mit dem Markte und jenem Schalter in Berührung.

besaß die Gesamtheit der Hypothekenbanken hypothekarische Forderungsrechte in der Gesamthöhe von 9177,5 Mill. Mk.<sup>1)</sup>; davon fielen 595,7 Mill. Mk.<sup>1)</sup>, also 6,49 %, auf landwirtschaftliche, dagegen 8581,9 Mill. Mk.<sup>1)</sup>, also 93,51 %, auf städtische Grundstücke. Selbst wenn wir die Gesamtheit der sämtlichen Landschaften im gleichen Jahre eigenen Hypotheken als agrarische betrachten, und deren Summe in der Ziffer ihrer 1907 im Umlauf befindlichen Pfandbriefe in Höhe von 2020 Mill. Mk.<sup>2)</sup> approximativ erfassen wollen, so ergibt sich, daß von einer Gesamtsumme von (9177,5 + 2020 =) 11197,5 Mill. Mk. Hypothekenforderungen sämtlicher deutscher Kreditinstitute nur (2020 + 595,7 =) 2615,7 Mill. Mk., also 23,36 %, auf das ländlich-agrarische, dagegen 8581,9 Mill. Mk., also 76,64 %, auf das städtisch-industrielle Kreditbedürfnis fielen.

Aus diesen Zahlen spricht deutlich, daß die Einflüsse der agraren Produktionstätigkeit auf den Hypothekenzinsfuß nur so gering gewesen sein können, daß wir sie ganz übergehen können. Damit verliert die Hypothekenzinsfußentwicklung als solche unser Interesse; sie ist in völlige Abhängigkeit unter die des Wertpapierzinsfußes herabgesunken.

Aber auf ein anderes sei an dieser Stelle noch aufmerksam gemacht; das ist die Änderung des Nominalzinsfußes bei Neuemissionen von Pfandbriefen und deren Einfluß auf den Realwertpapierzinsfuß schlechthin. Die Hypothekenkreditinstitute sind infolge der gesetzlichen Beschränkung der Umlaufsummen ihrer Pfandbriefe an einen festen, kurzfristigen Tilgungsplan gebunden. Je tiefer nun der Kurs irgendeines herrschenden Nominalzinsfußtypus unter Pari herabfällt, desto mehr steigt der Passivzinsfuß der Banken über den reinen Realpfandbriefzinsfuß hinaus, da jene außer dem reinen Realzinsfuße noch das mit sinkendem

---

<sup>1)</sup> Aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. 1908, S. 239.

<sup>2)</sup> Aus „Denkschriftenband . . . .“, Teil IV, S. 101.

Kurse zunehmende Disagio zwischen Emissions- (Kurs-) und Rückzahlungs- (Pari-) wert zu tragen haben. Um diese Steigerung ihres Passivzinsfußes über den reinen Realpfandbriefzinsfuß hintanzuhalten, sind die Banken bedacht, bei sinkendem Pfandbriefkurs möglichst rasch zu einem höheren Nominalzinsfuß bei ihren Neuemissionen überzugehen. Ebenso aber auch werden umgekehrt bei über Pari steigendem Pfandbriefkurs irgendeines herrschenden Nominalzinsfußtypus, also bei zunehmend unter den reinen Realpfandbriefzinsfuß hinunterfallendem Passivzinsfuß der Banken infolge Agiogewinnaussichten, die Kreditinstitute durch die freie Konkurrenz gezwungen, von dem herrschenden höheren zu einem neuen, niedrigeren Nominalzinsfußtypus bei Neuemissionen überzugehen. Diese Änderung des Nominalzinsfußtypus aber ist von großem Einfluß auf die weitere Kursgestaltung der Pfandbriefe und somit sämtlicher Wertpapiere, auch des früheren Zinsfußtypus, da im ersten Falle der Kurs des alten, niedrigeren Zinsfußtypus durch die Einführung des neuen, höheren in seiner Falltendenz, im zweiten Falle der Kurs des alten, höheren Zinsfußtypus durch die Einführung des neuen, niedrigeren in seiner Steigerungstendenz ganz erheblich beschleunigt wird. Namentlich für unsere Betrachtung sind diese Wirkungen von großer Bedeutung, da wir ja die Entwicklung des Wertpapierzinsfußes schlechthin in der eines einzigen Nominalzinsfußtypus, des  $3\frac{1}{2}\%$ igen, geschildert haben und weiter verfolgen wollen.

Die Vorgänge der Nominalzinsfußänderung sind keineswegs als besondere Eigentümlichkeit, dem Pfandbriefmarkte, dem Hypothekenwesen, ausschließlich vorbehalten; die gleichen Tendenzen liegen mehr oder weniger in dem Charakter sämtlicher Wertpapierarten, den Industrie-, Kommunal- und Staatsobligationen, begründet. Praktisch aber geht die Wirkung auf den gesamten Wertpapiermarkt stets vom Pfandbriefmarkte aus. Da die Emissionen der Pfandbriefe am raschesten aufeinanderfolgen, deren Tilgungsplan bei weitem der kurzfristigste ist, und deren Emittenten also

durch Agio- und Disagioschwankungen am intensivsten beeinflußt werden, eilen die Pfandbriefe jeweils allen anderen Wertpapiergattungen in dieser Entwicklung voran und zwingen sie so ihrerseits kraft Marktsolidarität, zunächst in der Kursgestaltung und dann wohl auch in der Nominalzinsfußveränderung rascher nachzufolgen. Aus diesem Grunde haben wir diese Vorgänge auf dem Wertpapiermarkt erst hier zur Darstellung gebracht, obwohl sie an früherer Stelle vielleicht vermißt werden könnten.

Damit hat also unsere Betrachtung über die statistische Entwicklung der verschiedenen Zinsfußarten unser Augenmerk vornehmlich auf zwei Gruppen von Zinssätzen hingelenkt, den Diskontsatz und den Wertpapierzinsfuß. Der Diskontsatz ist vergleichbar mit dem großen Zeiger an der Uhr des allgemeinen Kapitalmarktes, der in rascher Bewegung an der Konjunkturskala auf- und absteigt und die geringsten Verschiebungen zwischen Angebot und Nachfrage anzeigt; der Wertpapierzinsfuß als kleiner Zeiger folgt in bestimmtem Abhängigkeitsverhältnis nur langsam der Bewegung des großen nach und weist nur auf die großen und wichtigen Verschiebungen hin. Wer aber nach der Uhr schauen will, muß beide Zeiger beachten.

— — — — —

## **Zweiter Abschnitt: Die Ursachen dieser Entwicklung.**

Erstes Kapitel: Der inländische Kapitalmarkt.

### **A. Die Gewinnquotengestaltung,**

#### **I. Allgemeine Tendenzen.**

Die theoretische Betrachtung über die Höhe des Zinsfußes, die wir unserer historischen Schilderung vorangestellt haben, hat uns auf drei Gruppen von Ursachen geführt, die die Zinsfußbewegung beeinflussen. Auch in der folgenden pragmatischen Darstellung über die Gründe der Zinsfußbewegung innerhalb unserer Periode lassen wir von diesen drei Gesichtspunkten unsere Untersuchung ausgehen; demgemäß werden wir zunächst die Gestaltung des inländischen Kapitalmarktes, dann die des internationalen Kapitalmarktes und zuletzt die der Elastizität des Geldumlaufs verfolgen und im einzelnen deren Einfluß auf die Zinsfußbewegung festzustellen versuchen.

Die Lage des inländischen Kapitalmarktes oder, bestimmter ausgedrückt, die Lage des Geldkapitalleihmarktes, soweit sie durch das Inland beeinflußt wird, ist, wie wir gesehen haben, einmal abhängig von der durchschnittlichen Gewinnquote und zweitens von den Kapitalbedürfnissen der Staaten und staatlichen Korporationen.

Die allgemeine Gewinnquote ist statistisch direkt nicht erfaßbar. Um ein möglichst genaues Bild dieser Bewegung zu erhalten, sind wir daher gezwungen, verschiedene Umwege einzuschlagen.

Innerhalb eines bestimmten Zeitabschnittes stellt sich der Produktionsgewinn dar als die Differenz zwischen den auf diese Zeitperiode repartierten Generalunkosten, wie Anschaffung und Erhaltung von Gebäuden, Maschinen (stehendes Kapital), der während der Zeit aufgewandten Spezialunkosten, wie Einkaufspreisen von Rohstoffen, Arbeitslöhnen (umlaufendes Kapital), einerseits und den während des Zeitabschnittes erzielten Verkaufspreisen der gewonnenen Produkte andererseits. Der absolute Produktionsgewinn nimmt also zu, einmal, indem diese Differenz bei gleichbleibender Produktionsmenge, und sodann, indem die Produktionsmenge bei gleichbleibender Differenz größer wird. Erster Fall liegt vor, wenn die Generalunkosten durch vereinfachte Produktionsmethoden (mechanische, physikalische, chemische Erfindungen) oder die Spezialunkosten (Einkaufs- und Lohnpreise) sinken oder ferner, wenn die Verkaufspreise steigen. Der zweite Fall liegt vor, wenn die Nachfrage nach den betr. Produkten zunimmt, so daß eine Steigerung oder Erweiterung des Betriebes erforderlich ist. Nun laufen aber unter der Voraussetzung der freien Konkurrenz die Bewegungen der Preise (Einkaufs-, Lohn- und Verkaufspreise) in der Hauptsache einander parallel. Die Verringerung der Spezialunkosten setzt nämlich, mit Berücksichtigung unserer Einschränkung, in den weitaus überwiegenden Fällen eine Verminderung der Nachfrage seitens der Unternehmer der betr. Produktionszweige voraus, die ihrerseits wiederum durch eine Verminderung des Fabrikatenbedarfs veranlaßt ist und zu einer Herabsetzung der Absatzpreise geführt hat. Andrerseits kann das Steigen der Verkaufspreise unter der Voraussetzung freier Konkurrenz nur durch vermehrte Nachfrage nach Produkten verursacht werden; diese aber führt sofort zu einer Erweiterung der Umsätze, die ihrerseits

eine Erhöhung der Rohstoffpreise und der Arbeitslöhne mit sich bringen.

So sucht sich die Gewinnverschiebung, soweit sie auf Preisdifferenzen beruht, möglichst rasch auszugleichen, und nur die Verschiebungen, soweit sie die Generalunkosten und die Umsätze betreffen, erweisen sich auch relativ in bezug auf die Höhe des investierten Gesamtkapitals als bleibend. Die Spezialunkosten wachsen zwar, wie wir gesehen haben, proportional mit den Umsätzen, die Generalunkosten dagegen bleiben in ihrem Steigerungsverhältnis zu letzteren bekanntlich zurück. Daher wird die Bewegung der durchschnittlichen Gewinnquote, wie sie sich durch die Gestaltung der Umsätze ergibt, nicht allein durch das allgemeine Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf dem Absatzmarkt bestimmt, sondern auch wesentlich durch die Gestaltung der einzelnen Betriebe hinsichtlich ihrer Größe und produktiven Leistungsfähigkeit. Je größer die allgemeine Nachfrage, desto größer die allgemeinen Umsätze und die durchschnittliche allgemeine Gewinnquote; je mehr sich die Umsätze in einzelnen Betrieben (Großbetrieben) zusammendrängen, desto größer ist deren spezielle Gewinnquote im Verhältnis zu der der Kleinbetriebe, wodurch wiederum das Niveau der allgemeinen Gewinnquote beeinflußt wird.

Ebenso wie die Gewinnverschiebung aus der Preisgestaltung, streben auch diese Verschiebungen aus Umsätzen und Generalunkosten danach, sich auszugleichen, aber das Ringen ist schwerer, und die Kämpfe dauern je nach den Schwierigkeiten, die zu überwinden sind, länger. So können sich die allgemeinen Umsätze nur langsam einer gesteigerten Nachfrage anpassen, denn Betriebsausdehnungen, die dazu erforderlich sind, lassen sich nicht sofort ausführen. Der Ausgleich aber erfolgt, wenn die gesteigerte Produktion die Nachfrage überflügelt hat; er setzt meist plötzlich und gewaltsam ein und heißt Produktionskrise. Über noch längere Zeiträume erstreckt sich das Streben nach Auslösung in den Gewinnverschiebungen, die auf der Gestaltung der Betriebe und der Verringerung der Generalunkosten basieren. Diese

Kämpfe ziehen sich durch mehrere Produktionsetappen hindurch und drücken einer größeren Periode ihren Stempel auf.

Unsere bisherige Voraussetzung der freien Konkurrenz trifft jedoch nicht immer zu; diese kann durch Monopolstellung der Unternehmungen ausgeschlossen sein; dann freilich ist die Festsetzung der Preise mehr der Willkür der Unternehmer anheim gestellt, der Gewinn kann dann bis zu einem gewissen Grade nach deren Belieben hinsichtlich Höhe und Zeitdauer reguliert werden.

Daraus ergibt sich, daß die Gestaltung der Gewinnquote vornehmlich von folgenden Momenten abhängig ist: von der Größengestaltung und Leistungsfähigkeit einzelner Betriebe, von Monopolisierung der Unternehmung, von technischen Erfindungen und Neuerungen, von der Gestaltung der Umsätze oder der allgemeinen Konjunktur.

Mit der Entwicklung der Dampfkraft für mechanische Bewegung seit Mitte des letzten Jahrhunderts und der Entwicklung der Aktiengesellschaften, die in Deutschland seit Gründung des Reichs ihre gesetzliche Sanktion erhielten, ist, im Konkurrenzkampf der Gewerbefreiheit gestählt, die moderne Großindustrie, der Großbetrieb, rasch emporgeblüht. Die normale Weiterentwicklung hätte notwendig zu einem immer erbitterteren Ringen unter den einzelnen Unternehmungen um die Vorherrschaft führen müssen; zahlreiche schwächere Konkurrenten wären unterlegen, und schließlich wäre ein einziger übrig geblieben, der als mächtigster Kämpfe den Kampfplatz behauptet hätte<sup>1)</sup>. Diesen Weg scheint jedoch die Entwicklung in Deutschland nicht einschlagen zu wollen. Mit der zunehmenden Größe der Rivalbetriebe wurde der Kampf zu schwierig, das Risiko im Falle des Unterliegens zu groß; die Unternehmer zogen es vor.

---

<sup>1)</sup> Vgl. Julius Steinberg, Bonn, Die Konzentration im Bankgewerbe, Berlin 1906. R. Calwer, Kartelle und Trusts, Berlin.

sich zu einigen, um vertragsmäßig den Kaufpreis, die absolute Beherrschung des Marktes, unter sich zu teilen. Das deutsche Wirtschaftsleben steht mitten im Stadium dieser Entwicklung, die Tendenz der Kapitalkonzentration zu einzelnen Riesenbetrieben scheint noch nicht völlig erlahmt zu sein, andererseits hat die Tendenz zum Zusammenschluß der einzelnen Betriebe in der Kartellbewegung ganz erhebliche Fortschritte gemacht.

Der Großbetrieb kann eine weit höhere und stabilere Gewinnquote erzielen als der Kleinbetrieb, nicht allein infolge der Verringerung der Generalunkosten gegenüber den Umsätzen, sondern auch infolge des besseren Einblicks in die herrschende Marktlage und des stärkeren Rückhaltes gegen Verluste in größeren Reserven. Wie der Großbetrieb sich während unserer Periode im allgemeinen entwickelt, und welchen Einfluß er auf die Höhe der Gewinnquote erlangt hat, läßt sich zahlenmäßig nicht feststellen. Besonders stark ausgeprägt war das Anwachsen der einzelnen Betriebe auf dem Gebiete des Bankwesens. Bei den vier Berliner Großbanken betrug das Aktienkapital mit Reserven 1897 noch 658 Mill. Mk., im Jahre 1904 hat es sich bereits um weit mehr als die Hälfte bis auf 1015 Mill. Mk. vermehrt<sup>1)</sup>. Der Größe der Betriebe entsprechend, hat sich auch die Gewinnquote dieser Banken wie sie aus der Dividendenhöhe ersichtlich ist, gestaltet. Namentlich verdient auf den Gegensatz zwischen der Gesamtheit der deutschen Banken einerseits und den (allen) Berliner Banken und namentlich den vier Berliner Großbanken andererseits in dieser Hinsicht hingewiesen zu werden (Tabelle 15).

Neben dieser Tendenz der Konzentration tritt jedoch auch hier bereits die Tendenz der Assoziation, der Kartellierung deutlich in Erscheinung. Die allerdings vorübergehende Ringbildung der Banken zwecks gemeinsamer Übernahme

---

<sup>1)</sup> Vgl. Julius Steinberg, a. a. O.

**Tabelle 15.**

**Das werbende Kapital der Berliner Großbanken  
(1895—1908)<sup>1)</sup>.**

in 100 000 Mk.

im Jahre	Aktien- kapital	Fremde Gelder	Eigenes werbendes Kapital	Gesamtsumme des werbenden Kapitals
1895	626,86	1016,46	769,32	2320
1896	656,57	1019,00	809,61	2375
1897	758,08	1143,90	930,40	2639
1898	926,53	1481,95	1129,39	3304
1899	1019,92	1612,80	1245,46	3632
1900	1019,92	1726,36	1250,60	3821
1901	1015,80	1699,13	1239,53	3689
1902	1022,80	2001,82	1262,69	4044
1903	1019,40	2214,52	1262,71	4332
1904	1071,20	2642,65	1350,15	4959
1905	1136,70	3212,54	1430,80	5742
1906	1175,44	3739,45	1509,19	6464
1907	1209,10	3669,63	1553,95	6473
1908 <sup>2)</sup>	1178,—	3699,79	1520,89	6333

**Durchschnittliche Dividenden der gesamten  
(Kredit-)Banken Deutschlands (exklusive der  
Noten- und Hypothekenbanken) (1895—1908)<sup>1)</sup>.**

1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
7,61	7,66	7,63	7,86	8,12	7,19	5,66
1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
6,19	6,59	7,25	7,75	7,88	7,45	7,41

**Durchschnittliche Dividenden der (aller) Ber-  
liner Banken (1895—1908)<sup>1)</sup>.**

1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
8,29	8,48	8,45	8,45	8,59	7,61	5,75
1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
6,72	7,28	8,15	8,72	8,77	7,93	8,06

<sup>1)</sup> Aus „Der deutsche Ökonomist“, Jahrgang 1909.

<sup>2)</sup> Für dieses Jahr sind einige kleinere Berliner Banken un-  
berücksichtigt geblieben.

Durchschnittliche Dividenden der vier Berliner  
D-Banken (1895—1908)<sup>1)</sup>.

1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
8,56	9,90	9,25	9,38	9,25	8,78	7,00
1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
7,75	8,12	8,75	9,25	9,38	8,50	8,63

von Emissionen oder sonstiger größerer Finanzunternehmungen gewinnt immer mehr an Bedeutung.

Die einzelnen Formen der Kartell-, Syndikats- und Trustbildungen bezwecken den Zusammenschluß möglichst aller Betriebe einzelner Produktionszweige, um durch Monopolstellung gegenüber dem Absatzmarkt durch gemeinsame Preisfestsetzung die Gewinnquote zu erhöhen. Die Kartellierung hat daher zur wichtigen Voraussetzung eine möglichst große Gleichförmigkeit der Produkte; so hat sie denn auch in der Produktion von Kohle, Eisen, Salz, Chemikalien, Zucker, Branntwein<sup>2)</sup> die größten Fortschritte gemacht, während sie in anderen Industriezweigen, deren Produkte weniger fungibel sind, auf Schwierigkeiten stieß. Auch hier lässt sich weder die Bewegung der Kartellierung, noch deren Einfluß auf die Gewinnquote mit Bestimmtheit feststellen. Je enger und geschlossener die Kartellierung ist, desto mehr wird sie die Regulierung der Preise in der Hand haben, einen desto tieferen Einblick wird sie in die herrschende Marktlage gewinnen und so die Gestaltung der Gewinnquote nach Höhe und Stabilität beeinflussen. Welch rasche Entwicklung die Kartellierung in unserer Periode erfahren hat, mögen folgende Zahlen zeigen. Schmoller<sup>3)</sup> zählt im Jahre 1896 nur 137 Kartelle, während die vom Reichsamt des Inneren veröffentlichte Denkschrift über das Kartellwesen in Deutschland nach dem Stande vom Dezember 1905 im ganzen 385 Verbände anführt, denen 12000 Betriebe angehören<sup>4)</sup>.

<sup>1)</sup> Aus „Salings Börsenpapieren 1908“.

<sup>2)</sup> Vgl. Schmoller, Grundriß der allgemeinen Volkswirtschaftslehre, Leipzig, Bd. I, 4.—6. Aufl. (unter Kapitel: Kartelle, Ringe, Trusts).

<sup>3)</sup> Schmoller, a. a. O.

<sup>4)</sup> R. Calwer, Kartelle und Trusts, S. 43—44.

Auf dem Gebiete technischer Erfindungen und Verbesserungen ist neben der Ausnutzung der Explosionskraft des Benzins für motorische Bewegung, namentlich die großartige Entwicklung der Elektrizität auf die gesamte Produktion von entscheidendem Einfluß gewesen. Dieser äußerte sich nicht allein in einer Verbilligung und gesteigerten Leistungsfähigkeit der Produktionskräfte derjenigen Betriebe, die sich die Fortschritte der Technik zunutzen machten, sondern vielmehr in dem gewaltigen Belebungsstauch, der, von der neuen Technik ausgehend, fast alle Zweige der Produktion durchwehte. In gleichem Maße, wie einzelne Produktionszweige sich die Errungenschaften der elektrischen Licht-, Trieb-, Eil- und der benzinomotorischen Krafterzeugung dienstbar machten und vielfach eine vollständige Umwälzung der Produktionsmethoden veranlaßten, in demselben Maße stieg der Bedarf an Produkten anderer Industriezweige. So wirkte der große Anstoß wellenförmig weiter, namentlich auf die Maschinenfabrikation, auf die Stahl- und Eisenindustrie, auf den Metall- und Kohlenbergbau usw., um in gewaltigem Turnus die neue Lebenskraft durch den ganzen volkswirtschaftlichen Körper zu tragen<sup>1)</sup>). Im einzelnen lässt sich dieser Einfluß höchstens an der Kapitalentwicklung und der Dividendengestaltung einzelner Elektrizitätsgesellschaften nachweisen, doch wird er in seiner Gesamtheit sich zum größten Teil in den Umsätzen der Produktion widerspiegeln (Tabelle 16).

---

<sup>1)</sup> Gerade in dieser verschiedenartigen universellen Bedeutung der Entwicklung der Elektrotechnik für das gesamte wirtschaftliche Leben erblicken wir eines der wichtigsten, zinsfußsteigernden Momente unseres Zeitabschnittes. In dieser Hinsicht lässt sich unsere Periode mit der von 1845—1870 vergleichen. Auch dort ist der stimulierenden und der reformatorischen Kraft des Dampfes in bezug auf die gesamte Produktionstätigkeit und die gesamte Betriebstechnik besondere Wichtigkeit beizulegen.

**Tabelle 16.**  
**Die Kapitalentwicklung der sieben größten deutschen Elektrizitätsgesellschaften 1890—1900**  
 (in 100 000 Mk.<sup>1)</sup>.

im Jahre	Gründungs- kapital	Aktien- Kapital- Erhöhung	Obligationen- Kapital	Summe
1890	—	5,50	—	5,50
1891	—	—	5,00	5,00
1892	1,50	—	—	1,50
1893	13,70	—	10,00	23,70
1894	1,50	1,86	6,00	9,36
1895	—	2,44	—	2,44
1896	—	11,30	6,00	17,30
1897	35,00	34,50	5,00	74,70
1898	—	30,50	35,00	65,50
1899	—	42,50	11,50	44,00
1900	—	23,50	53,50	77,00

**Die Dividendenbewegung der vier wichtigsten Elektrizitätsgesellschaften (1895—1907)<sup>2)</sup>.**

	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Lameyer . . . . .	5	8	10	11	11	10	0
Schuckert . . . . .	10	14	14	14	15	15	0
Siemens & Halske . . . . .	—	10	10	10	10	8	4
Allgem. Elektr.-Ges. . . . .	13	15	15	15	15	12	8
Summe	28	47	49	50	51	45	12
Durchschnitt	9,33	11,75	12,25	12,50	12,75	11,25	3,—

(Fortsetzung.)

	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Lameyer . . . . .	0	2	5	5	7	7	6
Schuckert . . . . .	0	0	0	4	5	5	6
Siemens & Halske . . . . .	5	7	9	10	11	11	13
Allgem. Elektr.-Ges. . . . .	8	9	10	11	12	12	13
Summe	13	18	24	30	35	35	38
Durchschnitt	3,25	4,50	6	7,50	8,75	8,75	9,50

<sup>1)</sup> Nach Friedrich Fasolt, Die sieben größten deutschen Elektrizitätsgesellschaften, ihre Entwicklung und Unternehmertätigkeit. Leipzig 1904.

<sup>2)</sup> Nach „Salings Börsenpapiere“, Jahrgang 1909/10.

Die Momente, die wir bisher betrachtet haben, wirken im allgemeinen konstant und gleichmäßig erhöhend auf den Stand der Gewinnquote; in ihnen dürfen wir die hauptsächlichsten Ursachen dafür suchen, daß das allgemeine Niveau des Zinsfußes während unserer Periode eine steigende Tendenz zeigt. Wie die Linie der Gewinnquote in den einzelnen Bewegungen sich gestaltet hat, soll uns zunächst eine Betrachtung über die Produktionsumsätze dartun.

## II. Spezielle Erscheinungen.

### a. Die Produktionsumsätze.

Eine genaue Produktions- und Umsatzstatistik besitzen wir nicht, wohl stehen uns aber eine Reihe von Zahlen zur Verfügung, aus der sich mit ziemlicher Sicherheit der Gang dieser Bewegung ersehen läßt.

Hinsichtlich der Umsätze einzelner Produktionszweige können wir uns nur auf die Produktionsziffern des Bergwerks- und Hüttenbetriebes stützen; sie verdienen jedoch im Hinblick auf die führende Stellung, die diese Industrien in Deutschland einnehmen, besondere Beachtung. Während unserer Periode gestalteten sie sich folgendermaßen (Tabelle 17).

Diese Zahlen zeigen in ihren Bewegungen eine unverkennbare gegenseitige Ähnlichkeit. Von Anfang unserer Periode steigen sie unentwegt bis 1900 oder mit merklicher Abschwächung bis 1901, um nach kurzem Fall sich von neuem 1902 oder 1903 ohne Rückfall bis 1907 zu erheben. Das Jahr 1908 bringt wieder sehr abgeschwächte Steigerung oder sogar Rückgänge. Es bleibt bei diesen Ziffern zu berücksichtigen, daß sie nur die reine Produktionsmenge umfassen; die tatsächlich umgesetzte Produktionsmasse aber kann von ihr bei Schwankungen der Größe der Lagerbestände nicht unerheblich abweichen.

Um unsere theoretischen Ausführungen über die Gestaltung der Preise praktisch zu bekräftigen, lassen wir im Anschluß an die Produktionsziffern eine Übersicht über

**Tabelle 17.**  
**Produktionsziffern (Menge der Förderung Deutschlands in 1000 Tonnen) 1895—1908<sup>1)</sup>.**

a) Bergwerksbetrieb.

im Jahre	Steinkohlen	Braunkohlen	Kalisalze	Eisenerz	Summe aller Bergwerks-erzeugnisse
1895	79 169	24 788	1521	12 349	120 293
1896	85 690	26 780	1780	14 162	131 061
1897	91 055	29 419	1946	15 466	140 453
1898	96 309	31 648	2208	15 901	148 673
1899	101 639	34 204	2493	17 989	159 065
1900	109 290	40 498	3050	18 964	174 666
1901	108 539	44 480	3534	16 570	176 070
1902	107 473	43 126	3285	17 963	174 880
1903	116 637	45 819	3631	21 230	190 441
1904	120 815	48 635	4085	22 047	198 784
1905	121 298	52 512	5043	23 444	205 592
1906	137 117	56 419	5541	26 734	229 146
1907	143 168	62 559	5749	27 697	242 615
1908	148 621	66 450			

b) Hüttenbetrieb.

im Jahre	Roheisen	Summe aller Bergwerks-erzeugnisse	im Jahre	Roheisen	Summe aller Bergwerks-erzeugnisse
1895	5464	6394	1902	8 529	9 885
1896	6372	7374	1903	10 017	11 433
1897	6881	7926	1904	10 058	11 676
1898	7312	8438	1905	10 875	12 589
1899	8143	9334	1906	12 292	14 100
1900	8520	9723	1907	12 875	14 711
1901	7880	9097	1908	11 814	

die Preisbewegung von Roheisen und Kohle, sowie über die Gestaltung der Löhne für Bergbau und Hütten folgen (Tabelle 18).

Trotzdem die Kartellierung gerade in den angeführten Industriezweigen die größten Fortschritte gemacht hat, ist

<sup>1)</sup> Aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“, 1895—1909.

Tabelle 18.

## P r e i s e.

a) Großhandelspreise wichtiger Waren<sup>1)</sup>.

im Jahre	Roheisen (1000 kg)		Steinkohlen (1000 kg)			Baumwolle (1 dz)
	Breslau	Düssel- dorf	Breslau	Dort- mund	Saar- brücken	Neu- Orleans
1895	49,2	63,7	12,6	9,0	9,6	73,1
1896	57,5	65,3	12,6	9,0	9,4	82,2
1897	61,7	67,0	12,8	9,4	9,7	75,2
1898	61,6	67,3	13,1	9,7	9,8	63,4
1899	75,5	81,6	13,7	10,0	10,5	68,1
1900	90,7	101,4	17,1	13,6	11,9	103,3
1901	66,5	76,9	17,8	14,0	12,8	89,3
1902	61,3	65,2	16,5	13,3	12,0	91,6
1903	60,5	66,7	15,0	12,1	11,8	115,3
1904	59,5	67,5	15,0	11,8	12,1	125,4
1905	59,8	68,3	15,5	11,8	12,0	97,5
1906	69,6	78,9	15,9	11,8	12,1	114,1
1907	77,6	84,3	16,8	12,5	12,8	121,1
1908	71,1	74,7	18,8	12,8	13,0	107,7

## b) L ö h n e.

im Jahre	Löhne für Bergbau und Hüttenwesen <sup>2)</sup>	Gesamte Lohnsumme im Bergbau u. Hütten- wesen in Preußen <sup>2)</sup>	Durchschnitts- einkommen pro Kopf der gesamten Belegschaft <sup>2)</sup>
		1000 Mk.	
1895	927,24	281 085	848
1896	966,92	310 093	900
1897	1006,08	352 364	964
1898	1035,05	391 184	1010
1899	1071,78	437 929	1070
1900	1132,31	509 521	1138
1901	1182,92	519 095	1076
1902	1137,31	482 991	1006
1903	1177,85	524 801	1045
1904	1196,62	546 464	1067
1905	1227,22	567 860	1071
1906	1328,19	669 458	1211
1907		788 428	1328
1908		831 050	1293

<sup>1)</sup> Aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“, Jahrg. 1895—1909.

<sup>2)</sup> R. Calwer, Handel und Wandel, 1901—1902; Das Wirtschaftsjahr, 1903—1907.

dennnoch die außerordentlich enge Beziehung zwischen Umsätzen und Ein- und Verkaufspreisen an diesen einzelnen Beispielen deutlich ersichtlich.

Von der Gestaltung der Umsätze in der Gesamtproduktion gibt uns die Verbrauchsberechnung von Kohle und Eisen, als der wichtigsten Verbrauchsgüter in der Industrie, ein ähnliches Bild wie deren Produktionsziffern (Tabelle 19).

**Tabelle 19.**  
**Verbrauchsziffern (Verbrauchsmenge im Zollgebiet auf den Kopf der Bevölkerung in Kilogramm)<sup>1)</sup>.**

im Jahre	Steinkohle	Braunkohle	Roheisen
1895	1416	612	104,1
1896	1502	650	122,9
1897	1576	697	133,9
1898	1614	734	136,1
1899	1693	772	154,5
1900	1802	860	162,5
1901	1744	921	137,0
1902	1687	880	140,5
1903	1803	914	164,2
1904	1847	944	166,3
1905	1859	998	173,6
1906	2065	1056	197,8
1907	2196	1147	208,9

Die Aufstellung erstreckt sich auf das ganze Zollgebiet und ergibt sich als die auf den Kopf der Bevölkerung repartierte Differenz zwischen den Summen der Produktions- und Einfuhrziffer und den Ausfuhrziffern<sup>2)</sup>. Der errechnete Verbrauch der Produkte erfährt von Jahr zu Jahr bis 1900, für Braunkohle bis 1901, eine ständige Zunahme, die für

<sup>1)</sup> Aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“.

<sup>2)</sup> Auch hier gilt zu beachten, daß unsere errechneten Verbrauchsziffern infolge der Nichtberücksichtigung der Lagerbestände mit den tatsächlichen Verbrauchsziffern nicht völlig identisch sind.

**Tabelle 20.**  
Güterverkehr auf vollspurigen Eisenbahnen  
(ohne Vieh)<sup>1)</sup>.

im Jahre	Menge in 1000 Tonnen	Differenz gegen Vorjahr
1895	181 480	+ 20 624
1896	202 104	+ 15 419
1897	217 523	+ 15 611
1898	233 134	+ 15 084
1899	248 218	+ 16 750
1900	264 968	— 5 588
1901	259 380	+ 4 172
1902	263 552	+ 23 173
1903	286 725	+ 9 217
1904	295 942	+ 20 569
1905	316 511	+ 27 713
1906	344 224	+ 14 928
1907	359 152	

das Roheisen 1899, für Stein- und Braunkohle 1900 am schärfsten hervortritt. Die Jahre 1901 und 1902 zeigen in der Hauptsache eine beträchtliche Abnahme. Die neue Steigerung setzt 1903 sehr kräftig ein, entwickelt sich 1904 und 1905 etwas schwächer fort, um aber 1906 und 1907 gewaltig anzuschwellen.

Auch die Umsätze des Außenhandels berechtigen zu einem Vergleich mit den im Inland umgesetzten Produktionsgütern (Tabelle 21).

Die Umsätze zeigen ebenfalls in der ersten Hälfte bis 1900 ein sehr starkes Anschwellen, das nur 1897 infolge des Rückganges der Ausfuhr nach Österreich-Ungarn und Groß-Britannien eine Abschwächung erfährt. Das Jahr 1901 lässt auch hier den Rückschlag der Konjunktur erkennen. Auch die Ausfuhr dieses Jahres hat gegenüber dem Vorjahr einen starken Ausfall zu verzeichnen, ein Umstand, der auf den internationalen Charakter der Krise hinweist. 1902 hat

<sup>1)</sup> Aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“.

**Tabelle 21.**

Außenhandel (Spezialhandel des deutschen Zollgebietes  
in 1 000 000 Mk.<sup>1)</sup>) 1895—1908.

**Einfuhr aus:**

im Jahre	Großbritannien	Österreich-Ungarn	Rußland	Frankreich	Vereinigte Staaten	Übrigen Ländern	Allen Ländern
1895	578,7	525,4	568,8	229,9	511,7	1831,6	4246,1
1896	647,8	578,0	634,7	233,6	584,4	1879,5	4558,0
1897	661,5	600,3	708,3	248,8	658,0	1987,7	4864,6
1898	825,7	661,2	736,5	269,3	877,2	2069,8	5439,7
1899	777,1	730,4	715,9	308,2	907,2	2344,8	5783,6
1900	840,7	724,3	729,5	313,8	1020,8	2413,9	6043,0
1901	657,8	693,3	729,6	288,4	1042,1	2299,1	5710,3
1902	610,6	719,5	773,6	314,8	911,1	2476,2	5805,8
1903	833,5	754,8	841,7	347,1	943,4	2600,6	6321,1
1904	961,5	731,7	836,8	436,0	943,8	2944,7	6854,5
1905	784,3	773,2	1112,4	421,5	1004,3	3340,6	7436,3
1906	824,4	809,8	1088,5	449,1	1236,3	3613,8	8021,9
1907	976,6	812,3	1130,1	475,9	1319,3	4032,5	8746,7
1908	696,9	751,4	963,5	439,2	1286,6	3526,4	7664,0

**Ausfuhr nach:**

1895	678,9	435,8	220,9	202,8	368,7	1517,0	3424,1
1896	715,9	477,3	364,1	201,6	383,7	1611,2	3753,8
1897	701,7	435,1	372,1	210,4	397,5	1669,4	3786,2
1898	803,8	453,7	440,5	205,9	334,6	1772,1	4010,6
1899	851,6	466,0	437,3	217,4	377,6	2018,5	4368,4
1900	912,2	510,7	359,1	277,6	439,6	2253,4	4752,6
1901	916,4	491,5	345,9	249,9	385,8	2123,1	4512,6
1902	965,5	533,1	372,1	253,2	449,2	2239,7	4812,8
1903	987,7	530,6	413,0	271,9	469,2	2457,9	5130,3
1904	995,1	584,4	352,4	274,3	495,0	2614,4	5315,6
1905	1057,8	594,9	411,9	293,5	543,0	2940,7	5841,8
1906	1067,2	649,3	457,1	382,7	636,2	3166,5	6359,0
1907	1060,4	716,6	500,6	449,1	652,3	3471,9	6850,9
1908	997,4	736,8	531,1	437,9	507,5	3187,9	6398,6

<sup>1)</sup> Von 1895—1899 aus: Conrads Handwörterbuch der Staatswissenschaften unter Artikel „Handelsstatistik“. — Von 1900—1908 aus: „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. Berlin.

(Fortsetzung.)

im Jahre	Umsatz	Differenz gegen Vorjahr	im Jahre	Umsatz	Differenz gegen Vorjahr
1895	7 670,2		1902	10 618,6	+ 395,7
1896	8 311,8	+ 641,6	1903	11 451,4	+ 832,8
1897	8 650,8	+ 339,0	1904	12 170,1	+ 718,7
1898	9 450,3	+ 799,5	1905	13 278,1	+ 1108,0
1899	10 152,0	+ 701,7	1906	14 380,9	+ 1102,8
1900	10 795,6	+ 643,6	1907	15 597,6	+ 1216,7
1901	10 222,9	— 572,7	1908	14 062,6	— 1535,0

nur deshalb einen verhältnismäßig erheblichen Umsatz, weil die Ausfuhrziffer eine hohe ist. Diese Erscheinung findet ihre Begründung in der bekannten Tatsache, daß die Produktenmasse, die auf dem inländischen Markte nach dem Ausbruch der Krise keine Aufnahme finden kann, in verstärktem Maße über die Grenze wandert, um auf dem Weltmarkte Absatz zu suchen. Von 1903 ab nehmen die Umsätze wieder sehr bedeutend bis 1907 zu, nur das Jahr 1904 zeigt eine geringe Abschwächung in der Steigerung, die die Tabelle auf einen erheblichen Rückgang der Ausfuhr nach Rußland (infolge des Ausbruches des russisch-japanischen Krieges) zurückführt. Der Umsatz des Jahres 1908 zeigt wieder deutlich die Wirkung des neuen Konjunkturwechsels; Einfuhr- wie Ausfuhrziffern sind bedeutend gefallen.

Für die Gestaltung des inneren Güterverkehrs und damit der Umsätze der inländischen Produktion gibt uns die Statistik des Güterverkehrs auf den vollspurigen Eisenbahnen des Reichs ein sehr getreues Bild (Tabelle 20, Seite 67).

In diesen Zahlen ist zwar auch der Verkehr mit dem Auslande teilweise inbegriffen, jedoch erscheint dieser im Verhältnis zum reinen Inlandsverkehr an Unfang so gering, daß er die Zifferngestaltung des letzteren kaum merklich

beeinflussen könnte. Die Ziffern zeigen die gleiche Bewegung wie die früheren: ein starkes Anschwellen, besonders im Jahre 1896, bis 1900; in den folgenden Jahren ein erhebliches Sinken und nur unwesentliches Steigen; vom Jahre 1903 ab eine neue aufwärtsgehende Bewegung, die sehr steil einsetzt, 1904 etwas nachläßt um in den drei letzten Jahren sehr rasch weiter zu schreiten.

Einen sehr umfassenden Überblick über die Bewegungen der Umsätze in der deutschen Gesamtproduktion gibt uns auch der Wechselumlauf; die Ausstellung des Wechsels, als eines der wichtigsten Mittel interpersonaler wirtschaftlicher Güterübertragung, knüpft jedoch nicht ausschließlich an den unmittelbaren Warenverkehr zwischen Produzenten und Konsumenten an, sondern auch in erheblichem Umfange an den reinen Handelsverkehr sowohl mit Waren als auch mit Werten. Die Statistik der Erträge des Wechselstempels, die die Gestaltung des Wechselumlaufs wider spiegelt, umfaßt alle im Inland in Zirkulation gesetzten Wechsel, der Höhe der Wechselsumme entsprechend (Tabelle 22).

Die Jahreserträge zeigen ein ununterbrochenes Steigen bis 1900, ein erhebliches Sinken in den beiden folgenden Jahren, ein erneutes Steigen von 1903 bis 1907 und wiederum einen Rückgang im Jahre 1908. Die monatlichen Erträge erleiden ähnliche periodische Schwankungen, wie wir sie beim Diskontsatz kennen gelernt haben, nur fallen sie, was sich aus der üblichen dreimonatlichen Laufzeit erklärt, bei der Wechselstempelstatistik meist um drei Monate voraus. Wenn wir diese Schwankungen nach der gleichen Methode ausschalten, die wir beim Diskontsatz angewandt haben, ergibt sich folgendes Bild (Tabelle 23).

Die aufwärtsgehende Bewegung beginnt erst Mitte 1895, entwickelt sich gleichmäßig steigend mit Ausnahme Februar 1897 in den Jahren 1896 und 1897, steiler dagegen 1898 und 1900 fort. Die rückläufige Bewegung setzt erst

Tabelle 22.

Monatliche Erträge des

Im Monate	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900
Januar . . .	751	733	795	826	879	977	1 143
Februar . . .	643	615	724	721	819	883	965
März . . . .	676	676	773	828	886	950	1 106
April . . . .	705	715	761	820	913	961	1 045
Mai . . . .	672	706	713	776	865	945	1 073
Juni . . . .	673	655	737	765	880	987	1 009
Juli . . . .	692	751	791	848	935	999	1 152
August . . .	656	694	702	793	866	938	1 035
September . .	648	677	762	825	910	1 018	1 052
Oktober . . .	746	819	850	876	991	1 053	1 201
November . .	676	725	749	817	908	966	1 094
Dezember . .	656	701	747	845	911	955	1 072
Jahresdurchschnitt	8193	8467	9103	9739	10 763	11 631	12 946

<sup>1)</sup> Aus „Deutscher Börsenkalender“ Beilage der Frankf. Zeitung),

Mitte 1901 ein und währt bis in die ersten Monate 1903; die folgende aufsteigende verläuft 1904, 1905, 1906 und 1907 zunehmend steil, schlägt aber Mitte 1908 wieder in eine sinkende um.

Den relativ sichersten Maßstab zur Beurteilung der Bewegung der inländischen Produktionsumsätze gibt uns endlich eine Übersicht über die Gestaltung der Arbeitsverhältnisse. Wenn man den industriellen Produktionsprozeß auffaßt als Zweckäußerung der beiden Produktionsfaktoren, Kapital und menschlicher Arbeit, so ergibt sich, daß bei gleichbleibender Produktionsmethode der Produktionsfaktor Arbeit mit stets gleichbleibender Größenquote an dem Zustandekommen des Produktionsproduktes partizipieren muß. Daher bedingen die geringsten Schwankungen des Produktionsumfangs die gleichen Schwankungen des Arbeitsbedürfnisses; mit zunehmenden Produktionsumsätzen also steigt gleichzeitig die Arbeitsnachfrage seitens der

Wechselstempels (in 1000 Mk.)<sup>1)</sup>.

1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
1 210	1 087	1 081	1 104	1 174	1 382	1 463	1 568
1 009	941	997	1 040	1 089	1 186	1 260	1 383
1 075	928	1 003	1 075	1 155	1 363	1 385	1 402
1 217	1 076	1 043	1 082	1 172	1 231	1 444	1 446
1 091	997	998	1 026	1 308	1 344	1 403	1 378
1 016	916	984	1 008	1 070	1 221	1 315	1 363
1 126	1 051	1 076	1 099	1 209	1 290	1 523	1 467
1 007	903	948	1 051	1 175	1 242	1 429	1 305
973	1 012	1 025	1 053	1 170	1 291	1 445	1 309
1 101	1 101	1 153	1 199	1 284	1 417	1 588	1 495
962	938	1 016	1 063	1 197	1 304	1 423	1 312
972	998	1 046	1 091	1 165	1 318	1 414	1 300
12 759	11 947	12 371	12 890	14 170	15 590	17 092	16 730

1894—1908.

Industrie und sinkt das Arbeitsangebot seitens des Arbeitsmarktes und umgekehrt<sup>1)</sup>.

Änderungen der Produktionsmethoden allerdings stören meistens auch die Größenbeziehungen zwischen dem Faktor Arbeit und dem Produktionsprodukte, namentlich dann, wenn in den einzelnen Produktionsorganismen dem zweiten Produktionsfaktor, Kapital, gegenüber dem ersten, der menschlichen Arbeit, ein größerer Anteil an dem Produktionsprozeß zugewiesen wird. Solche Wechsel der Produktionsmethoden vollziehen sich jedoch innerhalb einer Volkswirtschaft nur äußerst langsam und gleichmäßig<sup>2)</sup>), so daß ihre Wirkungen gegenüber denen der Umsatzbewegungen auf die Ziffern des Arbeitsmarktes bei dem relativ kurzen von

<sup>1)</sup> Auch hieraus ergibt sich deutlich die sehr enge Beziehung zwischen Produktionsumsätzen und Arbeitslöhnen (Preisen), auf die wir bereits früher aufmerksam gemacht haben. (Vgl. S. 53 ff. und 63.)

<sup>2)</sup> Vgl. S. 53 ff., besonders S. 55—56.

**Tabelle 23.**

Differenz der monatlichen Wechselstempelerträge gegenüber den Erträgen der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres (in 1000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Im Monate	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900
Janur . . . .	— 18	+ 62	+ 31	+ 53	+ 98	+ 166	+ 67
Februar . . . .	— 27	+ 109	— 3	+ 98	+ 64	+ 82	+ 44
März . . . .	+ 00	+ 97	+ 55	+ 58	+ 64	+ 156	— 31
April . . . .	+ 10	+ 46	+ 59	+ 93	+ 48	+ 84	+ 172
Mai . . . .	+ 34	+ 7	+ 63	+ 89	+ 80	+ 128	+ 18
Juni . . . .	— 18	+ 82	+ 28	+ 115	+ 107	+ 22	+ 7
Juli . . . .	+ 59	+ 40	+ 57	+ 87	+ 64	+ 153	— 26
August . . . .	+ 38	+ 8	+ 91	+ 73	+ 72	+ 97	— 28
September . . .	+ 29	+ 85	+ 63	+ 85	+ 108	+ 34	— 79
Oktober . . . .	+ 73	+ 31	+ 26	+ 115	+ 62	+ 148	— 100
November . . . .	+ 49	+ 24	+ 68	+ 91	+ 58	+ 128	— 132
Dezember . . . .	+ 45	+ 46	+ 98	+ 66	+ 44	+ 117	— 100
Jahres-durchschnitt:	+ 274	+ 636	+ 636	+ 1024	+ 868	+ 1315	— 187

(Fortsetzung.)

Im Monate	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . . .	— 123	— 6	+ 23	+ 70	+ 208	+ 81	+ 105
Februar . . . .	— 68	+ 56	+ 43	+ 49	+ 97	+ 74	+ 123
März . . . .	— 147	+ 75	+ 72	+ 80	+ 208	+ 22	+ 17
April . . . .	— 141	— 33	+ 39	+ 90	+ 59	+ 213	+ 2
Mai . . . .	— 94	+ 1	+ 28	+ 282	+ 36	+ 59	— 25
Juni . . . .	— 100	+ 68	+ 24	+ 62	+ 151	+ 94	+ 48
Juli . . . .	— 75	+ 25	+ 23	+ 110	+ 81	+ 233	— 56
August . . . .	— 104	+ 45	+ 103	+ 124	+ 67	+ 187	— 124
September . . .	+ 39	+ 13	+ 28	+ 117	+ 121	+ 154	— 136
Oktober . . . .	+ 00	+ 52	+ 46	+ 85	+ 133	+ 171	— 93
November . . . .	— 24	+ 78	+ 47	+ 134	+ 107	+ 119	— 111
Dezember . . . .	+ 26	+ 48	+ 45	+ 74	+ 153	+ 96	— 114
Jahres-durchschnitt	— 812	+ 424	+ 519	+ 1280	+ 1420	+ 1502	— 362

<sup>1)</sup> + = Die Beträge sind gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres gestiegen.

+ = Die Beträge sind gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres gefallen.

Jährlicher Durchschnitt des Wechselumlaufs  
pro Kopf der Bevölkerung<sup>1)</sup>.

im Jahre	Mk.	im Jahre	Mk.
1895	293	1902	373
1896	311	1903	380
1897	327	1904	390
1898	356	1905	423
1899	379	1906	459
1900	416	1907	497
1901	404	1908	478

uns behandelten Zeiträume kaum in Erscheinung treten und vollends bei unserer relativen Betrachtungsweise gänzlich eliminiert werden.

Zur Beurteilung der Arbeitsverhältnisse in Deutschland während unserer Periode gibt uns die Statistik über den Andrang zu den deutschen Arbeitsnachweisen den sichersten Anhalt. Wenn sie auch keineswegs den Arbeitsmarkt in seiner Gesamtheit in sich einschließt, so ist sie infolge der gewaltigen Ausdehnung und der großen Beliebtheit dieses Systems der Vermittlung zwischen Arbeitsangebot und -nachfrage doch umfassend genug und bei der amtlichen Führung der Statistik auch genau genug, um scharf und deutlich, gleichsam als Projektionszentrum, das Bild des gesamten deutschen Arbeitsmarktes und damit der gesamten deutschen Produktionstätigkeit während unserer Periode widerzuspiegeln (Tabelle 24).

Die relativ gestalteten Ziffern der Statistik über den Andrang zu den deutschen Arbeitsnachweisstellen zeigen in den ersten Jahren von 1897 ab eine gewaltige Steigerung der Arbeitsnachfrage, so namentlich in der Mitte und in der zweiten Hälfte des Jahres 1897, in der zweiten Hälfte 1898 und von Anfang bis über die Mitte 1899 hinaus. Die Steigerung war während dieser Zeit am schwächsten von Februar bis Mai 1897, von Januar bis Juli 1898, Ende 1899

<sup>1)</sup> Aus J. Conrad, Volkswirtschaftliche Chronik.

Tabelle 24.

## Andrang zu den deutschen

(Auf 100 offene Stellen)

Im Monate	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	179,0	152,4	149,9	131,6	126,3	165,8
Februar . . .	147,5	139,3	134,2	111,1	113,1	146,8
März . . . .	117,7	108,1	103,5	89,3	99,8	122,2
April . . . .	115,5	109,5	108,6	95,5	93,4	141,4
Mai . . . .	130,1	120,4	114,1	98,9	106,6	145,9
Juni . . . .	126,7	112,0	113,0	93,6	108,8	148,7
Juli . . . .	131,4	112,4	112,5	100,7	122,2	160,9
August . . .	127,7	111,1	108,5	92,5	107,5	150,2
September . .	124,4	109,8	98,3	98,9	110,5	147,5
Oktober . . .	138,1	121,6	114,8	119,0	135,3	198,1
November . .	163,9	148,6	135,0	130,8	169,3	223,9
Dezember . .	164,4	153,3	135,2	131,2	177,9	240,6
Jahres- durchschnitt:	138,9	124,9	119,0	106,9	122,6	166,0

(+) Zu- oder (—) Abnahme gegenüber den gleichen

Im Monate	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900	1902 gegen 1901
Januar . . .	— 26,6	— 2,5	— 18,3	— 5,3	+ 39,5	+ 75,8
Februar . . .	— 8,2	— 5,1	— 23,1	+ 2,0	+ 33,7	+ 72,6
März . . . .	— 9,6	— 4,6	— 14,2	+ 10,5	+ 22,4	+ 26,4
April . . . .	— 6,0	— 0,9	— 13,1	— 2,1	+ 48,0	+ 12,3
Mai . . . .	— 9,7	— 6,3	— 15,2	+ 7,7	+ 39,3	+ 14,7
Juni . . . .	— 14,7	+ 1,0	— 19,4	+ 15,2	+ 39,9	+ 17,4
Juli . . . .	— 19,0	+ 0,1	— 11,8	+ 21,5	+ 38,7	+ 1,9
August . . .	— 16,6	— 12,6	— 16,0	+ 15,0	+ 42,7	— 2,1
September . .	— 24,6	— 11,5	+ 0,7	+ 11,6	+ 37,0	— 10,8
Oktober . . .	— 16,5	— 6,8	— 5,8	+ 26,3	+ 62,8	— 33,6
November . .	— 15,3	— 13,6	— 4,2	+ 38,5	+ 54,6	— 4,2
Dezember . .	— 11,1	— 18,1	— 4,0	+ 46,7	+ 62,7	— 41,9

1) Aus „Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie“, 1903—1908,

Arbeitsnachweisen<sup>1)</sup>.

kamen Stellungsuchende:)

1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
241,6	202,3	161,5	153,2	139,6	126,2	158,9
219,4	175,9	144,0	139,0	125,6	106,8	151,7
148,6	124,6	115,2	110,2	102,5	94,9	130,5
153,7	139,0	118,2	113,0	99,3	97,3	141,8
160,6	141,6	120,9	119,7	101,5	100,7	161,5
166,1	141,6	124,1	113,4	102,3	94,4	144,3
162,8	137,3	119,9	109,5	105,4	115,1	157,6
148,1	131,5	125,7	107,4	98,4	106,9	153,3
136,7	111,7	106,7	96,1	91,3	101,1	142,6
164,5	139,3	130,9	112,2	107,3	123,1	166,1
219,7	174,0	157,9	132,8	133,6	149,7	212,4
198,7	166,9	166,7	134,9	122,8	160,4	195,2
176,7	148,8	132,6	120,1	110,8	114,7	159,7

Monaten des jeweiligen Vorjahres.

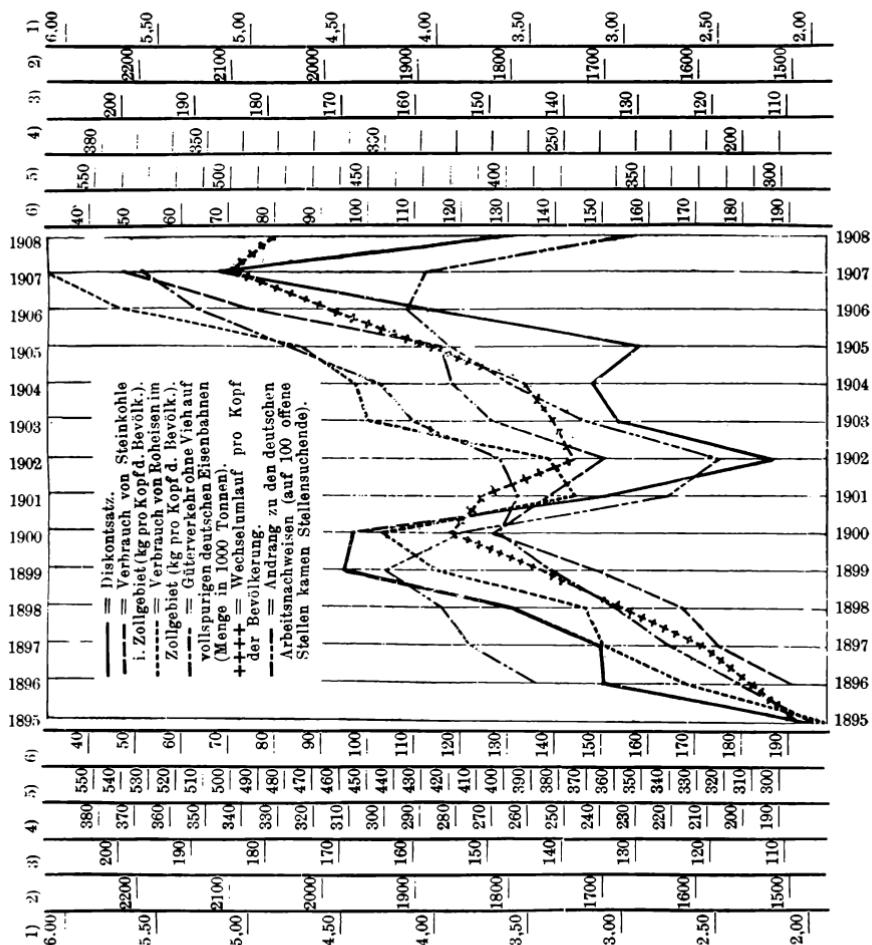
Im Monate	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . .	— 39,3	— 40,8	— 8,3	— 14,6	— 13,4	+ 32,7
Februar . . .	— 43,5	— 31,9	— 5,0	— 13,4	— 18,8	+ 44,9
März . . .	— 24,0	— 9,4	— 5,0	— 7,7	— 7,6	+ 35,6
April . . .	— 14,7	— 20,8	— 5,2	— 13,7	— 2,0	+ 44,5
Mai . . .	— 19,0	— 20,7	— 1,2	— 18,2	— 0,8	+ 60,8
Juni . . .	— 24,5	— 17,5	— 10,7	— 11,1	— 7,9	+ 49,9
Juli . . .	— 25,5	— 17,4	— 10,4	— 4,1	+ 9,7	+ 42,5
August . . .	— 16,6	— 5,8	— 18,3	— 9,0	+ 8,5	+ 46,4
September . .	— 25,0	— 5,0	— 10,6	— 4,8	+ 9,8	+ 41,5
Oktober . .	— 25,2	— 8,4	— 18,7	— 4,9	+ 15,8	+ 43,0
November . .	— 45,7	— 16,1	— 25,1	+ 0,8	+ 16,1	+ 62,7
Dezember . .	— 31,8	— 0,2	— 31,8	— 12,1	+ 37,6	+ 34,8

Bd. I.

und Anfang 1900; Juni und Juli 1898 und September 1899 haben sogar Rückgänge aufzuweisen. Der Umschlag der Hochkonjunktur macht sich bereits im Februar und März, besonders aber vom Mai 1900 ab, in einer ununterbrochenen, fast durchgehend sehr starken Steigerung des Arbeitsangebotes geltend. Das Wiedererwachen des industriellen Lebensimpulses äußert sich bereits wieder vom August 1902 ab in einer kräftig einsetzenden und ununterbrochen anhaltenden Steigerung der Arbeitsnachfrage, die zeitweilig, so von Mitte 1904 bis Mitte 1905, in der zweiten Hälfte 1906 und gegen Mitte 1907, etwas nachläßt, um in der Zwischenzeit, so von Mitte 1905 bis Mitte 1906 und Anfang 1907, wieder etwas stärker anzuschwellen. Juli 1907 markiert den Wendepunkt unserer zweiten Hochkonjunkturperiode auf dem Arbeitsmarkt. Die Nachfrage tritt vollständig hinter das vorherrschende, namentlich von Anfang 1908 ab bis Ende unserer Periode stark zunehmende Arbeitsangebot zurück.

Ein Vergleich der bisher geschilderten Kurven der Produktionsumsätze mit der des Marktdiskontsatzes zeigt, daß erstere mit der letzteren durchaus parallel laufen (Diagramm 1). Gemeinsam ist allen die große Aufwärtsbewegung, namentlich der Jahre 1896, 1899, 1903, 1906 und teilweise 1907; gemeinsam auch fast allen der rapide Sturz der Jahre 1901—1902 und des Jahres 1908. Die kurzen Ruhepunkte in der Aufwärtsbewegung der Jahre 1897 und 1904 und die kurze Rückwärtsbewegung des Jahres 1905 dagegen, die die Linie des Marktdiskontsatzes aufzuweisen hat, finden in den Kurven der Produktionsumsätze einen teilweise nur unscharfen, teilweise sogar völlig blinden Spiegel. So sind diese Schwankungen des Diskontsatzes höchstens in den Verbrauchsziffern von Steinkohle und Roheisen und in den Zahlen des Arbeitsmarktes, wenn auch nur andeutungsweise, zu erkennen, die Statistik des Güterverkehrs auf der Bahn und des Wechselumlaufes dagegen

### Diagramm 1.



bleibt davon ganz unberührt. Von allen Linien der Produktionsumsätze zeigt sich die des Arbeitsmarktes der Diskontsatzlinie gegenüber am schmiegsamsten; während alle anderen in ihren Bewegungen dieser zeitlich etwas nachhinken, eilt jene ihr sogar in allen ihren Bewegungen um einige Monate voraus.

### b. Der Aktienmarkt.

#### a. Allgemeine Tendenzen.

Daß in der Tat während unserer Periode die Gestaltung der durchschnittlichen Gewinnquote dem Zinssatz gegenüber die führende Stellung einnimmt, soll eine mehr direkte Ermittlung der Gewinnquotenbewegung zeigen. Der durchschnittliche prozentuale Geschäftsgewinn ist in seiner Gesamtheit nicht nachweisbar; nur in den Dividendenauszahlungen der Aktiengesellschaften und in den Börsenkursen der Aktienwerte besitzen wir einen einigermaßen brauchbaren Anhalt. Wenn auch die Dividende der absoluten Höhe nach keineswegs genau den tatsächlichen Gewinn des prozentual in der Aktienunternehmung investierten effektiven Kapitals darstellt, so kann man trotzdem aus der Dividendenbewegung die relative Gestaltung der Gewinnquote von Jahr zu Jahr ersehen.

Auch in der Bewegung der Aktienkurse spiegelt sich unmittelbar die Gestaltung der Gewinnquote wider. Der Kapitalist überwacht sorgfältig den Gang der Konjunktur; führt dieser nach aufwärts, und vermutet er für die Zukunft erhöhten Dividendenbetrag, so wird er sein Kapital direkt dem Aktienmarkt zuführen und so den Kurs der Dividendenpapiere zum Steigen veranlassen und umgekehrt.

Um diese Vorgänge für unsere Periode zur Darstellung zu bringen, haben wir neben einer speziellen Tabelle (siehe Tabelle 25), welche nur die durchschnittlichen prozentualen Dividendenauszahlungen, jedoch sämtlicher an der Berliner Börse gehandelten Aktienwerte, umfaßt, die jeweiligen prozentualen Dividendenauszahlungen und die jährlichen Durchschnitte der Aktienkurse von 11 der wichtigsten

**Tabelle 25.**Rentabilität des Aktienkapitals<sup>1)</sup>.

Im Jahre	Berücksichtigtes Aktienkapital in Mill. Mk.	Summe der Dividenden in Mill. Mk.	Durchschnittliche Dividende %
1895	1567,02	115,57	7,34
1896	1695,19	152,47	8,89
1897	1766,72	164,68	9,32
1898	1748,34	171,80	9,82
1899	2649,14	263,55	9,94
1900	2513,31	275,53	10,96
1901	2374,22	189,47	7,98
1902	2433,88	161,57	6,64
1903	2511,72	180,88	7,20
1904	2509,19	216,15	8,61
1905	2689,28	255,85	9,51
1906	2855,53	302,27	10,58
1907	2932,18	320,05—325,24	10,91—11,09

Aktiengesellschaften verschiedener Produktionszweige einzeln und aus ihrer Summe von Jahr zu Jahr die Durchschnittsdividende und den Durchschnittskurs dieser 11 Werte berechnet (siehe Tabelle 26). Bei der sehr engen Beschränkung der letzteren Statistik darf natürlich kein Anspruch auf eine genaue Darstellung der allgemeinen Bewegung erhoben werden; immerhin muß sie auch in dieser willkürlichen Stichprobe zum Ausdrucke gelangen. Es muß jedoch beachtet werden, daß die tatsächlichen durchschnittlichen Dividendenbewegungen von Jahr zu Jahr in ihrer statistischen Erfassung nur sehr verschwommen Darstellung finden, da das Geschäftsjahr einer ganz erheblichen Anzahl von Aktiengesellschaften nicht mit dem Kalenderjahr zusammenfällt, und sich so in den berechneten Durchschnittsdividenden die Erträge jeweils verschiedener Zeitabschnitte miteinander mischen (Tabelle 25 und 26).

Dennoch zeigen durchschnittliche Dividende und Kurs unter sich und zu den bisher gezeichneten Linien eine fast ganz parallele Gestaltung; nur wahren sie im Verhältnis

<sup>1)</sup> Nach R. Calwer, Das Wirtschaftsjahr, 1907.

**Tabelle 26.**

Jährliche Durchschnittskurse, Dividenden und Durchnittsrentabilität einiger Aktienwerte<sup>1)</sup>.  
1895—1908.

Im Jahre	Gelsenkirchener Bergwerk			Harpener Bergbau			Bochumer Gußstahl		
	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.
1895	169,62	7	4,13	155,80	6	3,85	154,52	7	4,53
1896	169,40	7,5	4,43	161,64	8	4,95	159,23	12,5	7,84
1897	176,88	9	5,09	183,56	9	4,90	174,81	15	8,58
1898	185,95	10	5,38	179,61	10	5,57	216,33	16,66	7,70
1899	197,96	10	5,05	195,30	11	5,63	257,40	16,66	6,47
1900	199,04	13	6,53	201,10	12	5,96	223,29	13,33	5,97
1901	169,24	12	7,09	164,22	10	6,09	175,82	7	3,98
1902	170,37	10	5,87	167,85	10	5,95	186,16	7	3,76
1903	188,38	11	5,84	185,17	11	5,94	184,12	10	5,43
1904	219,18	10	4,56	205,44	9	4,38	200,90	12	5,97
1905	230,21	11	4,78	215,47	11	5,11	247,78	15	6,05
1906	224,84	11	4,89	214,34	12	5,65	244,79	16,66	6,81
1907	198,50	12	6,05	203,89	11	5,40	217,47	15	6,90
1908	189,33	9	4,76	198,07	8	4,04	212,75	12	5,64

(Fortsetzung.)

Im Jahre	Königs- und Laurahütte			Berliner Masch.-Bau-Ges.			Allgemeine Elektr.-Ges.		
	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.
1895	137,53	8	5,82	254,91	12	4,71	232,15	13	5,60
1896	155,41	10	6,43	259,78	10,5	4,04	235,26	15	6,38
1897	167,33	13,5	8,07	246,43	12,5	5,07	262,50	15	5,75
1898	199,47	15	7,52	255,37	14	5,48	277,73	15	5,40
1899	248,41	16	6,44	234,15	13	5,55	275,76	15	5,44
1900	233,80	14	5,99	223,89	10	4,47	232,77	12	5,15
1901	192,59	10	5,19	183,55	10	5,45	190,60	8	4,20
1902	200,70	11	5,48	188,98	10	5,29	179,59	8	4,45
1903	224,56	11	4,89	224,27	10	4,46	192,54	9	4,67
1904	243,37	10	4,11	238,35	10,5	4,41	219,64	10	4,55
1905	261,72	12	4,59	251,88	13	5,16	234,23	11	4,69
1906	243,86	12	4,92	243,89	14	5,74	217,80	12	5,50
1907	225,51	10	4,43	220,09	15	6,86	198,14	12	6,06
1908	207,09	4	1,93	232,55	16	6,88	212,79	13	6,11

<sup>1)</sup> Von 1895—1899 nach Neumanns Kurs-Tabellen als Durchschnitte der mittleren Monatskurse berechnet. Von 1900—1908 Durchschnitte aus: J. Conrad, Volkswirtschaftliche Chronik. Vergleiche Diagramm 2, S. 82 und Diagramm 3, S. 84

(Fortsetzung.)

Im Jahre	Hamb.-Amerika- Paket-Fahrt			Norddeutscher Lloyd			Stettiner Vulkan		
	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.
1895	100,73	5	4,96	101,65	0	0,00	137,41	6	4,37
1896	127,27	8	6,29	111,90	4	3,58	153,22	6	3,92
1897	120,06	6	4,99	107,56	5	4,65	177,83	10	5,63
1898	119,54	8	6,69	112,32	7	6,23	209,68	14	6,68
1899	125,27	8	6,38	120,25	7,5	6,24	238,43	12	5,03
1900	125,49	10	7,97	118,17	8,5	7,19	233,71	14	5,99
1901	119,61	6	5,02	113,32	6	5,21	197,72	14	7,07
1902	107,20	4,5	4,20	106,77	0	0,00	204,41	14	6,85
1903	105,14	6	5,71	100,73	6	5,95	208,89	14	6,70
1904	111,85	9	8,05	103,98	2	1,92	258,30	14	5,42
1905	156,38	11	7,08	123,83	7,5	6,06	307,53	14	4,55
1906	161,64	10	6,19	128,83	8,5	6,09	288,04	14	4,86
1907	133,26	6	4,50	118,02	4,5	3,81	250,17	14	5,60
1908	111,17	0	0,00	94,79	0	0,00	239,70	12	5,01

(Fortsetzung.)

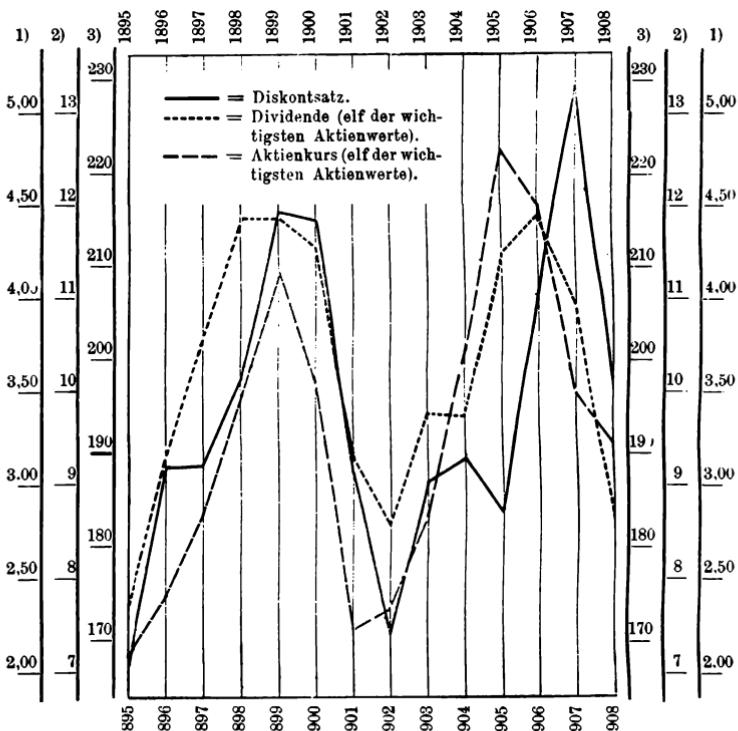
Im Jahre	Deutsche Bank			Dikonto- Kommand.-Ges.			Durchschnitt dieser Werte		
	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.	Kurs	Div.	Rent.
1895	193,08	10	5,18	217,—	10	4,61	168,59	7,64	4,53
1896	190,13	10	5,26	209,58	10	4,77	175,71	9,23	5,26
1897	201,50	10	4,96	202,80	10	4,93	183,77	10,45	5,69
1898	201,49	10,5	5,21	199,03	10	5,02	196,05	11,83	6,03
1899	208,62	11	5,27	195,81	10	5,11	208,85	11,83	5,66
1900	197,72	11	5,56	182,78	9	4,92	197,43	11,53	5,84
1901	198,34	11	5,55	178,95	8	4,47	171,27	9,27	5,41
1902	209,61	11	5,25	188,05	8,5	4,52	173,61	8,55	4,92
1903	214,62	11	5,13	191,53	8,5	4,44	183,63	9,76	5,32
1904	222,72	12	5,39	188,71	8,5	4,50	201,12	9,73	4,83
1905	240,83	12	4,98	191,03	9	4,71	223,72	11,50	5,14
1906	239,52	12	5,01	185,62	9	4,85	217,56	11,92	5,48
1907	229,46	12	5,23	173,06	9	5,20	197,05	10,95	5,56
1908	235,02	12	5,11	175,41	9	5,13	191,69	8,64	4,51

zu den Zinssätzen und teilweise mehr noch zu den Produktionsumsätzen in fast allen ihren Bewegungen die zeitliche Priorität (Diagramm 2).

So macht sich der gewaltige Rückschlag der Konjunktur zur Wende des Jahrhunderts bei den Kursen sehr scharf

Albert, Entwicklung des Zinsfußes.

**Diagramm 2.**  
Diskontsatz-, Dividenden- und Aktienkursbewegung.



bereits im Jahre 1900, bei den 11 Dividenden sogar schon im Jahre 1899, der neue Aufschwung zu Anfang des neuen Jahrhunderts bei den 11 Dividenden 1902 in einer schwächeren Abwärtsbewegung, bei den Kursen sogar in einer neuen Aufwärtsbewegung geltend. In den letzten Jahren unserer zweiten Hochkonjunkturperiode zeigen die Dividendenziffern 1906 eine kleine Abschwächung in der Aufwärts-

1) = Diskontsatzskala.

2) = Dividendenskala.

3) = Aktienkursskala.

bewegung, 1907 einen absoluten Rückgang, die Kurse sogar in beiden Jahren Rückgänge; die abwärtsgehende Bewegung hält für Kurse und Dividenden bis in das Jahr 1908 an. Die kurzen Stockungen in der Aufwärtsbewegung, die der Diskontsatz aufzuweisen hat, sind für das Jahr 1897 weder aus der Dividenden-, noch aus der Kursgestaltung zu ersehen; für das Jahr 1904 dagegen zeigt die Durchschnittsdividende einen gelinden Rückgang, der jedoch nicht allgemein durchgreift und, wie aus der Einzelaufstellung ersichtlich ist, auf Bergbau und Hüttenwerte<sup>1)</sup> beschränkt bleibt.

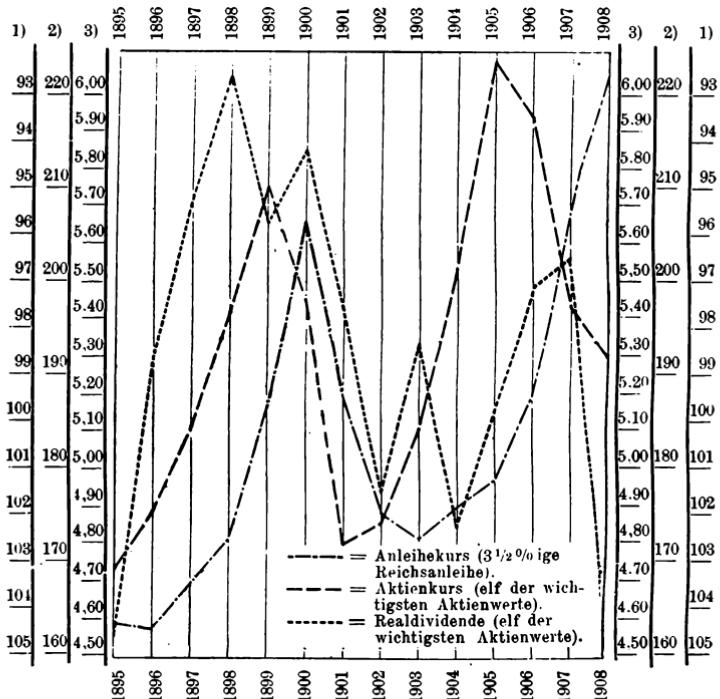
Die Kapitalanlage in Aktienwerten bildet eine Unternehmungsform, die als Bindeglied zwischen der direkten und indirekten Geldkapitalfunktion, zwischen Produktionsmarkt und Geldkapitalleihmarkt angesehen werden kann. In den Dividendenwerten erhält der Übergang zwischen Leihgeschäft und Produktion eine fast reibungslose Geschmeidigkeit. Dieser bequeme Verbindungsweg wird von einer großen Kapitalmasse vorzugsweise in Anspruch genommen. Die Kurse der beiden Kapitalanlagegebiete zeigen getreulich an, ob hier eine Abnahme, dort eine Zunahme der Kapitalwanderung erfolgt ist. Im allgemeinen müssen sich deshalb die Kursbewegungen auf beiden Seiten in entgegengesetzter Richtung vollziehen. Maßgebend für die Wanderung ist natürlich der Ertrag des Kapitals; also auf Seiten des Leihmarktes, der festverzinslichen Werte der Realzinsfuß, auf Seiten der Produktion, der Dividendenwerte die Realdividende, wie sie sich aus Aktienkurs und Nominaldividende ergibt. Der Realzinsfuß muß der Bewegung der Realdividende folgen (siehe Tabelle 26). (Diagramm 3.)

Unsere Zeichnung veranschaulicht, abgesehen von der zeitlichen Verschiebung, die große Ähnlichkeit zwischen der Bewegung unseres durchschnittlichen Aktienkurses und dem Kurse der  $3\frac{1}{2}\%$  igen Reichsanleihe; es darf allerdings nicht übersehen werden, daß die Bewegungen, die in der Tabelle der Vergleichung wegen parallel gehalten sind, in Wirklich-

---

<sup>1)</sup> Vgl. S. 76 und 103.

**Diagramm 3.**  
**Bewegung des Anleihekurses, des Aktien-**  
**kurses und der Realdividende.**



keit in entgegengesetzter Richtung verlaufen. Ebenso tritt die zeitliche Hegemonie der Realdividende gegenüber dem Realzinsfuß, der in unserem Falle auch bezüglich der Richtung mit der Linie des Anleihekurses identisch ist, und ferner der allgemeine Parallelismus zwischen den Bewegungen der beiden letzteren Linien deutlich in Erscheinung. Der Parallelismus kann sich natürlich nicht bis in alle Einzelheiten hinein erstrecken, da, wie oben angeführt, die statistische Erfassung der Dividendenbewegung nur sehr

1) = Skala des Anleihekurses.

2) = " " Aktienkurses.

3) = " " der Realdividende.

unscharf möglich ist, und die Verschwommenheit sich in verstärktem Maße auf die errechnete Realdividendenbewegung überträgt.

**β. Spezielle Erscheinungen.**

Nach dieser groblinigen Skizzierung des Aktienmarktes und seiner wichtigen Beziehungen zum Leihmarkte gehen wir an Hand eines als Durchschnitt aus den monatlichen Durchschnittskursen der 11 Aktienwerte errechneten monatlichen Aktieneinheitskurses auf eine genauere Darstellung des Aktienmarktes während unserer Periode ein und versuchen dessen Verhältnis zum Diskont- und zum Wertpapiermarkte in allen Einzelheiten zu beleuchten (Tabelle 27 und 28, vergl. Diagramm 4. Seite 90).

Die Linie der relativen Gestaltung des Aktieneinheitskurses (vergl. Tabelle 28) zeigt zu Anfang unserer Periode namentlich von Mai bis Oktober 1895 ganz gewaltige Tendenz zum Steigen. Die Bewegung fällt jedoch von Ende des Jahres bis gegen Ende des folgenden sehr rasch ab und führt September und Oktober 1896 sogar zum Fall. Nach neuem kurzen Aufsteigen, dessen Spitze in den Januar 1897 fällt, erreicht sie schon wieder im April die negative (Fall-) Seite, hält sich aber von nun ab längere Zeit dieser und der neutralen Linie fern, allerdings mit nicht unerheblichen Schwankungen, deren aufwärts gerichtete Spitzen in den August und Dezember 1897, dann namentlich Juni 1898, ferner Oktober 1898, April und namentlich wieder November 1899 und März 1900, deren abwärts gerichtete Spitzen aber in die Monate Oktober 1897, Januar und August, namentlich Dezember 1898 und September 1899 und endlich Januar 1900 fallen. Ganz gewaltig scharf ist der Wendepunkt der Konjunktur in der ersten Hälfte 1900 gekennzeichnet. Die Linie fällt von Mai dieses Jahres ganz rapid bis tief in die negative Seite hinab und sinkt hier bis Anfang 1901 am tiefsten. Von da ab lässt der Fall bedeutend nach. Februar 1902 überschreitet die Kurve zum ersten Male die neutrale Linie, um allerdings sofort wieder,

Tabelle 27.

Monatliche Aktieneinheitskurse aus elf der

Im Monate	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900
Januar . . .	141,06	154,50	169,17	185,40	193,64	200,99	211,11
Februar . . .	144,09	155,73	173,53	182,18	191,56	205,28	219,98
März . . . .	150,38	159,62	172,24	178,02	191,64	205,47	220,69
April . . . .	148,76	163,03	174,35	174,31	191,15	211,01	221,05
Mai . . . . .	145,54	169,33	176,50	180,14	199,13	217,26	211,63
Juni . . . . .	146,45	173,13	178,67	183,52	203,37	217,04	198,26
Juli . . . . .	145,23	170,05	176,96	184,83	198,29	212,04	185,58
August . . . .	149,54	174,45	177,58	189,17	199,61	211,20	181,86
September . .	153,73	181,69	179,34	186,79	199,19	205,07	177,53
Oktober . . .	152,93	183,12	175,59	181,97	195,29	202,57	176,57
November . . .	153,44	172,82	175,94	186,73	192,51	208,97	184,46
Dezember . . .	154,73	165,54	178,63	192,03	197,16	209,30	180,47
Jahres- durchschnitt:	148,80	168,59	175,71	183,77	196,05	208,85	197,43

1) Von 1894–1899 aus mittleren Monatskursen nach „Neumanns

Von 1900–1908 aus durchschnittlichen Monatskursen nach

namentlich im April, in die negative Seite zurückzufallen. Schon von Juni 1902 ab zeigt die Linie andauernd steigende Bewegung, die zunächst im September und Oktober 1902 und im April 1903 am höchsten ist, jedoch in der Zwischenzeit, bis Februar und Juni 1903, beträchtlich nachlässt. Von Mitte 1903 ab erhebt sie sich aber rasch wieder sehr steil bis Dezember 1903, sinkt fast ebenso steil bis März 1904 der neutralen Linie entgegen und erhebt sich wiederum sehr steil und außerordentlich hoch bis September und — nach kurzem nur bis Dezember 1904 dauerndem Niedergang — bis März 1905 auf den nach Oktober 1895 höchsten Punkt der Periode. Von hier ab flacht die Steigerungstendenz der Kurve rasch und fast ununterbrochen bis Anfang 1905 ab. Schon von März 1906 ab nehmen die Kurse wiederum, und zwar bis Ende unserer Periode, ununterbrochen ab. Die Kurve erreicht zunächst von Juli bis Oktober 1906 ziemlich tiefe negative Grade, strebt bis Dezember 1906 wiederum der neutralen Linie zu, um aber bis August und Dezember 1907 auf die tiefsten Punkte herabzusinken. In

wichtigsten Aktienwerten<sup>1)</sup>). 1894—1908.

1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
176,91	171,89	176,41	194,99	215,98	220,87	215,27	190,53
177,71	178,69	179,60	188,79	220,41	221,28	212,87	190,39
181,31	177,14	183,01	188,99	221,24	219,23	203,19	188,19
182,62	174,58	184,04	194,06	224,—	222,78	200,39	192,31
182,20	175,14	181,27	196,51	222,78	221,45	198,18	193,02
175,48	177,63	178,20	197,41	224,63	218,56	194,35	188,16
163,59	171,88	178,16	205,78	225,11	211,93	190,99	188,83
164,99	169,89	180,85	197,39	229,32	215,30	186,81	193,77
161,39	172,44	182,79	209,32	229,97	215,91	192,72	198,69
159,80	170,68	188,54	210,18	229,02	214,43	193,54	192,89
162,44	170,76	193,59	213,92	224,26	213,14	187,85	191,98
166,82	172,56	196,67	216,29	217,76	215,94	187,51	191,56
171,27	173,61	183,63	201,12	223,72	217,56	197,05	191,69

Kurs-Tabellen“ berechnet.

J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

der ersten Hälfte des Jahres 1908 schon verliert die sinkende Tendenz mehr und mehr an Schärfe. August und September des Jahres bringt bereits wieder steigende Bewegung, die sich, nach kurzem Rückfall im Oktober, auch während der beiden letzten Monate unserer Periode behauptet<sup>1)</sup>.

**α1. Aktienkurs und Diskontsatz.**

Jeder, der auf der Börse Aktien kauft oder verkauft, sei es der geruhige, zufriedene Rentner, der es mit seiner Kapitalmasse nur auf den Kapitalertrag abgesehen hat und es mit der Anlage ernst meint, sei es auch selbst der leicht-

<sup>1)</sup> Bemerkenswert hierbei erscheint, daß die ausländischen Kriege: Mai 1898 Ausbruch des spanisch-amerikanischen Krieges, Dezember 1899 Ausbruch des englischen Krieges mit Transvaal, Februar 1904 Ausbruch des russisch-japanischen Krieges, keine sichtbare Wirkung auf die Gestaltung der Aktienkurse gehabt haben, während aber doch die Presse der ausländischen Politik in bezug auf die Börse jeweils den größten Einfluß beimitzt und stets die allergrößte Beachtung schenkt.

Tabelle 28.

Differenz der monatlichen Aktieneinheitskurse gegenüber den Einheitskursen der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres.

Im Monate	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900
Januar . . .	+ 18,44	+ 14,67	+ 16,21	+ 8,25	+ 7,35	+ 10,12	- 34,20
Februar . . .	+ 11,64	+ 17,80	+ 8,65	+ 9,38	+ 13,72	+ 14,70	- 42,27
März . . . .	+ 9,24	+ 18,53	+ 5,78	+ 13,62	+ 18,83	+ 15,22	- 39,38
April . . . .	+ 14,27	+ 11,35	- 0,07	+ 16,84	+ 19,86	+ 10,04	- 38,44
Mai . . . .	+ 23,79	+ 7,34	+ 3,65	+ 18,99	+ 18,13	- 5,63	- 29,43
Juni . . . .	+ 26,68	+ 5,54	+ 4,86	+ 19,84	+ 18,67	- 18,78	- 22,78
Juli . . . .	+ 24,82	+ 6,91	+ 7,87	+ 13,46	+ 13,75	- 26,46	- 21,99
August . . . .	+ 24,91	+ 3,13	+ 11,60	+ 10,43	+ 11,59	- 29,34	- 16,87
September . .	+ 27,96	- 2,34	+ 7,44	+ 12,40	+ 5,88	- 27,54	- 16,14
Oktober . . .	+ 30,19	- 7,53	+ 6,38	+ 13,32	+ 7,28	- 26,00	- 16,76
November . .	+ 19,38	+ 3,12	+ 10,79	+ 5,78	+ 16,46	- 24,51	- 22,02
Dezember . .	+ 10,81	+ 13,09	+ 13,60	+ 5,13	+ 12,14	- 28,83	- 13,65

(Fortsetzung.)

Im Monate	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . .	- 5,02	+ 4,52	+ 18,58	+ 20,99	+ 4,89	- 5,60	- 24,74
Februar . . .	+ 0,98	+ 0,91	+ 9,19	+ 31,62	+ 0,87	- 8,41	- 22,48
März . . . .	- 4,18	+ 5,87	+ 5,98	+ 32,25	- 2,01	- 16,04	- 15,00
April . . . .	- 8,04	+ 9,46	+ 10,02	+ 29,94	- 1,22	- 22,39	- 8,08
Mai . . . .	- 7,06	+ 6,13	+ 15,24	+ 26,27	- 1,33	- 23,27	- 5,16
Juni . . . .	+ 2,15	+ 0,57	+ 19,21	+ 27,22	- 6,07	- 24,21	- 6,19
Juli . . . .	+ 8,29	+ 6,28	+ 19,23	+ 27,72	- 13,18	- 20,94	- 2,16
August . . . .	+ 4,90	+ 10,96	+ 24,93	+ 28,54	- 14,02	- 28,49	+ 6,96
September . .	+ 11,05	+ 10,35	+ 26,53	+ 20,65	- 14,06	- 23,19	+ 5,97
Oktober . . .	+ 10,88	+ 17,86	+ 21,64	+ 18,84	- 14,59	- 20,89	- 0,65
November . .	+ 8,32	+ 22,83	+ 20,33	+ 10,34	- 11,12	- 25,29	+ 4,13
Dezember . .	+ 5,74	+ 24,11	+ 19,62	+ 1,47	- 1,82	- 28,43	+ 4,05

zügige Spekulant, der in fieberhafter Hast innerhalb weniger Stunden sein Kapitalpfund durch zahllose knüpfende und lösende Engagements hindurchpeitscht, um hier und da einen Kursgewinn zu erhaschen, jeder gibt seine Aufträge zu kaufen oder zu verkaufen nach peinlichster Berechnung

der allgemeinen Geschäftslage; jener, weil von deren Gestaltung seine Dividende, seine Rente abhängt, dieser, weil infolge der Berechnung und Aufträge des ersten der Aktienkurs steigt oder fällt, und somit deren Gestaltung für ihn Gewinn oder Verlust bedeutet.

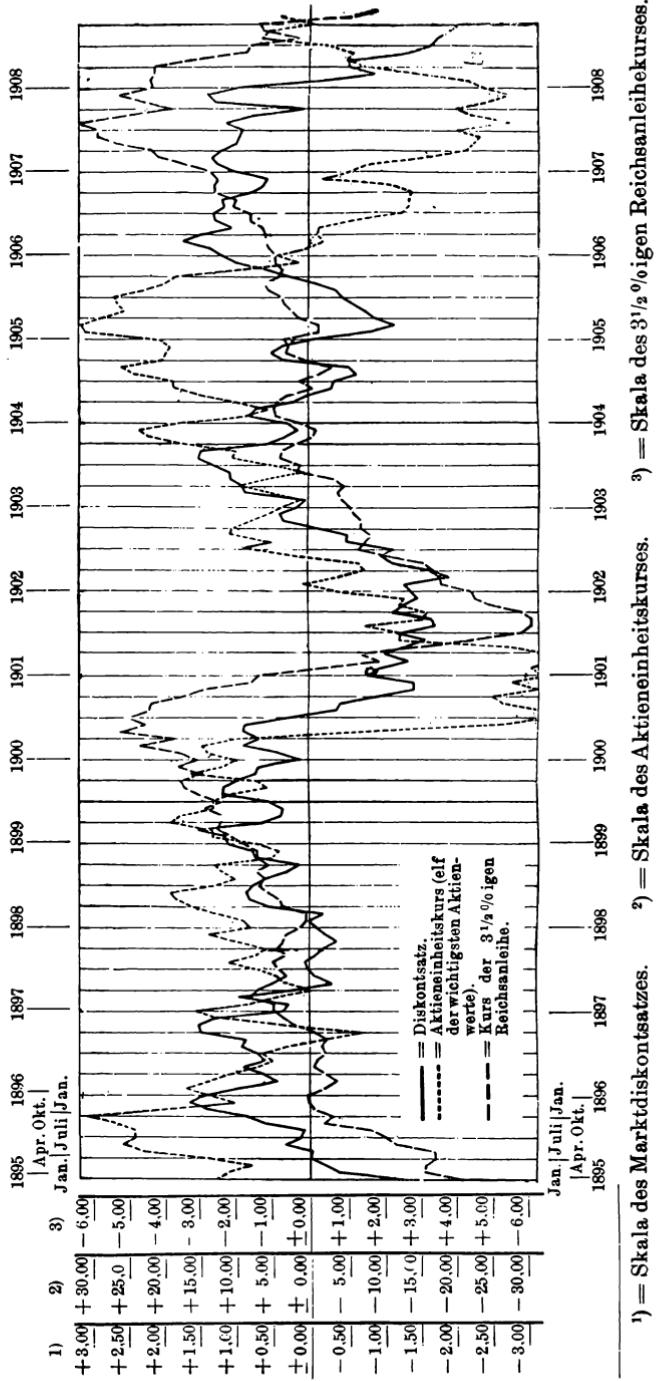
In der Kursgestaltung der Aktienwerte besitzen wir daher das feinstfühlige Barometer der reinen Konjunkturbewegung, auf dem wir die allgemeine Gestaltung der Gewinnquote bis in die feinsten Schwingungen hinein verfolgen können. Um deren Wirkung auf den Zinsfuß festzustellen, setzen wir unserer relativ gestalteten Kurve des Aktieneinheitskurses die des Diskontsatzes und des Wertpapierkurses zur Seite und vergleichen nacheinander die Bewegungen dieser drei Linien gegenseitig (Diagramm 4).

Bei einer Betrachtung der Beziehungen zwischen Diskontsatz und Aktienkurs handelt es sich hauptsächlich um die gewaltige Masse des sogenannten fluktiven Kapitals, das ohne dauernden Ruhepunkt in großen Wogen je nach Gewinnaussichten zwischen Leihmarkt und direkter Produktion hin- und herflutet. Denn gerade der Diskontsatz bietet dem Leihmarkte die trefflichste Gelegenheit, Kapitalien jederzeit gewinnbringend anzulegen und jederzeit ohne Verluste zu entnehmen. Auf dem Produktions-, auf dem Aktienmarkte ist es vor allem die wichtige Spekulationstätigkeit, die ein so williges Kapitalreservoir unbedingt bedarf und auch in gewaltigem Umfange stets in Anspruch nimmt.

Der Spekulant sieht nie genau den Zeitpunkt seines spekulativen Eingreifens voraus. Erst wenn die Industriemaschine anfängt zu pusten und zu zittern, wenn auf den Fabriken die Schlote qualmen, wenn der Alarm auf der Börse bläst, und die Kurse in wildem Haussetaumel in die Höhe schnellen wollen, erst dann weiß er, daß die Stunde seines Säens gekommen ist, dann muß er aber auch sofort bereit sein, seine Kapitalsaat aus dem Reservoir zu schöpfen und in den Aktienmarkt auszuwerfen. Ebenso, wenn der Industriemaschine der Atem ausgegangen, wenn wiederum auf der Börse Alarm erschallt, und allenthalben die Kurse

## Diagramm 4.

Zunahme (+) oder Abnahme (-) der monatlichen Durchschnitte des Aktienkurses, des Marktdiskontsatzes und des  $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihekurses gegenüber den gleichen Monaten des jeweiligen Vorjahres.



DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-56057-8>

zu wanken und zu sinken beginnen, dann ist die Frucht auf dem Aktienmarkte reif, dann muß er ernten. Aber wohin mit der Ernte, da alles wankt? — Das Diskontsatzreservoir bietet ihm den sichersten Vorratsraum, hier kann er jederzeit einschütten, hier kann er aber auch jederzeit wieder herausschöpfen, denn wer weiß, wann plötzlich wiederum der Alarm bläst!

Je verlockender deshalb die Gewinnaussichten der Industrie und des Handels sind, je mehr also das Kapital erwarten darf, über den Zinsertrag des Diskontsatzes hinaus in einer kräftigen Kurssteigerung auf dem Aktienmarkte zu verdienen, einen desto größeren Kapitalbetrag, seien es eigne, seien es wiederum geliehene Mittel, wird — bei der geschilderten engen Beziehung zwischen Aktien- und Diskontmarkt — die Spekulation diesem entziehen und jenem zuführen; so werden durch die Vergrößerung der Nachfrage auf dem Aktienmarkte die Kurse, und durch die Verminderung des Angebots und durch die Vermehrung der Nachfrage auf dem kurzfristigen Leihmarkte aber auch der Diskontsatz solange steigen, bis die durch die Kurserhöhung verminderte Aussicht auf Kursgewinn und der erhöhte Diskontsatzertrag sich die Wage halten.

Ähnlich ist es umgekehrt, wenn die allgemeine Geschäftslage eine ungünstige Perspektive auf die Gewinnquotenhöhe eröffnet. Der Spekulant weiß, daß jetzt der Rentner infolge der verringerten Renten-(Dividenden-)aussicht seine Aktienanlagen verkauft, daß also die Kurse sinken oder nur noch langsam steigen. Die Spekulation wird daher unrentabel, da den Kursverlust- oder doch nur geringen Kursgewinnaussichten Auslagen für einen auf Kursgewinn, oder höheren Kursgewinn, eingestellten Diskontsatz gegenüberstehen. Sie zieht daher ihr Kapital möglichst rasch aus dem Aktienmarkte zurück und wirft es wieder auf den Diskontmarkt. Es wird daher der Aktienkurs, aber auch der Diskontsatz solange sinken, bis die durch Kursfall erhöhte Aussicht auf Kurssteigerung und auf der anderen Seite die durch den Fall des Diskontsatzes verminderten Unkosten der Spekulation sich wiederum

ausgeglichen haben. Daher bedingt Steigen oder Fall der Aktienkurse im allgemeinen ein ganz paralleles Steigen oder Sinken des Diskontsatzes (dies haben wir in aller Kürze bereits oben berührt. Vergl. S. 78 ff). Die Regel hat aber auch Ausnahmen.

Die Beziehungen und Wirkungen zwischen Diskontsatz und Aktienkurs sind wechselseitig; ein niederer Diskontsatz wirkt erhöhend auf den Stand der Kurse, ein hoher deprimierend. Dies kann sich aber — wie wir oben gesehen haben — nur dann äußern, wenn der Diskontsatz bei günstiger Konjunktur, also bei Steigerungsneigung der Aktienkurse, aus irgendwelchen hemmenden Ursachen<sup>1)</sup> an der parallelen Gestaltung verhindert ist, oder sogar Neigung zum Sinken hat. Dann wird der Aktienmarkt erst recht auf Kosten des Geldmarktes aus dessen Schwäche Nutzen ziehen, und die Kurse werden über den normalen Stand emporschnellen, bis jenes Gleichgewicht der Kursgewinnchance und des niedergedrückten Diskontsatztrages wieder hergestellt ist. Weicht nun aber der Druck vom Diskontmarkte, und ringt der Satz sich infolge der anormal gesteigerten Inanspruchnahme über seinen oder auch nur zu seinem normalen Stande empor, dann muß umgekehrt der Aktienkurs selbst bei gleichmäßiger Fortdauer der bisherigen Konjunktur sinken, da ja sonst jenes Gleichgewicht gestört wäre, und der Spekulant bei der durch den anormal hohen Stand der Aktienkurse bedeutend verminderten Aussicht auf Kurssteigerung und vollends bei dem jetzt wieder erhöhten, normalen Stand des Diskontsatzes durch weitere Kaufaufträge Geschäfte höchst zweifelhaften Erfolges eingehen würde. Der Aktienkurs muß daher bis auf einen Stand herabsinken, bei dem die Chance auf Kurssteigerung, auf Kursgewinn, wieder mindestens gleichwertig der Diskontsatzrate wird. Ebenso ist es auch umgekehrt, wenn der Diskontsatz bei ungünstiger Konjunktur,

---

<sup>1)</sup> Wir meinen hier besonders die Einflüsse der auswärtigen Geldmärkte oder auch möglicherweise der Diskontopolitik der Zentralnotenbank, wie wir sie später verfolgen wollen. (Siehe II. Teil, B. II b, insbesondere S. 174 ff. und II. Teil, B. II c, insbesondere S. 188 ff.)

also Falltendenz der Aktienkurse am parallelen Steigen verhindert wird oder sogar Steigungsneigungen zeigt; dann werden die Kurse anormal tief herabfallen, um aber später mit normaler Gestaltung des Geldmarktes wieder zu steigen.

Während also im allgemeinen, d. h. bei normalen Geldmarktverhältnissen, die Bewegung des Aktienkurses die Diskontsatzlinie in paralleler Gestaltung nach sich ziehen muß, besteht innerhalb dieses Parallelismus als Wirkung von Einflüssen, die außerhalb der freien nationalen Geldmarktkonstellation liegen, immerhin im einzelnen auch die sekundäre Möglichkeit einer gerade kreuzweise entgegengesetzten Entwicklung.

Wie sich nun diese beiden konträren Bewegungen zwischen Aktienkurs und Diskontsatz innerhalb unserer Periode vollzogen haben, das läßt sich recht anschaulich bis in alle Einzelheiten an Hand unseres Diagramms verfolgen (vergl. Diagramm 4. S. 90).

Von dem allgemeinen tatsächlichen Parallelismus zwischen der Bewegung des Aktienkurses und des Diskontsatzes während unserer Periode haben wir schon oben in groben Linien, in Jahresdurchschnittsziffern, uns zu überzeugen Gelegenheit gehabt. Er kommt, wenn auch durch die konträren Schwankungen etwas verwischt, auch in unserer detaillierten Zeichnung deutlich zum Ausdruck. Noch schärfer fällt hier jedoch die zeitliche Priorität der Aktienkursbewegung gegenüber der des Diskontsatzes in die Augen. Zu Anfang unserer Periode ist der Aktienkurs längst im Steigen begriffen, während der Diskontsatz erst mühsam von der noch immer sinkenden Tendenz sich freizumachen sucht. Besonders markant ist ferner der Wendepunkt der Konjunktur zu Anfang des Jahres 1900. Aus ihrer bisher aufsteigenden Bewegung bricht im April die Linie des Aktienkurses plötzlich ab und stürzt jählings bis in die tiefsten Grade fallender Bewegung hinab, während der Diskontsatz erst im Juni den gleichen Sturz, und zwar bedeutend zaghafter nachahmt. Der Aktienkurs läßt schon seit Mitte 1901 bedeutend in seiner Falltendenz nach, der Diskontsatz folgt

in der parallelen Bewegung erst mit Anfang 1902. Zu dieser Zeit überschreitet der Aktienkurs bereits die neutrale Linie und wendet sich der steigenden Bewegung zu, der Diskontsatz ringt sich erst mit Ende des Jahres zu ihr auf. Von Anfang 1904 ab allerdings wird der allgemeine Parallelismus der beiden Linien ganz erheblich gestört. Der Wendepunkt unserer zweiten Hochkonjunkturperiode gegen Ende des Jahres 1907 bietet im Vergleich zu dem unserer ersten Hochkonjunkturperiode im Halbjahr 1900 ein völlig verändertes Bild. Er findet die Aktienkurslinie in stark sinkender Bewegung, deren Anfang bis in den Beginn des Jahres 1906 zurückreicht, während die Diskontsatzlinie mit ihrer Steigerungstendenz erst Anfang 1908 abbricht und mit bis Ende 1908 stark zunehmender Schnelligkeit die sinkende Bewegung aufnimmt. Während der gleichen Zeit läßt die Falltendenz des Aktienkurses mehr und mehr nach und schlägt gegen Ende des Jahres wiederum zum Steigen um.

Der allgemeine Parallelismus in der Gestaltung der beiden Kurven erleidet aber zahlreiche, teilweise äußerst wichtige Störungen. Es finden sich kleinere und auch größere scharf markierte Bewegungen, die einander kreuzweise entgegengesetzt sind, und zwar derart, daß die Wellenlinien auf der einen Seite zu gleicher Zeit ein oft geradezu verblüffend ähnliches, nur umgekehrtes Spiegelbild auf der anderen Seite darstellen.

So entspricht der großen Aufwärtsbewegung des Diskontsatzes im zweiten Halbjahr 1895 vom Oktober ab eine schroff entgegengesetzt gerichtete beim Aktienkurs. Beide Linien schwenken im Dezember in spitzen Winkeln von dieser Bewegung ab und schlagen gegenseitig wiederum entgegengesetzte Richtung ein; der Diskontsatz strebt jetzt der neutralen Linie zu, der Aktienkurs entfernt sich von ihr. Im Februar und März 1896 ändert sich wiederum das Bild, der Aktienkurs sinkt, der Diskontsatz steigt, beide sehr intensiv bis Oktober. Hier brechen sie sehr schroff ihren Kurs und bewegen sich neuerdings auf einander entgegengesetzten Wegen. Bereits im Januar und ferner im

März 1907 haben wir wiederum solche scharfe Wendepunkte, allerdings kleinerer, einander entgegengesetzter Bewegungen. Der längere Tiefstand der Diskontsatzlinie von Mai 1897 bis in den Anfang 1898 hinein ist gleichzeitig mit neuer, wenn auch nicht gleichmäßiger, Steigerungstendenz der Aktienkurse begleitet. Der Aufstieg und das darauffolgende Nachlassen der Bewegung des Diskontsatzes im Anfange 1898 findet zwar bis August beim Aktienkurs parallele Gestaltung, dann aber führt letzterer bis Oktober kurz aufwärts, während ersterer seine Abwärtsrichtung beibehält. In diesem Monate beginnt der Diskontsatz zu steigen, der Aktienkurs aber eilt bis Dezember abwärts. Von Dezember 1898 bis März 1899 haben beide Linien parallele aufwärtsgehende Bewegung, dann aber fällt der Diskontsatz bis April bedeutend nach unten, während der Aktienkurs nach kurzer Stockung seine steigende Richtung beibehält. Im April wiederum beginnt der Diskontsatz seinen Fall zu zügeln und führt bis September aufwärts; genau zu gleicher Zeit bricht der Aktienkurs mit seiner aufsteigenden Bewegung ab und bewegt sich in entgegengesetzter fallender. Im September 1899 ändern wiederum beide Linien ihren Kurs und kreuzen sich bis November 1899. Von hier ab laufen beide Linien parallel, indem sie Anfang 1900 in gewaltigem Sturze auf die tiefsten fallenden Punkte niedersinken. Auch in der folgenden Zeit stärkster Depression lassen sich kleinere entgegengesetzte Bewegungen deutlich erkennen, so im Dezember 1900 bis Januar 1901 sinkende des Aktienkurses und steigende des Diskontsatzes, so von April bis Juni umgekehrt sinkende des Diskontsatzes und steigende des Aktienkurses, so Juli bis August, August bis Oktober und Oktober bis November 1901, jeweils in umgekehrter Richtung zu den vorangehenden Bewegungen. Von November 1901 etwa ab hält die Diskontsatzlinie in der Intensität ihrer Abwärtsbewegung ein und eilt, wenn auch in einzelnen retardierenden Pausen, der neutralen Linie zu. Der Aktienkurs läuft dieser Bewegung zeitlich voran, benutzt aber die kurzen Ruhepunkte des Diskontsatzes von November 1901 bis März 1902, von Mai

bis Juli und August bis September 1902, um in desto größeren Sprüngen aufwärts zu eilen. Im April 1903 entspricht der steigenden Bewegung des Diskontsatzes bis Juni eine fallende des Aktienkurses. Von September 1903 etwa ab geht der Parallelismus der Linien vollständig verloren, der konträre Lauf der Kurven gewinnt derart die Oberhand, daß die Wellenbewegungen der einen sich bei der zweiten wie ein fast vollständig symmetrisches Spiegelbild nach der entgegengesetzten Seite widerspiegeln. So entspricht dem Sinken der Diskontsatzlinie bis Dezember 1903 ein gleichzeitiges und gleichmäßiges Steigen des Aktienkurses, bis März 1904 laufen beide Linien wieder aufeinander zu, eilen bis August sehr weit auseinander, kommen bis Dezember 1904 einander wieder kurz entgegen, um bis März 1905 aufs weiteste sich gegenseitig zu entfernen; der Diskontsatz zeigt in diesen letzten Monaten sehr starke Rückgänge, während der Aktienkurs die höchsten Steigerungsgrade aufweist. Bis März 1906 wendet sich der Diskontsatz in steiler Linie den höchsten Steigerungsgraden zu, während der Aktienkurs in entgegengesetzter Richtung diese Bewegung nachahmt. In der Folge entsprechen dem kurzen Rückgang bis Mai, der bis Juli und September aufsteigenden und bis Dezember 1906 scharf niederfallenden Bewegung, dem neuen Aufstieg mit den Spitzen im März und August 1907, dem raschen und tiefen Rückfall bis Oktober, dem abermaligen Aufschnellen bis Dezember 1907 und endlich dem gewaltigen Rückgang während des Jahres 1908 von den höchsten steigenden bis zu den tiefsten fallenden Graden der Diskontsatzlinie, die jeweils gleichzeitigen, aber entgegengesetzten Bewegungen des Aktienkurses. Trotz dieses fast symmetrischen Spiegelbildes, das die beiden konträren Bewegungen von Anfang der zweiten Hochkonjunktur ab gegenseitig bilden, zeigt sich, wenn auch nur wenig merklich, daß doch bis etwa in das zweite Viertel des Jahres 1907 die Aktienkurslinie in ihrer Steigerungsbewegung jeweils schneller vorgeeilt ist, als zur gleichen Zeit die Diskontsatzlinie in ihrer Fallbewegung, letztere in ihrer Steigerungs-

bewegung schneller, als erstere in ihrer gleichzeitigen Fallbewegung. Vom zweiten Viertel des Jahres 1907 ab bietet sich dagegen die umgekehrte Erscheinung. Der Aktienkurs zeigt eine größere Vorliebe zum Fall bei gleichzeitiger Steigerungsunlust der Diskontsatzlinie und umgekehrt<sup>1)</sup>.

Die Ursachen der geschilderten konträren Bewegungen zwischen Aktienkurs und Diskontsatz haben wir bereits als außerhalb der freien nationalen Geldmarktkonstellation liegende aprioristisch erkannt. Daraus folgern wir in bezug auf die Entwicklung des Diskontsatzes während unserer Periode, daß dieser in seiner ganz ausgeprägten Tendenz, der allgemeinen rein nationalen Konjunkturbewegung, der Gewinnquotengestaltung, sich parallel anzuschmiegen, durch zahlreiche hemmende und fördernde äußere Einflüsse teilweise in recht erheblichem Maße abgelenkt worden ist. Wenn wir die markantesten und wichtigsten unter ihnen herausgreifen, ergibt sich, daß diese äußeren Einwirkungen auf den Diskontsatz am meisten stimulierend gewirkt haben: ganz besonders von Oktober bis Dezember 1895 und von März bis Oktober 1896, ferner gelinder von Januar bis März 1897, von Oktober bis Dezember 1898, von Juni bis September 1899, Januar und Februar 1901, März bis Mai, Juli bis August, September bis Dezember 1902, April bis Juni 1903, Dezember 1903 bis Februar 1904, August bis November 1904, dann besonders stark von März 1905 bis März 1906, gelinder von Mai bis September 1906, dann namentlich wieder von Dezember 1906 bis April und August 1907, wieder außerordentlich stark von Oktober bis Dezember 1907 und endlich gelinder von März bis Mai 1908; es ergibt sich ferner, daß jene Einflüsse am meisten deprimierend gewirkt haben, nur kurz von Dezember 1895

<sup>1)</sup> Dadurch charakterisiert sich dieser Zeitpunkt als Wendepunkt unserer zweiten Hochkonjunkturperiode; dies wird u. a. namentlich auch durch die Gestaltung des Arbeitsmarktes bestätigt, den wir ja als trefflichsten Maßstab der Umsatz- und somit der Konjunkturbewegung bereits früher erkannt haben. (Vgl. S. 78.)

bis Februar 1896, bedeutend stärker von Oktober 1896 bis Januar 1897, ferner von Mai 1897 bis Anfang 1898, von März bis Mai und von September bis November 1899, von August bis November 1900, April bis Juni 1901, September 1901 bis März 1902, Mai bis Juli 1902, dann besonders stark von August bis Dezember 1903, von März bis September 1904 und von November 1904 bis März 1905, weniger stark wieder von März bis Mai, von September bis Dezember 1906, dann wieder kräftiger von Oktober bis November 1907 und namentlich im Anfang und während der zweiten Hälfte des Jahres 1908<sup>1)</sup>.

### 3) Aktienkurs und Wertpapierzinsfuß.

Wir wenden uns nun einer Betrachtung der Beziehungen zwischen dem Aktienkurs und dem Wertpapierzinsfuß zu. Hierbei handelt es sich in der Hauptsache um die Strömungen des langfristigen Anlagekapitals, das im Gegensatz zu dem fluktiven Spekulationskapital nicht auf temporäre, in ihrer Höhe ungewisse und schwankende Gewinne (Kursgewinne), sondern auf dauernde, sichere und gleichmäßige Erträge (Renten), abzielt. Die Rentabilität also ist für die Strömungen des Anlagekapitals entscheidend, und zwar zunächst eine möglichst gleichmäßige Rentabilität. Diese ist für den langfristigen Leihmarkt im Zinsertrag stets in idealster Weise garantiert, für den Aktienmarkt ist sie in den Dividenden umso mehr gegeben, je weniger die Aktienunternehmungen den Schwankungen der Konjunktur ausgesetzt sind, oder je weniger sie dieselben in ihren auszuwerfenden Dividenden durch künstliche Stabilisierung zum Ausdrucke kommen lassen. Während also das Spekulationskapital gerade die-

---

<sup>1)</sup> Unsere späteren speziellen Untersuchungen über jene äußeren Einflüsse, namentlich die ausländischen Geldmärkte (und die Diskontopolitik der Reichsbank), und deren Wirkungen gerade auf den Diskontsatz, Untersuchungen, die wir von ganz verschiedenen Gesichtspunkten ausgehen lassen, führen mit erstaunlicher Präzisität auf die gleichen obigen Resultate und liefern so den trefflichsten induktiven Nachweis für die Richtigkeit unserer deduktiven Ausführungen.

jenigen Aktienwerte bevorzugt, die in ihren Dividendenzahlungen und daher im Kurs die größtmöglichen Sprünge machen (Minenwerte), wird das Anlagekapital mit Vorliebe sich die Werte mit möglichst ruhiger Dividenden- und Kursentwicklung (Bank- und Versicherungsaktien) auswählen.

Die Wirkungen der Kapitalströmungen sind aber hier wie dort die gleichen. Wenn die Konjunktur und somit die allgemeine Dividende oder auch nur deren Schätzung steigt, wird das Anlagekapital auch vom langfristigen Leihmarkte sich zurückziehen und dem direkten Produktionsmarkte sich zuwenden, wenn sie fällt, wird es sich umgekehrt vom Produktionsmarkte abwenden und zum langfristigen Leihmarkte zurückkehren; die Aktienkurse also werden im ersten Falle solange steigen, im zweiten Falle solange sinken, die Wertpapierkurse hingegen, solange sinken oder steigen, bis die Rentabilitäten beider Anlageformen sich die Wage halten, d. h. der Wertpapierzinsfuß muß sich parallel, der Wertpapierkurs umgekehrt bewegen müssen wie der Aktienkurs. So im allgemeinen. Wenn nun aber durch die Einwirkung von Ursachen, die außerhalb der freien nationalen Leihmarktverhältnisse<sup>1)</sup> liegen, die Aktienkurse über oder unter die Grade hinaus sich bewegen, die ihnen durch die Dividendenschätzung von der reinen volkswirtschaftlichen Konjunktur vorgezeichnet sind, wenn also die Rentabilität der Aktienwerte (über die Dividendenbewegung blind hinweg) durch abnorme Kursgestaltung den abnormen Geldverhältnissen sich anzupassen sucht, dann freilich wird auch der Zinsfuß der festverzinslichen Wertpapiere sich der abnormen Gestaltung anpassen müssen, aber er wird dann gleich dem Diskontsatz die entgegengesetzte Entwicklung, der Kurs der Wertpapiere also eine parallele Entwicklung, zum Aktienkurs zeigen müssen.

---

<sup>1)</sup> Gemeint sind wiederum die Leihmarktverhältnisse für kurzfristigen Kredit, also die Diskontmarktverhältnisse, da der Markt für langfristigen Kredit, der Wertpapiermarkt, wie wir später (vgl. S. 110ff.) ausführen werden, nur in ganz beschränktem Maße solchen äußeren Einflüssen zugänglich ist.

Alle Bewegungen des Wertpapierzinsfußes, die den Aktienkursbewegungen parallelen sowohl, wie die konträren, werden also gleichlaufend denen des Diskontsatzes verlaufen müssen. Da nun aber das hier in Betracht kommende Anlagekapital möglichst dauernden Ertrag sucht, und daher nur ungern und widerwillig den Markt ändert, so werden alle jene Schwankungen des Wertpapierzinsfußes nicht allein die große Intensität und Schärfe, sondern auch die zeitliche Präzisität der Diskontsatzbewegung vermissen lassen, dieser also zeitlich und graduell nachhinken.

Wie sich all dies innerhalb unserer Periode zugetragen hat, bringt unsere Zeichnung deutlich zum Ausdruck. Der allgemeine Parallelismus zwischen den Bewegungen des Wertpapierzinsfußes und des Aktienkurses tritt in dieser detaillierten Darstellung weniger scharf hervor, als in unserer früheren Skizze (vgl. Diagramm 3, Seite 84), in deren Jahresziffern sich die konträren Bewegungen teilweise paralysierten. Deutlicher wird die gleichartige Entwicklung mit der Diskontsatzlinie selbst bis in jene Schwankungen hinein verbildet, die der Aktienkurslinie entgegengesetzt laufen. Diese Bewegungen des Wertpapierzinsfußes, die größeren mehr als die kleineren, schleppen sich hinter denen des Diskontsatzes meist beträchtlich nach; namentlich die kleineren sind oft etwas verschwommen und von schwacher Intensität und legen von der größeren Stabilität dieses Zinsfußes hingänglich Zeugnis ab.

Dies haben wir eingehend schon anfangs<sup>1)</sup> geschildert. Auffallend — und darauf wollen wir bei dieser Gelegenheit kurz eingehen — ist, daß der Wertpapierzinsfuß sich aus seinem Phlegma jeweils gegen Ende der großen Auf- und Abwärtsbewegung der allgemeinen Konjunktur aufrüttelt und dann bei weiten die größte Schnelligkeit entwickelt. In dieser Erscheinung haben wir die Wirkung des Überganges zu einem höheren oder auch niedrigeren Nominalzinsfußtypus vor Augen, die wir bereits früher<sup>2)</sup> begründet

---

<sup>1)</sup> Vgl. S. 28 ff.

<sup>2)</sup> Vgl. S. 50 ff.

haben. In der Tat fallen die ungewöhnlichen ruckweisen Steigerungen unserer Wertpapierzinsfußkurve vom Jahre 1899 bis zur Wende der ersten Hochkonjunkturperiode und vom Jahre 1906 und 1907 bis zur Wende der zweiten und ebenso die ungewöhnlich starke ruckweise Falltendenz der Kurve von Mitte 1901 und Anfang 1902 mit dem Wechsel des Nominalzinsfußtypus zusammen, wie er für zwei Pfandbriefarten aus der Tabelle 14, Seite 55 ersichtlich ist.

### c) Der Emissions- und Gründungsmarkt.

Der Aktienmarkt ist nur ein Teil des Produktionsmarktes, und zwar derjenige Teil, der dem Leihmarkte am nächsten steht, auf dem sich also zuerst und am wirksamsten die Kapitalverschiebungen zwischen den beiden Kapitalanlagegebieten geltend machen. Ebenso aber, wie wir es an diesem speziellen Teile gezeigt haben, vollzieht sich die Kapitalwanderung — wenn auch mehr gehemmt und daher weniger beweglich — in sämtlichen Teilen des Produktionsmarktes. Bei steigendem Produktionsgewinne strömt das Kapital aus seinem indirekten Funktionsbecken heraus und überschwemmt, direkte Tätigkeit aufsuchend, das ganze Gebiet des Produktionsmarktes, sinkt dagegen der Produktionsgewinn, dann strömt das Kapital aus allen Teilen wiederum in seine Reservestellung zurück. Der Zinssatz aber steigt, wenn das Becken sich leert, und sinkt, wenn es sich füllt.

Diese Bewegung lässt sich für unsere Periode auch an der Gestaltung der Kapitalnachfrage verfolgen, wie sie die Emissionsstatistik und die Gründungsstatistik von Aktiengesellschaften aufweist. Das Kapitalangebot, die Kapitalwanderung, folgt dem Lockrufe der Nachfrage; sie wird auf dem direkten Produktionsmarkte in Zeiten günstiger Konjunktur sich steigern, auf dem Leihmarkte abnehmen und umgekehrt (Tabelle 29 und 30).

Unsere Emissionsstatistik beschränkt sich auf die inländischen Werte nach Abzug der Pfandbriefe und der Staats- und Kommunalanleihen, welch letztere wir separat behandeln. Bei ihr ist zwischen der Obligationenemission,

Tabelle 29.

Emissionen deutscher Werte in Deutschland  
(mit Ausnahme von Pfandbriefen, Staats- und Kommunalanleihen) 1895—1908<sup>1)</sup> (Emissionsbetrag in 1 000 000 Mk.).

Im Jahre	Eisenbahn- obligationen		Industrie- obligationen		Eisenbahn- aktien	
	Nominal	Kurs	Nominal	Kurs	Nominal	Kurs
1895	5,50	5,56	40,43	39,97	2,35	2,62
1896	47,50	48,67	42,40	42,79	26,05	37,79
1897	9,70	9,75	56,94	58,01	6,22	9,74
1898	16,83	16,96	139,75	143,12	14,82	17,98
1899	49,50	49,58	73,24	74,02	6,50	8,78
1900	88,20	85,02	178,20	178,77	49,60	55,63
1901	14,99	14,81	189,31	193,29	2,91	3,02
1902	8,77	8,71	164,25	158,10	43,90	43,01
1903	2,00	1,94	65,16	64,96	3,99	3,43
1904	8,60	8,52	109,14	110,14	3,50	3,83
1905	12,00	11,81	114,06	115,24	—	—
1906	9,50	9,02	182,27	183,10	1,70	2,16
1907	1,00	0,99	170,90	172,79	0,61	0,62
1908	3,20	3,20	317,42	314,70	16,21	18,94

(Fortsetzung.)

Im Jahre	Bankaktien		Versicherungs- aktien		Industrieaktien	
	Nominal	Kurs	Nominal	Kurs	Nominal	Kurs
1895	112,99	143,12	2,50	2,72	161,17	223,25
1896	157,78	213,40	2,15	3,48	245,34	333,88
1897	173,14	265,69	—	—	190,92	318,20
1898	273,35	372,77	—	—	310,22	520,60
1899	211,63	276,50	—	—	515,94	861,39
1900	138,04	174,51	—	—	297,47	461,06
1901	30,60	36,26	—	—	116,05	164,28
1902	81,45	114,33	—	—	160,40	184,47
1903	46,61	67,57	—	—	157,28	195,32
1904	129,47	196,51	2,38	2,80	234,27	359,80
1905	116,83	146,50	—	—	309,18	552,09
1906	184,19	282,19	1,50	1,86	390,94	653,80
1907	108,89	152,49	3,06	3,06	284,14	431,32
1908	50,50	68,82	11,00	11,63	262,38	599,81

1) Nach „Deutscher Ökonomist“.

(Fortsetzung.)

Summen dieser Werte (1895—1908).

Im Jahre	Nominal	Kurs	Im Jahre	Nominal	Kurs
1895	324,94	407,74	1902	458,77	513,62
1896	524,22	680,01	1903	275,04	333,22
1897	436,92	661,39	1904	487,36	681,60
1898	754,97	1 071,38	1905	552,07	825,64
1899	856,81	1 270,27	1906	770,10	1 132,13
1900	751,51	954,99	1907	568,60	761,27
1901	353,92	411,66	1908	660,66	1 017,10

wie sie sich namentlich in der der Industrieobligationen verkörpert, und der Aktienemission wohl zu unterscheiden. Bei der Gründungsstatistik von Aktiengesellschaften bleibt zu bemerken, daß sie neben den Fällen der Neuinvestierung von Kapital in der Industrie auch Fälle von bloßen Betriebsformveränderungen ohne Kapitalverschiebung darstellt. Trotzdem bekräftigen beide Aufstellungen unsere bisherigen Ausführungen. Während die Emissionssummen auf dem Leihmarkte, also der Industrieobligationen, jeweils in den Jahren der wirtschaftlichen Depression, also 1900 bis 1902 und 1908, die höchsten Ziffern aufweisen, bieten die auf dem Produktionsmarkte, also der Aktien und die Gründungssummen, das umgekehrte Bild; sie steigen rasch bis 1899, fallen in den folgenden Jahren rapid zurück und erheben sich sehr steil bis 1906; 1907 und 1908 zeigen wieder bedeutende Rückgänge. Eine Abschwächung in der Bewegung der Jahre 1897, 1904 und 1905 tritt nur teilweise in Erscheinung; die spezialisierte Gründungsstatistik führt sie in der Hauptsache auf ein Nachlassen der Ziffern des Bergbau- und Hüttenwesens<sup>1)</sup> und der Metallverarbeitung zurück. Hierbei ist zu beachten, daß bei der Gründungsaufstellung die Schlußsumme des Jahres 1904 gegenüber der des Jahres 1903 nur deshalb so niedrig ist, weil im Jahre 1903 die Ziffer in Metallverarbeitung und Maschinenbau infolge der Umwandlung der Riesenfirma Krupp in eine

<sup>1)</sup> Vgl. S. 76 und 83.

Tabelle 30.

## Gründungen von Aktiengesellschaften

Im Jahre	Land- wirtschaft, Viehzucht	Bergbau, Hütten, Salinen	Industrie der Steine und Erde	Metallver- arbeitung, Maschinen- bau	Chemische Industrie, Heiz- und Leucht- stoffe
1895	3 665	28 470	5 024	28 370	8 334
1896	5 170	29 230	10 272	26 380	10 520
1897	8 390	4 256	18 158	52 220	17 557
1898	3 000	29 900	21 580	68 650	21 215
1899	500	23 349	25 430	109 220	15 005
1900	1 140	23 219	22 837	87 390	15 960
1901	7 000	11 300	13 998	19 010	4 355
1902	—	7 900	7 795	12 235	18 614
1903	—	36 300	3 610	182 650	7 155
1904	3 600	3 038	15 725	7 800	43 910
1905	2 000	63 225	20 775	26 400	29 920
1906	6 500	95 320	12 955	55 243	43 060
1907	9 000	13 050	17 651	64 426	16 720

(Fort-

Im Jahre	Sonstige Nahrungs- und Genuß- mittel	Bau- gewerbe	Poly- graphisches Gewerbe	Banken	Ver- sicherungs- gesell- schaften
1895	2 682	18 594	907	47 840	4 961
1896	7 475	18 775	5 775	37 037	3 250
1897	6 875	13 467	5 275	29 600	7 000
1898	13 190	26 990	2 500	62 600	2 000
1899	16 530	37 520	13 262	29 211	9 300
1900	3 186	31 340	3 600	6 050	—
1901	7 390	7 036	100	12 000	1 700
1902	17 490	6 701	780	2 200	—
1903	—	15 250	420	2 300	3 000
1904	125	16 570	933	7 300	2 250
1905	8 502	49 129	1 000	75 490	12 000
1906	3 505	44 622	1 380	119 064	1 000
1907	17 753	7 517	1 308	10 850	1 200

<sup>1)</sup> Aus „Deutscher Ökonomist“.

(Aktienkapital in 1000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Elektrizi- täts- Gesell- schaften	Textil- Industrie	Papier-, Leder-, Holz- und Schnitzst.	Nahrungs- mittel	Zucker- fabrikation	Brauerei
—	7 250	5 015	19 005	—	16 323
11 050	23 100	4 500	27 826	526	19 825
96 305	27 670	10 720	31 825	—	24 950
46 545	14 435	24 818	29 520	1750	14 580
34 590	18 480	18 405	42 517	—	25 087
27 670	26 965	21 667	21 140	1338	16 616
6 450	15 270	4 810	17 643	—	10 253
13 690	9 075	1 941	19 985	—	2 495
6 120	8 000	1 820	10 550	—	10 550
60	7 050	958	6 695	—	6 570
350	15 770	11 904	16 388	400	7 486
15 170	8 080	7 000	17 775	2200	6 070
1 880	25 400	12 260	34 994	—	17 241

setzung.)

Eisen- bahnen	Sonstige Transport- anstalten	Be- herbergung und Erquickung	Diverse	Gesamtsummen der Gründungen von Aktiengesellschaften (1895—1907)
32 686	16 258	2 779	13 646	248 804
28 938	8 780	2 675	15 306	268 584
24 196	22 760	4 369	6 700	380 468
78 183	8 292	957	22 455	463 620
71 383	65 986	3 640	26 595	544 393
6 203	33 847	4 250	7 180	840 458
15 754	17 065	470	4 296	158 257
1 800	8 113	100	7 500	118 429
—	9 446	1 100	12 315	300 036
200	9 994	130	14 436	140 649
2 500	23 559	7 530	29 060	386 000
—	17 225	770	27 300	474 514
—	14 580	6 640	16 310	253 786

Aktiengesellschaft eine ganz ungeheuere Anschwellung erfährt. Läßt man den in Betracht kommenden Posten von 160 Mill. Mk.<sup>1)</sup> bei der Schlußsumme außer Rechnung, so tritt der Stillstand in der Bewegung während des Jahres 1904 weniger scharf hervor. In den verschiedenen Kurven ist ferner die zeitliche Priorität gegenüber der des Zinssatzes deutlich ersichtlich. Bereits im Jahre 1900 und 1907 zeigen die Summen des Produktionsmarktes gegenüber den Vorjahren starke Rückgänge, während umgekehrt die des Leihmarktes bereits 1900 große Zunahme aufweist. Die Kapitalnachfrage, die in den verschiedenen Zahlenreihen zum Ausdrucke gelangt, steht eben mit der Bewegung der Gewinnquote in engem, direktem Konnex.

### B. Die Staats- und Kommunalanleihen.

Neben der industriellen Konjunktur, der Gewinnquote, können, wie wir eingangs ausgeführt haben, auch die Kapitalbedürfnisse der Staaten, des Reichs sowohl, wie der Einzestaaten und der staatlichen Korporationen, namentlich der Kommunen, den inländischen Kapitalmarkt und somit den Zinsfuß beeinflussen.

Die Kapitalansprüche des Reichs und der Partikularstaaten haben während unserer Periode eine ganz gewaltige Zunahme erfahren. Die Vergrößerung der Flotte (Gesetz vom 14. Juni 1900), die Erwerbung und Verwaltung kolonialer Besitzungen (1898 Kiautschou, 1899 Neu-Guinea, Karolinen, Samoa) und die kriegerischen Unternehmungen in China (1897) und Südwestafrika (1904) verschlangen gewaltige Summen, die in Anleihen gedeckt werden mußten (Tabelle 31).

Neben den Kapitalbedürfnissen der Staaten haben sich auch die der Kommunen sehr erheblich gesteigert. Die hygienischen und sozialpolitischen Aufgaben, die den deutschen Städten angesichts ihrer gewaltigen Entwicklung erwuchsen, und der durch diese Aufwendungen bedingte Zwang,

---

<sup>1)</sup> Vgl. Conrad, J.: Chronik (Jahrb. f. Nationalökonomie und Statistik) 1903, S. 649.

das Budget durch kapitalistische Unternehmungen für die Zukunft zu erhöhen, führten zu einer fast ununterbrochenen von Jahr zu Jahr steigenden Vermehrung kommunaler Emissionssummen.

Die jährlichen Summen der staatlichen und kommunalen Emissionen zusammen, bilden während unserer Periode eine steil ansteigende Reihe, deren Endziffern die Anfangsziffern etwa um das dreizehnfache übertreffen (Tabelle 31).

**Tabelle 31.**

Emissionen deutscher Staats- und Kommunalanleihen 1895—1908 (Emissionsbetrag in 1 000 000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Im Jahre	Staatsanleihen		Kommunalanleihen		Summen der beiden Werte	
	Nominal	Kurs	Nominal	Kurs	Nominal	Kurs
1895	41,45	42,69	95,31	96,79	136,76	139,48
1896	59,00	58,66	101,50	101,34	160,50	160,00
1897	20,00	19,18	148,32	147,94	168,32	167,12
1898	168,10	160,44	101,70	100,80	269,80	261,24
1899	430,50	399,13	267,04	261,05	697,54	660,18
1900	216,30	200,40	222,38	220,35	438,68	420,75
1901	554,00	505,57	294,37	293,58	848,37	799,15
1902	580,00	536,40	197,89	196,13	777,89	732,53
1903	340,00	317,63	214,14	208,56	554,14	526,19
1904	343,00	335,64	242,63	239,48	585,63	575,12
1905	428,80	429,66	258,83	257,40	687,63	687,06
1906	637,00	638,16	346,83	347,00	983,88	985,11
1907	551,00	546,22	430,86	425,44	981,86	971,66
1908	1269,00	1258,99	536,30	511,71	1805,30	1770,60

Trotzt der gewaltigen Beträge, mit denen Staat und Gemeinde den Anleihemarkt belasteten, läßt sich ein unmittelbarer Einfluß dieser Kapitalbewegung auf den Zinsfuß nicht nachweisen. Dies zeigen namentlich die Emissionssummen der wirtschaftlichen Depressionsjahre 1901 und 1902; infolge des Rückganges der Staatseinnahmen, soweit sie an den wirtschaftlichen Verkehr (Eisenbahnen, Zölle, Verkehrssteuern) anknüpfen, und infolge der günstigen Anleihebedingungen, die namentlich der niedrige Nominal-

<sup>1)</sup> Nach „Deutscher Ökonomist“.

zinsfuß und der hohe Emissionskurs gewährten, stiegen während dieser Zeit (1901 und 1902) die Emissionssummen weit über die Maximalhöhe der Vorjahre hinaus und wurden erst 1906, 1907 und 1908 überflügelt; andererseits zeigt der Zinsfuß (besonders auch der Anleihezinsfuß) gerade in den Jahren 1901 und 1902 den niedrigsten Stand unserer Periode; 1908, in welchem Jahre die Emissionssummen fast die doppelte Höhe sogar des Jahres 1907 erreichten, zügelt er seine vorher ganz ungewöhnlich starke Steigungstendenz so sehr zurück, daß er sich gegen Ende des Jahres wieder fallend bewegt. Der direkte Einfluß, den die staatlichen und kommunalen Kapitalansprüche auf den Zinsfuß ausübten, war eben im Verhältnis zu den gewaltigen Kapitalbewegungen, welche durch die industriellen Konjunkturverhältnisse verursacht wurden, so gering, daß er bezüglich des Zinssatzes fast nicht in Erscheinung trat. Indirekt dagegen mögen diese Kapitalien, soweit sie der inländischen Industrie zugute kamen, nicht wenig zu dem wirtschaftlichen Aufschwunge in den verschiedenen Produktionszweigen und daher zur Erhöhung des Zinsfußes beigetragen haben; so durch die militärischen Rüstungen zu Wasser und zu Lande, namentlich in der Eisengewinnung und -Verarbeitung, durch die kommunale Regsamkeit in der Elektrizitätserzeugung und -Verwendung und in dem allgemeinen Baugewerbe (Kanalisierung, Straßenausbau, Kranken-Armenhäusererrichtung).

Das Ergebnis unserer bisherigen Betrachtung ist kurz gefaßt folgendes: der Zinsfuß schmiegt sich im allgemeinen innerhalb unserer Periode sehr eng an die Bewegung der Gewinnquote an. Ein direkter Einfluß staatlicher und kommunaler Kapitalansprüche auf die Zinsfußbewegung läßt sich, weil im Verhältnis zu der durch die Gewinnquotengestaltung veranlaßten industriellen Kapitalbewegung zu gering, nicht feststellen. Trotz der großen Schwankungen, wie sie durch die wechselnden Produktionsetappen bedingt sind, zeigt Gewinnquote und Zinsfuß steigende Tendenz,

veranlaßt durch die rasch fortschreitenden Konzentrations- und Monopolisierungsbestrebungen des industriellen Kapitals, durch die gewaltige Entwicklung industrieller Technik, namentlich in der Verwendung der Elektrizität, und durch den fruchtbaren Belebungshauch seitens des Staates und der Gemeinde auf verschiedene Produktionszweige. Trotz des engen Parallelismus zwischen Gewinnquote und Zins- satz lassen aber doch manche kleinere Unregelmäßigkeiten in den beiderseitigen Bewegungen erkennen, daß noch von anderer Seite nicht unwesentliche Einwirkungen auf die Gestaltung des Zinsfußes wirksam gewesen sein müssen.

— — —

## Zweites Kapitel. Die ausländischen Kapitalmärkte.

### **A. Die ausländischen langfristigen Leihmärkte.**

Ebenso wie innerhalb ein und desselben Wirtschaftsgebietes die Kapitalien zwischen den verschiedenen nationalen Anlagegebieten, zwischen Leih- und direktem Produktionsmarkten, nach Maßgabe des höheren Ertrages hin- und herwandern und wesentlich den Zinsfuß der Gewinnquote parallel beeinflussen, ebenso wandern anderseits wiederum die Leihkapitalien nach dem gleichen Prinzip der vorteilhafteren Anlagemöglichkeit auch über die Grenzen des Wirtschaftsgebietes hinaus, zwischen den internationalen Anlagegebieten, den Leihmärkten verschiedener Volkswirtschaften, hin und her und wirken auf einen Ausgleich der internationalen Zinsfüße hin.

Der Zinsfuß eines Landes, so führten wir in unserer theoretischen Betrachtung aus, wird in seiner Entwicklung durch den eines anderen Landes jeweils in dem Augenblicke beeinflußt, in welchem die beiderseitige Zinsdifferenz so groß wird, daß es einmal für den Kapitalverleiher in dem Lande mit niedrigerem Zinsfuß lohnender erscheint, mit seinem Kapitalangebot in dem Lande mit höherem Zinsfuß aufzutreten und ferner für den Geldleihkapitalbedürftigen in dem Lande mit höherem Zinsfuß lohnender wird, seinen Kapitalbedarf im Lande mit niedrigem Zinsfuß zu stillen. Ob und wann dies zwischen zwei Ländern der Fall ist, hängt von den tatsächlichen und möglichen Unkosten der Anlage ab. Diese sind für die kurzfristigen Anlagen im Diskont am geringsten; sie werden hier nur durch die

Möglichkeit der Wechselkursschwankungen bedingt. Außerhalb dieser Einschränkung dagegen sind diese Kapitalien auf ihren internationalen Wanderungen nach besserer Anlagentmöglichkeit in keiner Weise beschränkt.

Bei den langfristigen Kreditanlagen dagegen, wie sie die festverzinslichen Wertpapiere bieten, ist die direkte Ausgleichungstendenz der internationalen Zinsfüße wesentlich eingeschränkt. Für diese Anlagen bestehen weit größere tatsächliche und mögliche Unkosten, so das Risiko der Wechselkursschwankungen, die nicht allein die Kapitalhöhe beim Wechsel der Anlage, sondern auch die Höhe der Nominalzinsvergütung beeinflussen können, so noch das Risiko der Wertpapierkursschwankungen auf fremdem Markte, so höhere Vermittlungsspesen (Courtagen, Provisionen), so höhere Transportkosten (Porto und Versicherung), es bestehen ferner besonders für Staatspapiere national-politische Hemmnisse und besonders für Industrieobligationen die Schwierigkeit der Sicherheitskontrolle. So hindernd aber auch diese Schranken sein mögen, es muß doch eine gewisse Solidarität zwischen den internationalen langfristigen Anlagenträgen bestehen, wenn sie oft auch nur indirekt, beeinflußt durch die Solidarität zwischen den kurzfristigen internationalen Kreditmärkten, sich geltend machen mag.

Nur einigermaßen zuverlässige Anhaltspunkte über den Umfang der internationalen Effektenwanderungen fehlen. Nur die Statistik der ausländigen Neuemissionen in Deutschland ist in gewisser Hinsicht geeignet, den Wechsel dieser Bewegung, wenigstens soweit Deutschland als Kapitalauswanderungsland, als Kapitalgeber auftritt, zu veranschaulichen<sup>1)</sup> (Tabelle 32).

---

<sup>1)</sup> Die Fälle, in denen die deutsche Kapitalnachfrage bei Neuemissionen fremdländische Kapitalmärkte zu Hilfe nehmen muß, erscheinen ziemlich selten; auch lassen sie sich ziffernmäßig nicht zur Darstellung bringen.

**Tabelle 32.**  
Emissionen ausländischer Werte auf deutschem  
Markte (in 1000000 Mk.)<sup>1)</sup>.

	1895		1896		1897	
	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs
Staatsanleihen . . . . .	76,50	73,10	272,88	261,74	250,00	166,87
Kommunalanleihen . . . .	26,00	24,83	10,00	2,80	66,50	65,89
Pfandbriefe . . . . .	46,92	46,54	69,10	66,51	81,00	78,10
Eisenbahnobligationen . .	158,22	155,85	139,94	139,49	263,97	262,44
Industrieobligationen . .	—	—	18,00	18,12	34,86	34,75
Eisenbahnaktien . . . . .	4,00	5,21	110,95	44,66	—	—
Bankaktien . . . . .	5,20	9,11	0,03	0,06	12,00	13,86
Industrieaktien . . . . .	2,50	3,26	27,73	34,89	10,00	11,00
Summe . . . . .	319,34	317,90	648,65	568,27	718,33	632,91

(Fortsetzung.)

	1898		1899		1900	
	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs
Staatsanleihen . . . . .	253,20	230,88	113,09	102,24	185,20	168,36
Kommunalanleihen . . . .	47,43	47,30	—	—	3,00	2,85
Pfandbriefe . . . . .	43,23	42,82	31,85	30,86	5,63	5,50
Eisenbahnobligationen . .	372,88	369,91	71,00	70,40	10,00	9,00
Industrieobligationen . .	—	—	—	—	—	—
Eisenbahnaktien . . . . .	—	—	—	—	58,96	65,06
Bankaktien . . . . .	8,00	9,48	4,50	10,00	14,00	20,90
Industrieaktien . . . . .	7,62	9,33	11,65	20,32	3,60	3,60
Summe . . . . .	732,31	709,72	232,09	233,82	280,39	275,27

(Fortsetzung.)

	1901		1902		1903	
	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs
Staatsanleihen . . . . .	37,50	29,26	367,54	339,00	88,16	80,77
Kommunalanleihen . . . .	13,82	12,86	62,96	61,22	36,50	35,32
Pfandbriefe . . . . .	8,36	7,16	6,29	6,16	8,74	8,75
Eisenbahnobligationen . .	157,59	148,93	29,82	29,30	87,93	83,44
Industrieobligationen . .	1,00	0,97	3,27	3,20	—	—
Eisenbahnaktien . . . . .	—	—	4,72	6,68	12,60	16,95
Bankaktien . . . . .	6,00	9,00	6,75	7,43	12,00	16,44
Industrieaktien . . . . .	2,56	1,85	0,51	0,51	—	—
Summe . . . . .	225,83	210,03	481,86	453,50	245,93	241,67

<sup>1)</sup> Nach „Deutscher Ökonomist“.

(Fortsetzung.)

	1904		1905		1906	
	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs	Nom.	Kurs
Staatsanleihen . . . . .	105,09	99,15	866,30	711,13	37,50	36,21
Kommunalanleihen . . . . .	—	—	—	—	20,00	18,79
Pfandbriefe . . . . .	42,05	39,51	20,00	19,40	6,75	6,75
Eisenbahnbondienstleistungen . . . . .	47,75	47,77	206,82	202,13	49,69	48,18
Industrieobligationen . . . . .	—	—	41,00	41,67	4,00	4,16
Eisenbahnaktien . . . . .	20,00	17,20	46,20	74,34	30,00	34,65
Bankaktien . . . . .	12,85	18,15	26,00	30,62	24,25	38,13
Industrieaktien . . . . .	8,60	10,32	12,00	29,20	22,88	33,82
Summe . . . . .	236,34	232,11	1218,32	1008,49	195,07	220,65

(Fortsetzung.)

	1907		1908	
	Nominal	Kurs	Nominal	Kurs
Staatsanleihen . . . . .	80,80	78,03	149,38	144,23
Kommunalanleihen . . . . .	—	—	37,00	24,80
Pfandbriefe . . . . .	4,00	3,80	—	—
Eisenbahnbondienstleistungen . . . . .	34,00	32,46	5,00	4,98
Industrieobligationen . . . . .	—	—	31,57	31,22
Eisenbahnaktien . . . . .	8,00	15,03	—	—
Bankaktien . . . . .	16,05	23,34	7,40	10,84
Industrieaktien . . . . .	—	—	9,68	11,95
Summe . . . . .	142,85	152,66	240,03	228,02

Summen dieser Werte (1895—1908).

Im Jahre	Nominal	Kurs	Im Jahre	Nominal	Kurs
1895	319,34	317,90	1902	481,86	453,50
1896	648,65	568,27	1903	245,93	241,67
1897	718,33	632,91	1904	236,34	232,11
1898	732,31	709,72	1905	1218,32	1008,49
1899	282,09	238,82	1906	195,07	220,65
1900	280,39	275,27	1907	142,85	152,66
1901	225,83	210,03	1908	240,03	228,02

Die Statistik der ausländischen Emissionen auf deutschem Markte wiederum kann uns nur zeigen, daß in der Tat das deutsche Anlagekapital in den Jahren der niedrigsten

Albert, Entwicklung des Zinsfußes.

heimischen Verzinsung in verstärktem Maße den höheren ausländischen Zinsfuß aufgesucht hat, so 1895 bis 1898, 1902 und 1905, daß es dagegen in den Jahren höherer heimischer Verzinsung mehr die Überschreitung der Reichsgrenzen vermieden hat, so 1899 bis 1901, 1903 bis 1904, 1908 und besonders 1906 bis 1907. Welche Wirkungen diese Auswanderungen des heimischen Anlagekapitals auf den deutschen Zinsfuß gehabt haben, läßt sich nicht bestimmt nachweisen; daß sie nicht sehr bedeutend gewesen sein können, zeigt einmal ein Vergleich dieser ausländischen Emissionssummen mit denen deutscher Staats- und Kommunalanleihen. Letztere sind im Durchschnitt etwas höher als erstere gewesen, und doch haben wir jenen einen direkten Einfluß auf die Zinsfußgestaltung nicht nachweisen können. Ferner zeigt sich von der relativ gewaltigen Steigerung der ausländischen Kapitalansprüche in den Emissionsziffern des Jahres 1905, die zum großen Teil auf die russische  $4\frac{1}{2}\%$ ige Kriegsanleihe vom Januar des gleichen Jahres zurückzuführen ist, weder die Kursgestaltung der deutschen Anlagewerte noch der deutsche Diskontsatz berührt<sup>1</sup>. Die Kurse der  $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihe haben zwar während des Jahres 1905 in der Hauptsache sinkende Tendenz, doch es ist zu beachten, daß diese bereits während der letzten Monate des Vorjahres sich geltend gemacht hatte, daß sie trotz der relativ hohen Emissionssummen von 325 Mill.  $4\frac{1}{2}\%$ iger Russen im Januar 1905<sup>2</sup> während der folgenden Monate Februar und März sogar einer steigenden weicht, und daß die im April 1905 einsetzende sinkende Bewegung zunächst nur ganz sachte verläuft und erst im Laufe des Jahres 1906 und 1907 ganz gewaltige Fortschritte macht, zu einer Zeit, wo von einem Einfluß dieser Emissionen nicht mehr die Rede sein kann. Der Diskontsatz zeigt sogar seit Anfang des Jahres 1905 sinkende Tendenz, trotzdem die drei letzten Monate des Vorjahres eine Steigerung

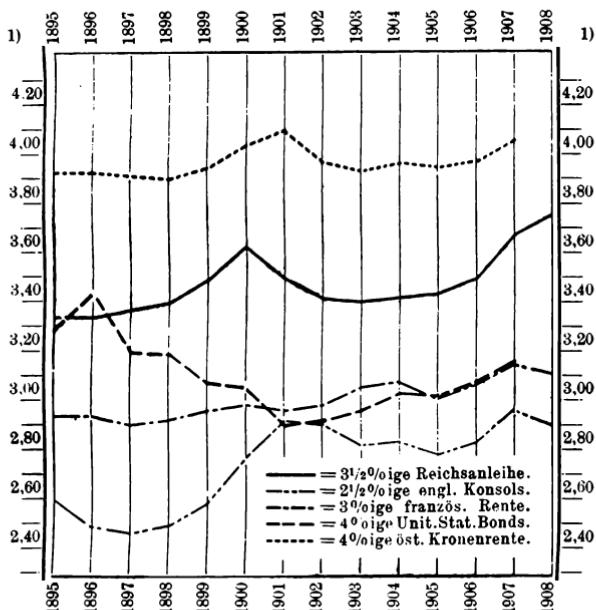
<sup>1)</sup> Vgl. Diagramm 4, S. 90.

<sup>2)</sup> Vgl. J. Conrad: Volkswirtschaftliche Chronik 1905, S. 145.

aufweisen. Erst seit Oktober 1905 setzt eine aufwärtsgehende Bewegung ein, die jedoch erst im Laufe des Jahres 1906 und 1907 zur vollen Entfaltung gelangt.

### Diagramm 5.

Jährliche Durchschnitte des Realzinsfußes der  $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihe,  $2\frac{1}{2}\%$ igen englischen Konsols,  $3\%$ igen französischen Rente,  $4\%$ igen United States Bonds und der  $4\%$ igen österreichischen Kronenrente.



Die Statistik der ausländischen Emissionen in Deutschland zeigt uns den deutschen Anlagemarkt nur als Kapitalgeber, also immer nur in seiner Stellung gegenüber den Anlagemarkten mit höherem Zinsfuß und daher meist niedrigerer wirtschaftlicher Stufe. Ein Vergleich der wichtigsten internationalen Wertpapierzinsfusse, der jährlichen Durchschnittskurse und -Raten der  $3\frac{1}{2}\%$ igen

Tabelle 33.

Jährliche Höchst-, Niedrigst- und Durchschnittskurse sowie jährlicher Durchschnitt des Realzinsfußes der wichtigsten internationalen Staatsanleihen.

Im Jahre	3½%ige deutsche Reichsanleihe				2½%ige (bis 5. April 1903 2¾%ige englische Konsols			
	H.-K.	N.-K.	D.-K.	Rz.	H.-K.	N.-K.	D.-K.	Rz.
1895	105,20	103,30	104,44	3,35	108,06	103,62	106,20	2,59
1896	105,70	103,00	104,58	3,35	113,69	105,75	110,89	2,48
1897	104,50	102,60	103,59	3,38	113,67	110,94	112,40	2,45
1898	104,00	100,80	102,65	3,41	113,03	107,84	110,96	2,48
1899	101,90	96,90	99,77	3,51	111,38	98,01	107,18	2,57
1900	99,10	92,75	95,80	3,65	103,11	96,88	99,63	2,76
1901	101,75	95,80	99,54	3,52	97,69	91,30	94,29	2,92
1902	103,30	101,20	102,06	3,43	97,61	92,27	94,35	2,91
1903	103,30	101,00	102,30	3,42	93,44	87,26	90,75	2,82
1904	103,00	101,30	101,94	3,43	90,96	85,22	88,28	2,83
1905	102,60	100,30	101,33	3,45	91,65	87,70	89,83	2,78
1906	101,50	97,70	99,54	3,52	90,87	85,75	88,32	2,83
1907	98,20	91,80	94,66	3,70	87,14	81,07	84,14	2,97
1908	95,00	90,90	92,58	3,78	88,16	83,35	86,04	2,91

(Fortsetzung.)

Im Jahre	3%ige französische (ewige) Rente <sup>1)</sup>				4%ige United States Bonds (1925) <sup>2)</sup>			
	H.-K.	N.-K.	D.-K.	Rz.	D.-K. mit Zinsen	Netto-Durch- schnitt nach Abzug der Zinsen	Rz. aus Netto- durch- schnitten	
1895	103,73	99,65	102,08	2,94	121,58	121,08	3,30	
1896	103,30	100,40	102,16	2,94	116,60	116,10	3,45	
1897	105,20	101,90	103,33	2,90	125,04	124,54	3,21	
1898	104,28	101,32	102,85	2,92	125,57	125,07	3,20	
1899	103,01	98,83	101,24	2,96	130,24	129,74	3,08	
1900	102,07	99,20	100,60	2,98	134,83	134,33	2,98	
1901	102,40	99,94	101,22	2,96	138,59	138,09	2,90	
1902	101,95	98,55	100,60	2,98	138,00	137,50	2,91	
1903	100,09	96,31	98,18	3,06	135,72	135,22	2,96	
1904	99,05	94,58	97,54	3,08	132,26	131,76	3,04	
1905	100,45	97,70	99,42	3,02	133,02	132,52	3,02	
1906	99,90	94,95	97,65	3,07	130,47	129,97	3,08	
1907	96,12	93,78	94,85	3,16	126,70	126,20	3,17	
1908	97,63	94,36	96,24	3,12				

<sup>1)</sup> Nach J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.<sup>2)</sup> Nach „Denkschriftenband“. Teil IV, Seite 191, 195 und 197.

(Fortsetzung.)

Im Jahre	4,2 %ige österreich. Notenrente <sup>1)</sup>		4 %ige österreich. Kronenrente <sup>1)</sup>	
	D.-K.	Rz.	D.-K.	Rz.
1895	100,83	4,17	101,00	3,96
1896	101,24	4,15	101,09	3,96
1897	101,82	4,12	101,25	3,95
1898	101,62	4,13	101,70	3,93
1899	100,40	4,18	100,39	3,98
1900	98,56	4,26	98,17	4,07
1901	98,60	4,26	96,57	4,14
1902	101,40	4,14	99,79	4,01
1903	100,88	4,18	100,88	3,97
1904	99,67	4,21	99,79	4,01
1905	100,30	4,19	100,44	3,98
1906	99,43	4,22	99,61	4,02
1907	97,90	4,29	97,64	4,10

Reichsanleihe (Berlin), der  $2\frac{1}{2}$  (resp.  $2\frac{3}{4}$ ) %igen englischen Konsols (London), der 3 %igen französischen ewigen Rente (Paris), den 4 %igen United States Bonds (New-York) und der 4 %igen Kronen- und 4,2 %igen Notenrente (Wien), bringt den teilweise nur schwachen Parallelismus, die nur lockeren Beziehungen zwischen den internationalen Zinsfüßen für langfristigen Kredit deutlich zum Ausdruck. Unter ihnen zeigt der amerikanische bei weitem die größte Selbständigkeit<sup>2)</sup>, während die österreichischen — wohl hauptsächlich infolge ihrer internationalen Börsennotierung<sup>3)</sup> — sich mehr in Übereinstimmung mit dem französischen, englischen und besonders dem deutschen entwickelt haben (Diagramm 5 und Tabelle 33).

<sup>1)</sup> Nach „Denkschriftenband“. Teil IV, Seite 191, 195 und 197.

<sup>2)</sup> Vgl. S. 128 ff.

<sup>3)</sup> Die 4 %ige Kronenrente ist notiert: in London, Berlin, Paris, Brüssel, Frankfurt, Hamburg, Leipzig und München; die 4,2 %ige: in Berlin, Frankfurt, Dresden, Hamburg, Leipzig, München, Breslau, Köln, Augsburg, London, Paris, Amsterdam, Antwerpen und Brüssel. Vgl. Denkschriftenband Teil IV, S. 187/88.

Monatsdurchschnitte der ausländischen Wertpapierkurse stehen uns nur für England zur Verfügung. In ihnen und mehr noch in deren relativer Gestaltung tritt die Solidarität der Wertpapierzinsfüße weit schärfer hervor, doch ist nicht ersichtlich, inwieweit dieselbe auf direkten gegenseitigen

Tabelle 34.

Monatliche Durchschnittskurse der 2 $\frac{3}{4}$ %igen englischen Konsols<sup>1)</sup>.

Im Monat	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899
Januar . . .	95,51	97,97	98,66	104,33	106,53	111,53	112,64	110,97
Februar . . .	95,61	98,56	99,14	104,24	108,44	112,38	112,52	111,12
März . . .	95,67	98,06	99,49	104,37	109,34	111,74	111,72	110,52
April . . .	96,13	98,64	99,91	104,89	110,77	111,89	110,59	110,45
Mai . . .	97,28	98,41	100,22	105,70	111,91	113,08	110,84	110,10
Juni . . .	96,63	98,85	101,11	106,31	112,88	113,00	111,28	108,29
Juli . . .	96,64	98,77	101,45	107,31	113,36	112,71	111,37	106,75
August . . .	96,92	97,99	101,83	107,20	113,05	112,63	110,58	105,76
September . .	96,85	97,59	102,20	107,52	111,13	111,42	109,94	104,60
Oktober . . .	96,89	98,02	101,36	107,36	108,83	111,60	109,12	103,59
November . . .	97,05	98,05	102,25	106,22	109,89	112,55	109,55	103,39
Dezember . . .	97,16	97,96	103,12	106,70	111,13	112,74	110,29	100,59

(Fortsetzung.)

Im Monat	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	100,13	96,92	93,95	93,12	87,81	88,40	89,63	86,89	84,42
Februar . . .	100,96	97,19	94,55	92,69	86,77	89,83	90,41	86,84	87,12
März . . .	101,22	96,23	94,01	91,14	85,96	91,17	90,35	85,62	87,31
April . . .	100,96	95,05	94,34	91,44	87,98	90,88	90,50	85,92	87,01
Mai . . .	101,05	94,12	95,55	92,01	90,08	90,16	89,58	84,85	86,37
Juni . . .	101,34	93,56	96,62	91,33	90,26	90,39	88,59	83,87	87,76
Juli . . .	98,63	92,92	95,82	92,06	89,30	90,22	87,62	83,90	87,44
August . . .	98,17	94,21	95,13	90,76	88,02	90,44	87,79	82,13	86,38
September . .	98,45	93,65	93,47	89,04	88,43	89,82	86,52	82,06	85,77
Oktober . . .	98,67	92,82	93,07	88,55	88,32	88,61	86,17	82,69	84,83
November . . .	98,51	91,73	93,09	88,31	88,36	88,77	86,41	82,02	84,36
Dezember . . .	97,40	93,05	92,96	88,55	88,05	89,22	86,21	82,86	83,69

<sup>1)</sup> Von 1892—1898 aus „The Economist“ errechnet. Von 1899—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Tabelle 34** (Fortsetzung).

(+) Zu- oder (—) Abnahme gegenüber den gleichen Monaten des jeweiligen Vorjahres.

Im Monat	1893 gegen 1892	1894 gegen 1893	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899
Januar . . .	+ 2,46	+ 0,69	+ 5,67	+ 2,20	+ 5,03	+ 1,08	- 1,67	- 10,84
Februar . . .	+ 2,95	+ 0,58	+ 5,10	+ 4,20	+ 3,94	+ 0,14	- 1,40	- 10,16
März . . .	+ 2,39	+ 1,43	+ 4,88	+ 4,97	+ 2,40	- 0,02	- 1,20	- 9,30
April . . .	+ 2,51	+ 1,27	+ 4,98	+ 5,88	+ 1,12	- 1,30	- 0,14	- 9,49
Mai . . .	+ 1,13	+ 1,81	+ 5,58	+ 6,21	+ 1,17	- 2,24	- 0,74	- 9,05
Juni . . .	+ 2,22	+ 2,26	+ 5,20	+ 6,57	- 0,12	- 1,72	- 2,99	- 6,95
Juli . . .	+ 2,13	+ 2,68	+ 5,86	+ 6,05	- 0,65	- 1,34	- 4,62	- 8,12
August . . .	+ 1,09	+ 3,84	+ 5,37	+ 5,85	- 0,42	- 2,05	- 4,82	- 7,59
September . . .	+ 0,74	+ 4,61	+ 5,32	+ 3,61	+ 0,29	- 1,48	- 5,34	- 6,15
Oktober . . .	+ 1,13	+ 3,34	+ 6,00	+ 1,47	+ 2,77	- 2,48	- 5,53	- 4,92
November . . .	+ 1,00	+ 4,20	+ 3,97	+ 3,67	+ 2,66	- 3,00	- 6,16	- 4,88
Dezember . . .	+ 0,80	+ 6,16	+ 3,58	+ 4,43	+ 1,61	- 2,45	- 9,70	- 3,19

(Fortsetzung.)

Im Monat	1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . .	- 3,21	- 2,97	- 0,83	- 5,31	+ 0,59	+ 1,23	- 2,74	- 2,47
Februar . . .	- 3,77	- 2,64	- 1,86	- 5,92	+ 3,06	+ 0,58	- 3,57	+ 0,28
März . . .	- 4,99	- 2,22	- 2,87	- 5,18	+ 5,21	- 0,82	- 4,73	+ 1,69
April . . .	- 5,91	- 0,71	- 2,90	- 3,46	+ 2,90	- 0,38	- 4,58	+ 1,09
Mai . . .	- 6,93	+ 1,43	- 3,54	- 1,93	+ 0,08	- 0,58	- 4,73	+ 1,52
Juni . . .	- 7,78	+ 3,06	- 5,29	- 1,07	+ 0,13	- 1,80	- 4,72	+ 3,89
Juli . . .	- 5,71	+ 2,90	- 3,76	- 2,76	+ 0,92	- 2,60	- 3,72	+ 3,54
August . . .	- 3,96	+ 0,92	- 4,37	- 2,74	+ 2,42	- 2,65	- 5,66	+ 4,25
September . . .	- 4,80	- 0,18	- 4,43	- 0,61	+ 1,39	- 3,30	- 4,46	+ 3,71
Oktober . . .	- 5,85	+ 0,25	- 4,52	- 0,23	+ 0,29	- 2,44	- 3,48	+ 2,14
November . . .	- 6,78	+ 1,36	- 4,78	+ 0,05	+ 0,31	- 2,36	- 4,39	+ 2,34
Dezember . . .	- 4,35	- 0,09	- 4,41	- 0,50	+ 1,17	- 3,01	- 3,35	+ 0,83

Einflüssen beruht. Dieser unmittelbare gegenseitige Zusammenhang lässt sich in bezug auf die deutsch-englischen Fondsverhältnisse recht klar beleuchten (Tabelle 34).

Für die gegenseitige Abhängigkeit zweier internationaler Anlagemarkte ist von prinzipieller Wichtigkeit, ob ein führendes Effekt des einen Landes an der Börse des anderen

gehandelt wird, notiert ist. Erst durch die ausländische Kursnotierung gewinnen die internationalen Effektentransaktionen an Bedeutung. Dadurch werden nicht allein die faktischen Unkosten, die oft hohen, doppelten Vermittlungsspesen und die Transport- und Versicherungskosten, sondern auch die möglichen Unkosten der schwerer kontrollier- und ausnutzbaren ausländischen Wertpapierkursschwankungen erspart oder bedeutend herabgesetzt. Das inländische Papier gewinnt im Auslande unter den fremden Werten eine neue Heimat und wird, wenn auch oft widerstrebend, mit hineingezogen in die allgemeinen Kursbewegungen des dortigen Marktes. Unter den festverzinslichen deutschen Papieren von Bedeutung ist die 3%ige Reichsanleihe eines von den wenigen, das im Auslande, und zwar in England, Holland und Belgien, notiert ist. In London ist sie am 11. November 1894 amtlich eingeführt worden, doch wurde sie schon früher dort notiert<sup>1)</sup>). Dadurch haben die englischen Fondsmarktverhältnisse eine größere Bedeutung für die Kursgestaltung dieses Effektes und — wenn auch in beschränkterem Maße — des ganzen deutschen Anlagemarktes erhalten. Die 3%ige Reichsanleihe ist seitdem auch ein englisches Anlagepapier geworden, das kraft der englischen Marktsolidarität an die dortigen Wertpapierkursschwankungen, also vornehmlich der dortigen Konsols, gebunden ist. Daher wird bis zu einem gewissen Grade der Kurs der 3%igen Reichsanleihe sich dem der englischen Konsols parallel zu gestalten suchen. Da nun aber die 3%ige Reichsanleihe noch immer ebenso eng mit dem deutschen Effektenmarkt und besonders mit ihrer nationaltreueren Schwester, unserer Vertreterin des deutschen Marktes, der 3½%igen Reichsanleihe, verknüpft ist, so wird eine Spannung zwischen beiden eintreten; jene wird versuchen diese und alle anderen Werte in die Bewegung hineinzuziehen, die der fremde Markt ihr vorzeichnet. Ob und in welchem Maße ihr dies gelingt, hängt ab von der Kraft der beiderseitigen Marktbewegungen und der Gestaltung der Wechselkurse.

---

<sup>1)</sup> Vgl. Salings Börsenpapiere, II. Teil 1909, S. 38.

In der Tat haben wir schon oben (S. 31 ff.) Gelegenheit gehabt zu bemerken, daß die Gestaltung der Realzinssatzdifferenzen der beiden Reichsanleihen auffallend ungleich war. Wir verfolgen diese gegenseitige abweichende Gestaltung näher, indem wir aus der relativen Kursgestaltung der  $3\frac{1}{2}\%$ igen (s. Tabelle 9, S. 40) und der 3%igen Reichsanleihe (Tabelle 10, S. 40) die relativ gestaltete Kursspannung berechnen. Die erhaltenen Ziffern zeigen an, ob und in welchem Maße in den einzelnen Monaten (+) der 3%ige Anleihetypus stärker gestiegen resp. schwächer gefallen ist als der  $3\frac{1}{2}\%$ ige, (—) der 3%ige stärker gefallen resp. schwächer gestiegen ist als der  $3\frac{1}{2}\%$ ige, jeweils gegenüber dem Stande in den gleichen Monaten des jeweiligen Vorjahres (Tabelle 35).

**Tabelle 35.**

Spannung zwischen der relativen Gestaltung der  $3\frac{1}{2}\%$ igen und der 3%igen Reichsanleihe<sup>1)</sup>.

**Kurve I.**

Im Monat	1892 gegen 1891	1893 gegen 1892	1894 gegen 1893	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896
Januar . . . . .	— 2,91	+ 0,64	— 0,84	+ 6,74	+ 2,47	+ 0,33
Februar . . . . .	— 2,16	+ 0,96	— 1,27	+ 8,34	+ 1,11	— 0,52
März . . . . .	— 1,54	+ 0,47	— 0,27	+ 7,57	+ 0,68	— 0,44
April . . . . .	— 0,98	+ 0,09	+ 0,43	+ 6,96	+ 0,92	— 0,30
Mai . . . . .	— 2,53	— 0,16	+ 1,04	+ 6,23	+ 1,12	— 0,59
Juni . . . . .	+ 0,38	— 0,87	+ 2,09	+ 6,63	— 0,03	— 1,02
Juli . . . . .	+ 0,93	— 1,23	+ 3,03	+ 6,64	— 0,52	— 1,07
August . . . . .	+ 0,60	— 1,45	+ 3,83	+ 6,43	— 0,86	— 0,91
September . . . .	+ 0,67	— 1,26	+ 5,45	+ 5,03	— 1,28	— 0,92
Oktober . . . . .	+ 0,19	— 0,76	+ 4,82	+ 4,94	— 0,82	— 0,40
November . . . . .	— 0,23	— 0,54	+ 5,31	+ 4,21	— 0,31	— 0,45
Dezember . . . . .	— 0,23	— 0,46	+ 5,51	+ 4,12	— 0,43	— 0,57

<sup>1)</sup> + = der Kurs der 3%igen Reichsanleihe ist gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres stärker gestiegen resp. schwächer gefallen als gleichzeitig der Kurs der  $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihe.

— = der Kurs der 3%igen Reichsanleihe ist gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres schwächer gestiegen resp. stärker gefallen als gleichzeitig der Kurs der  $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihe.

(Fortsetzung.)

Im Monat	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902
Januar . . . . .	— 1,00	— 2,08	— 1,58	— 0,10	— 1,12	+ 0,10
Februar. . . . .	— 0,50	— 2,18	— 1,46	+ 0,59	— 0,44	+ 0,05
März . . . . .	— 0,46	— 1,95	— 1,26	+ 0,06	+ 0,50	— 0,88
April . . . . .	— 0,48	— 2,24	— 1,87	+ 0,60	+ 0,54	— 0,83
Mai . . . . .	— 0,36	— 2,25	— 0,78	— 0,92	+ 0,64	— 0,74
Juni . . . . .	— 0,76	— 2,33	+ 1,10	— 2,93	+ 1,85	— 1,19
Juli . . . . .	— 1,15	— 2,44	+ 0,96	— 1,85	+ 1,31	— 1,60
August . . . . .	— 1,37	— 2,52	+ 1,00	— 0,68	— 0,21	— 1,69
September . . . . .	— 1,93	— 1,99	+ 1,62	— 1,59	+ 0,21	— 2,15
Oktober. . . . .	— 2,70	— 0,86	+ 0,99	— 2,38	+ 0,89	— 1,49
November. . . . .	— 1,75	— 1,10	+ 0,41	— 2,89	+ 0,60	— 0,71
Dezember . . . . .	— 1,44	— 1,74	+ 0,63	— 2,25	— 0,11	+ 0,09

(Fortsetzung.)

Im Monat	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . . . .	— 0,00	— 1,68	+ 0,50	+ 0,90	— 0,00
Februar. . . . .	— 2,04	+ 0,57	— 0,69	+ 0,73	+ 1,39
März . . . . .	— 1,94	+ 1,01	— 0,89	+ 0,60	+ 1,66
April . . . . .	— 1,45	+ 0,88	— 1,01	+ 0,81	+ 1,34
Mai . . . . .	— 1,68	+ 1,19	— 0,95	+ 1,18	+ 1,45
Juni . . . . .	— 1,35	+ 0,73	— 0,79	+ 1,87	+ 0,93
Juli . . . . .	— 0,82	+ 0,92	— 0,73	+ 1,70	+ 0,94
August . . . . .	— 0,82	+ 1,37	— 0,93	+ 1,59	+ 1,96
September . . . . .	— 0,42	+ 1,12	— 0,86	+ 1,92	+ 1,80
Oktober. . . . .	— 0,75	+ 0,66	— 0,31	+ 2,23	+ 0,60
November. . . . .	— 0,91	+ 0,57	— 0,11	+ 1,15	+ 1,00
Dezember . . . . .	— 1,18	+ 0,09	+ 0,63	+ 0,93	+ 0,98

Da nun der 3 %ige Typus in seiner individuellen Kursgestaltung, infolge seiner Londoner Börsennotierung, eine größere Assimilation an die Kursbewegungen der englischen Konsols zeigen muß als der 3½ %ige Typus, der zunächst den reinen Einflüssen des deutschen Marktes gehorchen muß und höchstens indirekt, mitgezogen durch den 3 %igen, von London aus beeinflußt wird, so wird die erhaltene Kurve (wir nennen sie zweckmäßig kurz Kurve I) in der Hauptsache die abweichende Kursgestaltung zwischen dem englischen (den Konsols) und dem deutschen Markte

(der  $3\frac{1}{2}\%$  igen Reichsanleihe) zum Ausdruck bringen. Wenn wir nun unmittelbar diese zweite konträre Bewegung in Zahlen bannen, indem wir aus der relativen Kursgestaltung der englischen Konsols und der  $3\frac{1}{2}\%$  igen Reichsanleihe die relativ gestaltete Kursspannung zwischen beiden berechnen, so muß diese neue Kure (Kurve II), die die Spannungsbewegungen zwischen dem englischen und deutschen Effektenmarkt darstellt, als führende, als primäre, die obige Kurve (Kurve I), die die vom Londoner Markte beeinflußte und daher vom deutschen Markte abweichende Gestaltung der  $3\%$  igen Reichsanleihe darstellt, als nachfolgende, als sekundäre, parallel nach sich ziehen. Bei der Vergleichung der beiden Kurven ist jedoch außerdem der jeweilige Stand des deutsch-englischen Wechselkurses zu beachten (vergl. Tabelle 39, S. 145. Tabelle 36).

Von Anfang 1892 ab ist mit einigen Ausnahmen die  $3\%$  ige Reichsanleihe bis April 1894 stets stärker gefallen resp. schwächer gestiegen als die  $3\frac{1}{2}\%$  ige, so daß, wie schon früher erwähnt, der Realzinsfuß des  $3\%$  igen Typus im Jahre 1893 und Anfang 1894 durchschnittlich höher war als der des  $3\frac{1}{2}\%$  igen. Als nun aber Anfang 1894 die  $3\%$  ige Reichsanleihe im privaten Börsenhandel sich ein neues internationales Absatzgebiet auf dem englischen Fondsmarkte zu erzwingen suchte und vollends Ende 1894 amtlich dort eingeführt wurde, da entwickelte sich in London, wo der Realzinsfuß der Konsols an und für sich sehr niedrig war, und bei ununterbrochener über die Kursbewegung des deutschen Marktes (der  $3\frac{1}{2}\%$  igen Reichsanleihe) weit hinausgehenden Kurssteigerungstendenz (s. Kurve II) immer tiefer sank, eine lebhafte Nachfrage nach dem neu eingeführten hoch verzinslichen deutschen Effekt. Am Londoner Markte stieg daher ganz bedeutend der Kurs unseres  $3\%$  igen Typus. Da zu all dem die Wechselkurse namentlich von Anfang 1895 ab in Deutschland auf England außerordentlich hoch, in England auf Deutschland daher außerordentlich tief standen, und so in Deutschland ein Verkauf nach England, in England ein Kauf aus Deutschland von deutschen Effekten sehr

## Tabelle 36.

Spannung zwischen der relativen Gestaltung  
der  $2\frac{3}{4}\%$ igen englischen Konsols und der  
 $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihe<sup>1)</sup>.

## Kurve II.

Im Monat	1893 gegen 1892	1894 gegen 1893	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899
Januar . . .	+ 1,45	+ 0,29	+ 1,44	+ 2,26	+ 6,03	+ 1,32	+ 0,23	- 7,66
Februar . . .	+ 0,64	+ 0,19	+ 1,96	+ 3,80	+ 4,97	+ 0,26	+ 0,62	- 6,50
März . . . .	+ 0,26	+ 1,15	+ 1,71	+ 4,21	+ 4,18	+ 0,11	+ 1,40	- 4,51
April . . . .	+ 1,14	+ 0,86	+ 1,65	+ 5,47	+ 2,59	- 0,55	+ 2,39	- 5,70
Mai . . . .	+ 0,65	+ 0,72	+ 2,27	+ 6,12	+ 2,24	- 1,41	+ 1,70	- 3,69
Juni . . . .	+ 2,12	+ 0,87	+ 2,78	+ 6,38	+ 0,52	- 0,56	- 0,05	+ 2,34
Juli . . . .	+ 2,01	+ 1,08	+ 3,72	+ 5,64	+ 0,27	+ 0,07	- 2,07	- 3,06
August . . . .	+ 1,92	+ 1,09	+ 3,60	+ 5,50	+ 0,61	+ 0,73	- 1,68	- 3,07
September . . .	+ 1,63	+ 0,94	+ 4,92	+ 3,17	+ 1,01	+ 0,05	- 1,83	- 1,91
Oktober . . . .	+ 1,68	- 0,23	+ 5,39	+ 1,61	+ 3,68	- 1,29	- 1,92	- 1,34
November . . . .	+ 1,40	- 0,05	+ 3,89	+ 4,09	+ 3,44	- 1,52	- 3,12	- 1,91
Dezember . . . .	+ 0,76	+ 1,86	+ 3,61	+ 5,20	+ 2,17	- 0,93	- 6,05	- 1,56

(Fortsetzung.)

Im Monat	1901 gegen 1900	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . . .	- 1,61	- 7,60	- 2,00	- 5,01	+ 1,25	+ 2,20	+ 0,06	+ 2,01
Februar . . . .	- 4,08	- 6,43	- 2,78	- 4,99	+ 2,79	+ 1,72	- 0,06	+ 5,16
März . . . .	- 6,98	- 5,98	- 3,67	- 4,18	+ 4,95	+ 0,39	- 0,44	+ 6,15
April . . . .	- 7,37	- 4,26	- 3,89	- 2,57	+ 3,07	+ 0,84	- 0,01	+ 5,51
Mai . . . .	- 10,07	- 1,87	- 4,26	- 1,31	+ 0,59	+ 0,74	+ 0,61	+ 4,80
Juni . . . .	- 12,36	+ 0,84	- 5,13	- 1,15	+ 0,83	- 0,13	+ 1,31	+ 5,69
Juli . . . .	- 11,74	+ 1,49	- 3,63	- 2,49	+ 1,71	- 0,91	+ 2,32	+ 5,23
August . . . .	- 10,27	- 0,70	- 3,55	- 3,06	+ 3,59	- 0,48	+ 0,91	+ 4,57
September . . . .	- 11,11	- 1,96	- 3,64	- 1,24	+ 2,66	- 1,20	+ 0,84	+ 5,03
Oktober . . . .	- 11,85	- 1,22	- 4,33	- 0,10	+ 1,19	+ 0,23	+ 0,44	+ 4,60
November . . . .	- 11,97	- 0,08	- 4,86	+ 0,66	+ 2,09	+ 0,37	+ 0,32	+ 3,54
Dezember . . . .	- 9,08	- 1,36	- 4,59	+ 0,10	+ 3,12	+ 0,39	+ 2,08	+ 2,70

<sup>1)</sup> + = der Kurs der  $2\frac{3}{4}\%$ igen englischen Konsols ist gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres stärker gestiegen resp. schwächer gefallen als gleichzeitig der Kurs der  $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihe.

- = der Kurs der  $2\frac{3}{4}\%$ igen englischen Konsols ist gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres schwächer gestiegen resp. stärker gefallen als gleichzeitig der Kurs der  $3\frac{1}{2}\%$ igen Reichsanleihe.

lohnend war, so führte die Wertpapierarbitrage dem englischen Markte große Posten 3%iger Reichsanleihen aus Deutschland zu. Die notwendige Folge war, daß auch die 3%ige Reichsanleihe in Deutschland stark steigen mußte, und zwar stärker als alle anderen nationalen Werte, die ja der englischen Stimulation nicht oder nicht in der Weise ausgesetzt waren, stärker steigen mußte als unsere Vertreterin des deutschen Fondsmarktes, die 3½%ige Reichsanleihe. Und in der Tat zeigt die Kurve I, die ja diese Bewegung verbildet, von April, namentlich aber von Mitte und Ende 1894, ab und auch das Jahr 1895 hindurch ganz außergewöhnliche Neigung zum Steigen.

Dieser geschilderte englische Einfluß hatte den Kurs der 3%igen Reichsanleihe so stark in die Höhe getrieben, daß [deren Realzinsfuß, der noch Anfang 1894 den der 3½%igen überstiegen hatte, bereits im November 1895 um 0,38%, also fast um 1½% — während unserer Periode am tiefsten — unter den des 3½%igen Typus herabgesunken war. Im Jahre 1896 stieg nun noch immer sehr stark der Kurs der englischen Konsols, und zwar ganz bedeutend über die gleichen Steigerungsgrade der 3½%igen Reichsanleihe hinaus; die Kurve II zeigt demnach kräftige aufwärtsgehende Bewegung. Ganz analog zeigt denn auch die Kurve I zu Anfang 1896 bis Mai bei hohen deutsch-englischen Wechselkursen in Deutschland, die also in Deutschland zum Verkauf nach England, in England zum Kauf deutscher Werte noch immer günstig waren, eine starke Neigung zum Steigen. Da nun aber die Wechselkurse in London von Juni ab schnell in die Höhe gingen, wurde der Verkauf der 3%igen Reichsanleihe in London lohnend, so daß deren Kurs in Berlin rascher sank als der der 3½%igen. Im Jahre 1897 stieg noch immer, wenn auch bedeutend langsamer, der Konsolkurs über den 3½%igen Reichsanleihekurs hinaus, aber die Wechselkurse stellten sich in London das ganze Jahr hindurch auf die ungünstigsten Stufen, so daß die Kurve I ihre sinkende Tendenz beibehielt. Im Jahre 1898 fiel die Kurve II sachte, demgemäß auch

die Kurve I; jedoch nur ganz gering in den Monaten März bis Mai, in denen gerade der Wechselkurs in London äußerst günstig war. Im Jahre 1899 war der Fall der Kurve II noch stärker, da der Kurs der englischen Konsols infolge des Ausbruches des Krieges mit Transvaal (Dezember 1899) während des Jahres tief über den der  $3\frac{1}{2}\%$  igen Reichsanleihe hinaus sank. Trotz andauernd ziemlich günstiger Wechselkurse in London zeigt auch die Kurve I ausgesprochene Neigung zum Sinken. Der Anfang des Jahres 1900 bis Mai bringt steilen Fall der Kurve II, der auch bei günstigem Stande des englisch-deutschen Wechselkurses starken Fall der Kurve I zur Folge hat; erst seit Juni des gleichen Jahres, als das Sinken der englischen Konsols im Vergleich zur  $3\frac{1}{2}\%$  igen Reichsanleihe bedeutend nachließ, steigt wiederum die Kurve I bis April 1901. In diesem Monate setzt ein ganz rapider Fall der Kurve II ein, der auch die Kurve I, namentlich aber gegen Ende des Jahres, bei zunehmend ungünstigen Wechselkursen in England mit sich zieht. Erst von März 1902 ab, als der Fall der Kurve bedeutend nachläßt, um von Juni bis Juli sogar zu steigen, zeigt auch die Kurve I bei sich bessernden Wechselkursen in England, etwas stärker im Juni und Juli, steigende Tendenz. Von Anfang 1903 ab sanken besonders gegen Mitte des Jahres wiederum sehr beträchtlich die Konsols über die deutschen Werte hinab, daher haben auch die Kurse der  $3\%$  igen gegenüber denen der  $3\frac{1}{2}\%$  igen Reichsanleihe, namentlich gegen Mitte des Jahres, zu welcher Zeit sich obendrein der Wechselkurs in London äußerst ungünstig stellte, stark fallende Bewegung. Zu Anfang 1904 setzt zunächst bis April steil, dann gelinder die Kurve II ihre sinkende Bewegung weiter fort, schlägt aber November des gleichen Jahres in eine steigende um, die mit einigen Unterbrechungen bis Ende 1908 anhält. Ganz analog sinkt auch die Kurve I während des ganzen Jahres 1904, schlägt ebenfalls Anfang 1905 zum Steigen um, wendet sich aber im Februar bis Dezember 1906, in welchen Monaten die Kurve II im Steigen nachläßt, um sogar von Juni bis Sep-

tember zu sinken, wiederum dem Falle zu. Von da ab steigt sie jedoch unentwegt bis Ende unserer Periode, ohne daß bei ihr infolge des günstigen Wechselkurses in London der kurze Fall der Kurve II von Februar bis April 1907 in Erscheinung tritt. Auch hier ist wieder recht deutlich, wie auch schon früher, zu beachten, daß das Steigen am kräftigsten verlief gegen Mitte und Ende 1907, von März bis Mai und von August bis September 1908, in welchen Monaten entweder auch die Kurve II am raschesten gestiegen ist, oder der Wechselkurs sich günstig stellte.

Daraus ergibt sich klar, daß die Unregelmäßigkeiten in der Spannung zwischen dem Kurse und Realzinsfuß der 3%igen und 3½%igen Reichsanleihe zum größten Teil den Einflüssen des englischen Fondsmarktes mit zuzuschreiben ist. Natürlich muß auch diese individuelle Kursgestaltung der 3%igen Reichsanleihe kraft der deutschen Marktsolidarität nicht nur auf alle 3%igen, sondern auf alle 3½%igen deutschen Werte zurückgewirkt haben. Daraus folgern wir, daß der englische Fondsmarkt ganz besonders stark von Anfang 1894 bis Mitte 1896, ferner von Mitte 1900 bis Mitte 1901, von März 1902 bis Februar 1903, während des Jahres 1905 und namentlich 1907 und 1908 das Steigen der deutschen Werte begünstigt resp. den Fall verzögert, und daß er umgekehrt von Mitte 1896 bis Mitte 1900, von Mitte 1901 bis Anfang 1902, von März 1903 bis Anfang 1905 und während des Jahres 1906, das Steigen verzögert und den Fall begünstigt hat. Doch treten die Wirkungen dieses englischen Einflusses in der Kursgestaltung der deutschen Anlagewerte schlechthin kaum in Erscheinung<sup>1)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Die Unregelmäßigkeiten in der Gestaltung der Kurse der 3%igen im Verhältnis zu der der 3½%igen Reichsanleihe aber ist auch der wissenschaftlichen Fachliteratur nicht entgangen. Man suchte sich die Erscheinung mit der „Unbeliebtheit des 3%igen Anleihetypus“ zu erklären. So z. B. J. Conrad, Volkswirtschaftliche Chronik 1903, S. 401. In der Tagespresse ist dies ebenfalls eine sehr beliebte stehende Formel.

## B. Die ausländischen kurzfristigen Leihmärkte.

### I. Die Gestaltung der internationalen Diskontsätze.

Während so der direkte Zusammenhang der internationalen Zinsfüße für langfristigen Kredit nur ein ganz lockerer, der Einfluß seitens der ausländischen auf den deutschen nur ein ganz beschränkter gewesen sein kann, verdient die gegenseitige Solidarität der internationalen Zinsfüße für kurzfristigen Kredit, der Einfluß fremdländischer Diskontsätze auf den deutschen, größere Beachtung. Da nun aber für die internationalen Strömungen dieser flottierenden Kapitalien nach höherem Zinsertrag hin in normalen Zeiten das Risiko der Wechselkursschwankungen allein ein gewisses Hindernis bildet, da also die Solidarität der internationalen Geldmärkte umso enger, der Einfluß von außen umso nachhaltiger ist, je weniger diese Kapitalien unter dem Risiko der Wechselkursschwankungen zu leiden haben, je stabiler und geordneter also auf beiden Seiten die Währungsverhältnisse sind, je weniger räumlich getrennt die wirtschaftlichen Gebiete von einander liegen, und je reger der gegenseitige Wirtschaftsverkehr ist, so können wir uns bei dieser Betrachtung aus der großen Zahl der ausländischen Diskontsätze auf die Diskontbewegungen der fünf in dieser Hinsicht für das deutsche Wirtschaftsleben wichtigsten Länder: England, Frankreich, Österreich, Amerika und Russland, beschränken. Im Jahresdurchschnitt haben sie sich während unserer Periode folgendermaßen gestaltet (Tabelle 37. Diagramm 6).

Schon aus dieser kurzen Skizze ist die Solidarität der internationalen Geldmärkte in großen Zügen, besonders zwischen dem deutschen, englischen, französischen, österreichischen und russischen Diskontsatz, deutlich ersichtlich, während der amerikanische sich mehr von ersten unabhängig entwickelt zu haben scheint. Mit Ausnahme des amerikanischen, steigen die Diskontsätze bis 1899 oder 1900 sehr rapid, — der österreichische und russische allerdings erst, nachdem er zunächst bis 1897 resp. 1898 gesunken

Tabelle 37.

Jahresdurchschnitte  
der internationalen Marktdiskontsätze<sup>1)</sup>.

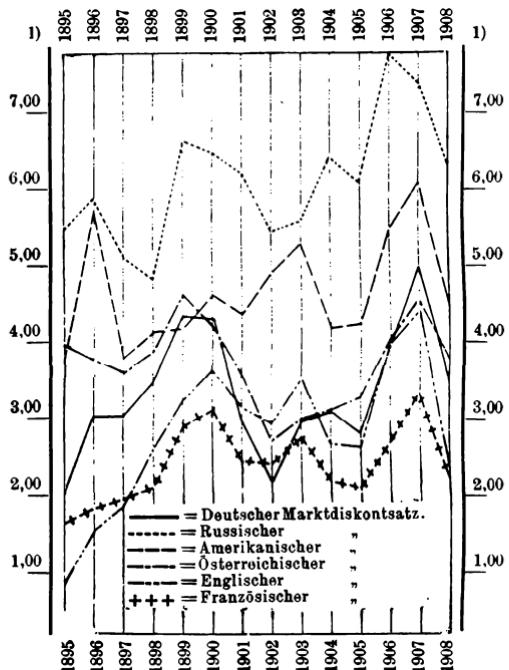
Im Jahre	Deutschland			England			Frankreich		
	d.	h.	n.	d.	h.	n.	d.	h.	n.
1895	2,01	3,88	2,01	0,81	1,50	0,56	1,63	3,00	0,88
1896	3,08	4,88	2,00	1,52	3,88	0,50	1,83	2,00	2,25
1897	3,09	4,75	2,25	1,87	3,13	0,88	1,96	2,13	1,75
1898	3,55	5,62	2,38	2,65	4,06	0,88	2,12	3,00	1,75
1899	4,45	6,37	3,50	3,29	7,00	1,88	2,96	4,50	2,75
1900	4,41	5,63	3,63	3,70	5,56	2,31	3,17	4,50	2,50
1901	3,06	4,13	2,13	3,20	4,50	2,13	2,48	3,00	1,50
1902	2,19	3,63	1,50	2,99	4,00	2,58	2,43	3,00	1,75
1903	3,01	3,88	1,88	3,40	4,25	2,18	2,78	3,00	2,16
1904	3,14	4,25	2,25	2,70	3,58	1,88	2,19	2,94	1,12
1905	2,85	5,37	1,75	2,66	4,12	1,75	2,10	3,00	1,12
1906	4,04	6,00	3,12	4,05	6,00	2,88	2,72	3,06	2,12
1907	5,12	7,38	4,00	4,53	7,00	3,00	3,40	4,00	2,88
1908	3,52	6,00	2,25	2,31	5,06	1,19	2,25	4,00	1,25

(Fortsetzung.)

Im Jahre	Österreich-Ungarn			Vereinigte Staaten von Amerika			Rußland		
	d.	h.	n.	d.	h.	n.	d.	h.	n.
1895	4,07	5,00	3,38	3,87	—	—	5,62	6,50	5,00
1896	3,85	4,88	3,50	5,88	—	—	6,07	6,50	5,25
1897	3,68	4,00	3,16	3,87	4,63	3,50	5,24	5,75	4,50
1898	3,94	5,00	3,31	4,23	6,50	3,50	4,96	6,25	4,00
1899	4,74	5,88	4,09	4,28	5,75	3,13	6,85	7,0—8,0	6,0—7,5
1900	4,34	5,50	3,81	4,73	6,00	3,89	6,68	7,0—8,0	6,0—7,0
1901	3,65	4,28	3,09	4,48	5,25	3,25	6,39	6,5—7,5	5,5—7,0
1902	2,72	3,50	2,12	5,04	6,00	4,25	5,60	5,5—7,0	4,5—6,5
1903	3,01	3,47	2,16	5,54	6,00	4,88	5,75	5,0—6,5	5,0—6,5
1904	3,14	3,50	2,56	4,29	6,00	3,25	6,61	6,5—7,5	5,0—6,5
1905	3,32	4,50	2,72	4,33	6,00	3,50	6,29	7,0—8,5	5,0—6,5
1906	4,12	4,25	3,72	5,63	7,00	4,50	8,04	8,0—9,5	6,5—8,0
1907	4,68	5,96	4,09	6,28	8,00	5,00	7,71	8,0—9,5	6,0—7,5
1908	3,86	5,38	3,38	4,62	8,00	3,50	6,54	8,0—9,0	5,5—6,5

<sup>1)</sup> Nach J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Diagramm 6.**  
Marktdiskontsätze der wichtigsten Länder.



1) Skala der Marktdiskontsätze.

war, — um aber gemeinsam bis 1902 wieder stark herabzufallen. Das Jahr 1903 bringt ein neues allgemeines, für den deutschen und russischen bis 1904, für den österreichischen, wenn auch ungleichmäßig, bis 1907 anhaltendes Steigen. 1905, für England und Frankreich bereits 1904, zeigt wieder kurzes Sinken, das 1906 und 1907 durch steiles Anschwellen abgelöst wird. Das Jahr 1908 bringt für alle Sätze raschen Fall. Der amerikanische Zinssatz scheint zunächst diesen Parallelismus der Bewegung nicht zu teilen. Der Jahresdurchschnitt schnellt von 1895 bis 1896 ganz ungeheuer rasch von einem Tiefpunkt in die Höhe, um 1897

ebenso rasch auf den Stand von 1895 zurückzukehren. In den folgenden Jahren steigt er wieder mit kurzer Unterbrechung des Jahres 1901 zuerst sanft, 1902 und 1903 bedeutend stärker an; von diesem zweiten Hochpunkt fällt er 1904 jäh herab, verbleibt 1905 etwa auf dem gleichen Niveau und erhebt sich 1906 und 1907 auf den höchsten Stand der Periode, um jedoch 1908 steil herabzusinken. Wenn auch diese Bewegungen ganz unabhängig von der Zinsfußgestaltung in den Ländern der alten Welt sich vollzogen zu haben scheinen, so ist doch der beiderseitige Einfluß nicht zu verkennen. Wie einerseits die Linie des amerikanischen Satzes, wenn auch nur schwach, den scharfen Wendepunkt des Jahres 1900 in den Zinsfußkurven der übrigen Länder markiert und auch mit diesen 1906 und 1907 ganz parallel die Aufwärtsbewegung und 1908 die Abwärtsbewegung teilt, ebenso zeigt anderseits der deutsche und wohl auch der englische Diskontsatz sich nicht ganz unberührt von dem rapiden Auf- und Abschnellen des amerikanischen Diskontsatzes im Jahre 1896 und 1897; auch der zweite scharfe Hochpunkt des Jahres 1903 und der steile Rückfall der Jahre 1904 und 1905 findet in fast sämtlichen übrigen Kurven einen ziemlich getreuen Spiegel. Daß im übrigen der amerikanische Zinssatz an dem gegenseitigen Parallelismus der Zinssätze der anderen Staaten geringeren Anteil nimmt<sup>1)</sup>, erklärt sich aus der großen räumlichen Entfernung des amerikanischen Wirtschaftsgebietes von den Gebieten der Kulturstaaten der alten Welt, aus der außerordentlichen Vielseitigkeit der Produktionsverhältnisse und der zum Teil daraus resultierenden großen Selbständigkeit des amerikanischen Wirtschaftslebens.

## II. Die theoretischen Beziehungen zwischen Diskontsatz und Wechselkurs.

Die gegenseitige Solidarität der internationalen Zinsfußbewegung und namentlich der Einfluß der auswärtigen

<sup>1)</sup> Vgl. Sartorius a. a. O. S. 210 u. 256.

Zinsfüße auf den deutschen läßt sich genau bis fast in alle Einzelheiten hinein mit Hilfe der auswärtigen Wechselkurse an den monatlichen Durchschnitten der internationalen Marktdiskontsätze feststellen. Die internationale Goldbilanz dagegen ist zu dieser Untersuchung nicht recht brauchbar, da sie einmal die Orderbezüge zwischen dem Inland und den einzelnen auswärtigen Ländern, welch erstere mit dem internationalen Zahlungsverkehr in keiner Beziehung stehen, und ferner den Durchgangsverkehr (mit Aufenthalt oft mehrerer Monate) des Goldes von Ausland zu Ausland mit umfaßt und dadurch sowohl ihren gesamten Charakter als Ergänzung der internationalen Zahlungsbilanz, als auch ihre tatsächliche Gestaltung zwischen den einzelnen Ländern entstellt.

Wir verfolgen die auswärtige Zinsfußgestaltung nur insoweit, als sie den deutschen Zinsfuß beeinflußt hat, also jeweils nur die Relation, die Differenz des deutschen und der verschiedenen auswärtigen Diskontsätze. Wird die Differenz zwischen einem der ausländischen und dem deutschen Satze bezüglich des heimischen positiv, so tritt von einem gewissen Punkte ab unter allen Verhältnissen internationale Kapitalwanderung ein; das betr. Ausland tritt mit seinem Geldleihangebot in Deutschland, letzteres mit seiner Nachfrage im Ausland auf, drückt den deutschen Satz und hebt den ausländischen. Über diesen Punkt hinaus kann also die Differenz nicht steigen. Wird umgekehrt die Diskontsatzdifferenz bezüglich des heimischen Satzes negativ, so tritt wiederum von einem gewissen Punkte ab unter allen Verhältnissen Kapitalwanderung in umgekehrter Richtung und mit umgekehrter Wirkung ein. Über diesen Punkt hinaus kann also ebenfalls die Differenz nicht fallen. Diese Punkte nun, bei welchen positive und negative Differenzgestaltung der Diskontsätze eine Kapitalwanderung zwischen zwei Ländern zur Folge haben muß, bestimmen sich als das prozentual auf die Kapitalleihfrist (Wechselumlaufzeit) verteilte Risiko der höchstmöglichen Wechselkursschwankungen.

Die Kapitalfluktuation, die so der Tendenz der internationalen Diskontsatzausgleichung entspringt, muß natürlich das Niveau der jeweiligen Zahlungsbilanz stark affizieren und muß in dem sogenannten Barometer des internationalen Zahlungsverkehrs, den Wechselkursen, zur Erscheinung gelangen. Steigt z. B. die positive Diskontsatzdifferenz zwischen zwei Ländern zu Gunsten des einen auf den Hochpunkt, dann muß parallel auch der Wechselkurs auf dieses in dem anderen Lande bis auf den oberen Goldpunkt steigen, da mit zunehmend niedrigerem, günstigerem Kurse das prozentual auf die Laufzeit des Wechsels verteilte Risiko der Valutaschwankung, d. h. des Kursfalles bis zum Verfall des Wechsels, zunehmend geringer sein würde, als die höchstmögliche Diskontsatzdifferenz, die ja gleich ist dem prozentual auf die Laufzeit des Wechsels verteilten Risiko des höchstmöglichen Wechselkursfalles. Zu jedem niedrigeren, günstigeren Kurse würde also der Käufer des Auslandswechsels einen höheren Ertrag seines Kapitals erzielen, als wenn er es in Wechseln seines Heimatlandes angelegt hätte. Ebenso wie der Leihgeldgeber es daher vorziehen würde, sein Kapitalangebot nach dem Auslande zu richten, würde unter den gleichen Voraussetzungen der Leihgeldnehmer es vorziehen, mit seiner Kapitalnachfrage nicht ihm Auslande, sondern im Inlande aufzutreten; denn der niedrige Wechselkurs böte ihm keine genügend hohe Prämie, um damit den Mehrbetrag des ausländischen Diskontsatzes gegenüber dem heimischen zu decken. In dem Lande, zu dessen Gunsten die höchstmögliche negative Diskontsatzdifferenz erreicht wird, müßte das Angebot an Auslandswechseln abnehmen, die Nachfrage zunehmen, der Wechselkurs also parallel auf den oberen Goldpunkt steigen. In ganz analoger Weise muß umgekehrt in dem Lande mit höchstmöglicher positiver Diskontsatzdifferenz der Wechselkurs auf den unteren Goldpunkt sinken, da zu jedem ungünstigeren Wechselkurs der Verkauf von Auslandswechseln (Geldleihkapitalnachfrage im Ausland) lohnender, der Kauf (Geldleihkapitalangebot im Ausland) verlustbringender wäre

als Kauf (Geldleihkapitalangebot im Inland) und Verkauf von Inlandwechseln (Geldleihkapitalnachfrage im Inland), d. h. zunehmendes Angebot und abnehmende Nachfrage von Wechseln auf das Ausland müßten den Kurs auf den unteren Goldpunkt drücken. So lange also die Diskontsatzdifferenz auf den positiven oder negativen Hochpunkten stehen bleibt und die Tendenz zeigt, etwas darüber hinauszugehen, findet kontinuierliche Kapitalwanderung aus dem Lande mit niedrigerem nach dem Lande mit höherem Satze statt, bis infolge dieser Wanderung der hohe Satz fällt, der niedrige steigt. Wird nun die positive oder negative Höchstdifferenz geringer, dann wird in dem Lande mit negativer Differenz der Kauf von Auslandswechseln zum Kurse des oberen Goldpunktes verlustbringend, der Verkauf lohnend, und ebenso im Lande mit positiver Differenz der Kauf von Auslandswechseln zum Kurse des unteren Goldpunktes lohnend, der Verkauf verlustbringend, jeweils gegenüber Kauf und Verkauf von Wechseln auf das betreffende Inland. Die beiden Wechselkurse müssen sich also gleichmäßig von ihren Goldpunkten entfernen, und zwar müssen sie sich ganz proportional mit dem Fall der Diskontsatzdifferenz entfernen. Fällt z. B. die Höchstdifferenz auf die Hälfte ihres Betrages herab, so muß auch der Wechselkurs auf genau die halbe Höhe seines Spielraums zwischen Goldpunkt und Paripunkt fallen; denn fiele er z. B. nur bis auf einen Punkt zwischen Goldpunkt und jenem mittleren Punkte, so wäre in dem Lande mit negativer Diskontsatzdifferenz immer noch der Kauf von Auslandswechseln verlustbringend, der Verkauf lohnend, im Lande mit positiver Differenz der Kauf von Auslandswechseln lohnend, der Verkauf verlustbringend. Der Wechselkurs müßte sich also noch weiter von dem Goldpunkte in der Richtung nach dem Paripunkte bewegen. Genau die umgekehrten Folgen würden eintreten, wenn der Wechselkurs nun über den mittleren Punkt hinaus fiele bis auf einen Punkt zwischen dem mittleren und Paripunkt. Dann müßte sich der Wechselkurs wieder weiter vom Paripunkt in der Richtung nach

den Goldpunkten entfernen; erst aber auf jenem mittleren Punkte, der proportional der Diskontsatzdifferenz entspricht, könnte er zur Ruhe kommen. Stehen die Diskontsätze zweier Länder auf gleicher Höhe, beträgt also die gegenseitige Differenz gleich Null, dann muß sich auch der Wechselkurs parallel auf den Paripunkt einstellen, da der Kauf von Auslandswechseln auf einem Punkte zwischen Pari- und oberem Goldpunkte infolge der größeren Möglichkeit von Kursfall als Kurssteigerung unlohnend, der Verkauf infolge Überparistandes des Wechselbetrages lohnend würde; der Kurs müßte daher fallen. Ebenso müßte aber auch der Kurs steigen, wenn er auf einem Punkte zwischen Pari und unterem Goldpunkt stände. Der Wechselkurs kann also in diesem Falle nur parallel der Diskontsatzdifferenz auf Pari stehen.

Daraus ergibt sich, daß — unter der Voraussetzung der Stabilität der Währungsverhältnisse und aller Maßregeln, die auf eine Veränderung der möglichen Schwankungsgrenzen der Wechselkurse von Einfluß sein können, ferner unter der Voraussetzung der Stabilität der Laufzeit der im Verkehr zwischen zwei Ländern zur Kapitalanlage benutzten Wechsel und endlich unter der Voraussetzung der Stabilität der allgemeinen Sicherheit der ausländischen Wechselforderungen (Krieg) — der Wechselkurs zwischen zwei bestimmten Ländern theoretisch unbedingt parallel den Diskontsatzdifferenzschwankungen folgen muß, so daß steigende positive Diskontsatzdifferenzgestaltung zu Gunsten des einen, steigende Kapitalauswanderung aus dem anderen nach diesem Lande zur Folge haben muß, daß ferner, was als Begründung unserer schon mehrfach ausgesprochenen Behauptung dienen mag, die möglichen Diskontsatzschwankungen zwischen zwei verschiedenen Ländern umso geringer sind, je mehr stabil die möglichen Schwankungen der Wechselkurse zwischen den gleichen Ländern sich verhalten, d. h. daß die gegenseitige Diskontsatzbeeinflussung durch Kapitalwanderung zwischen zwei verschiedenen Ländern mit zu — oder abnehmender Größe des möglichen Spielraums der

Wechselkurse eine engere, nachhaltigere oder weitere, schwächere ist.

Soweit die Theorie<sup>1)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Vgl. N. E. Weill, „Die Solidarität der Geldmärkte“, Frankfurt a. M., S. 65 ff. Da dieser nach seinen eigenen Worten die Idee der Solidarität der Geldmärkte in der Hauptsache zuerst, unseres Wissens bis heute als Einziger, behandelt hat, glaubten wir etwas näher auf diese Frage eingehen zu müssen, zumal da Weill unseres Erachtens einmal dem Parallelismus zwischen den Bewegungen der Wechselkurse und der internationalen Diskontsatzdifferenz einen theoretisch zu weiten Spielraum läßt und ferner ganz besonders der Zahlungsbilanz bezüglich der Zinsfußdifferenz eine zu große Bedeutung beimißt.

Nach seinen Ausführungen ist die Diskontsatzdifferenz von dem Stande der Wechselkurse abhängig, ist also der Stand der internationalen Zahlungsbilanz schlechthin die Ursache des Standes der internationalen Diskontsatzdifferenzen. Ursache und Wirkung scheint hier verwechselt zu sein. Unserer Ansicht nach ist nicht die Bewegung der Zahlungsbilanz die primäre Ursache, sondern die Wirkung der Zinsfußdifferenz; weil Zinsfußdifferenzen bestehen, deshalb gestaltet sich theoretisch ihnen unbedingt parallel die Zahlungsbilanz.

Die internationale Zahlungsbilanz als „Gegenüberstellung fälliger, in Geld zahlbarer und beanspruchter Forderungen zwischen zwei Ländern“ (vgl. Sartorius a. a. O. S. 75), teilt sich zunächst in zwei voneinander sehr verschiedene Elemente: in eine nicht kapitalistische Zahlungsbilanz und in eine kapitalistische Zahlungsbilanz, eine Gegenüberstellung solcher Geldforderungen, die unproduktiven, nicht kapitalistischen Motiven (z. B. Schenkungen, Erbschaften, politischen Geldtransaktionen) und solcher, die produktiven, kapitalistischen Motiven (z. B. Transport-, Arbeitsleistungen, Warenversendungen, Geschäftsgründung und -beteiligung usw.) ihre Entstehung verdanken. Die kapitalistische Zahlungsbilanz scheidet sich wieder in die direkt kapitalistische oder rein produktive Zahlungsbilanz und in die indirekt kapitalistische oder kreditive Zahlungsbilanz, je nachdem die Forderungen aus einem direkten Produktions- oder einem Leih-, einem Kreditakte, entspringen. Die Gestaltung der nicht kapitalistischen und der rein produktiven internationalen Zahlungsbilanz — isoliert betrachtet — ist an und für sich ohne jeden unmittelbaren Zusammenhang mit der Gestaltung der Zinsfußdifferenz. Diese Bilanzen können auf und nieder spielen, ohne daß der Zahlungsgeber oder -empfänger die Höhe und die Differenz internationaler Zinsfüße berücksichtigte und so durch seine Trans-

### III. Die tatsächlichen Beziehungen zwischen Diskontsatz und Wechselkurs.

In der Praxis erleidet diese Theorie mit der Änderung unserer Voraussetzungen manche Modifikationen. Der Parallelismus in der Bewegung der Diskontsatzdifferenz und

---

aktionen jemals unmittelbar den Zinsfuß beeinflußte. Mittelbar freilich kann auch dieses Bilanzspiel von nachhaltigem Einflusse auf den Zinsfuß eines Landes sein, so, wenn nichtkapitalistische oder produktive heftige Bilanzbewegung die Elastizität des nationalen Geldverkehrs stört durch Erschöpfung (bei starkem Goldabfluß) oder Überhäufung (bei starkem Goldimport) der Deckungsmittel, oder auch, wenn produktive Bilanzbewegung durch stark internationale Wanderung von Produktionskapital nach höherem Ertrage die Gewinnhöhe und damit — aber wieder nur indirekt durch Verschiebung des nationalen Verhältnisses zwischen Produktions- und Leihmarkt — die Zinshöhe affiziert. Diese Elemente der Zahlungsbilanz (nichtkapitalistische und rein produktive) können also wohl Ursache der gegenseitigen Zinshöhe in zwei Ländern sein, jedoch sie müssen es nicht unbedingt, und vor allem kann aus ihnen allein durchaus kein proportionales paralleles Spiel zwischen den beiderseitigen Bewegungen herauskonstruiert werden. Da also in der internationalen Zahlungsbilanz wichtige Elemente enthalten sind, die zwar die gesamte Zahlungsbilanz beeinflussen, ohne aber den Zinsfuß überhaupt, geschweige denn proportional, in Mitleidenschaft zu ziehen, so kann von der Zahlungsbilanz als primärer Ursache des Standes der Zinshöhe differenz nicht gut geredet werden. Nur ein ganz bestimmtes aus der Gesamtheit der die Zahlungsbilanz schlechthin ausmachenden Elemente ist es, dem diese ausgleichende Kraft innewohnt, und das ist die kreditive Zahlungsbilanz.

Die Forderungen, die aus dem Kreditverkehr, dem langfristigen wie dem kurzfristigen, entspringen, diese bilanzieren, fluten zwischen zwei Ländern hin und her je nach der Höhe der Zinshöhe differenz. Der Zinsfuß ist also die Ursache dieses Bilanzspiels, dieses aber wirkt wiederum direkt auf den Zinsfuß zurück, da ja das internationale Leihkapital nur unmittelbar zwischen den internationalen Leihmärkten sich bewegt und durch Zu- und Abfluß die Zahlungsbilanz, zugleich aber auch den Zinsfuß beeinflussen muß. Für den langfristigen Kredit ist dieser Wanderungstrieb und daher diese Ausgleichungstendenz nur schwach, für den kurzfristigen dagegen — wie oben bereits ausgeführt — sehr stark ausgebildet. Das Diskontkapital wird aus den verschiedenen Volkswirtschaften innerhalb der

der Höhe und Richtung der Kapitalfluktuation bezüglich zweier Länder kann also gestört werden, einmal mit der Änderung der bestehenden Währungsform, ferner bei stabiler

---

Weltwirtschaft mit unwiderstehlicher Gewalt nach jener Volkswirtschaft gelockt, wo der höhere Gewinn winkt. Durch diese internationale Wanderung wird das kreditive Element und damit die Einheit der Zahlungsbilanz (Wechselkurs) so lange affiziert, bis entweder der Wechselkurs jenen ausgleichenden zu der Zinsfußdifferenz proportionalen Punkt, oder auch, als mittelbare — aber auch nur mittelbare! — Wirkung dieser Affektion, die Zinsfußdifferenz jenen zu dem Wechselkursstande proportionalen Punkt erreicht hat.

Daraus folgt mit notwendiger Konsequenz, daß für die Gestaltung der Zahlungsbilanz (Wechselkurs) die Gestaltung der Zinsfuß-, und zwar der Diskontsatzdifferenz, d. h. die kreditive — und zwar die kurzfristige kreditive — Zahlungsbilanz maßgebend ist, während alle anderen Elemente, so namentlich die nichtkapitalistische und die produktive Zahlungsbilanz (Transport-, Warenbilanz usw.), ohne wesentlichen Einfluß sind. Denn, steigt oder fällt infolge der Bewegungen, z. B. der Warenbilanz, der Wechselkurs zwischen zwei Ländern über die ihnen von der beiderseitigen Diskontsatzdifferenz zugewiesenen Punkte, so wird einmal in dem Lande mit höherem Wechselkurse die Leihgeldnachfrage nach dem Lande mit niedrigerem Wechselkurse das Leihgeldangebot nach dem Lande mit höherem Kurse lohnender als Nachfrage und Angebot im eigenen Lande, d. h. die kreditive Zahlungsbilanz wird sofort durch internationale Diskontokreditarbitrage die Wirkungen der Warenbilanz auf die Zahlungsbilanz neutralisieren und den Wechselkurs auf die ihm von der Diskontsatzdifferenz zugewiesenen Punkte zurückzwingen. Natürlich kann umgekehrt auch der Stand des Wechselkurses auf die Zinsfußdifferenz wirksam werden, kann auch die Zahlungsbilanz Ursache der Zinsfußdifferenz sein, aber sie muß es nicht; wenn sie es aber ist, dann ist sie es nur sekundär und nur, weil die von der Zinsfußdifferenz ausgehende Wirkung auf die kreditive Zahlungsbilanz durch Neutralisation aller anderen Einflüsse nach ihrer reinen eigenen Kraft den Wechselkurs (die Zahlungsbilanz schlechthin) gestaltet.

Wie ein Anatom den menschlichen Körper oder wie ein Baumeister in seinen Plänen das Gebäude, so zerlegt und zerschneidet die analysierende Theorie die Organisationen und Organismen der Volkswirtschaft in die kleinsten einzelnen Elemente. Für die Wirklichkeit des Lebens existieren diese nicht; da sind die Muskelfasern und Muskeln fest ineinander verwachsen, die Hilfslinien sind ver-

Währungsform mit der Änderung aller konkreten Maßregeln, die eine Erweiterung oder Einschränkung der möglichen Schwankungen der Wechselkurse zur Folge haben (Währungsschwunden, und das Gerüst ist gefallen, Körper und Bau stehen als unzertrennbares Ganzes, als Einheit vor uns. So ist es auch hier. Die kreditive Zahlungsbilanz ist als Einzelerscheinung nur ein abstrakt-anatomisch-analytisches Gebilde, das im Wirtschaftsleben mit den anderen Elementen der Zahlungsbilanz organisch verwachsen ist und sich nicht immer selbstständig äußert. Namentlich die zweite Form der kapitalistischen Zahlungsbilanz, die produktive Zahlungsbilanz, läßt sich vom empirischen Standpunkte aus nur sehr schwer von der ersten Form, der kreditiven, als völlig selbständige Sondererscheinung erfassen. Das wandernde Produktionskapital, das nationale sowohl wie das internationale, ist fast immer bis zu einem gewissen Grade Leih- oder Kreditkapital, da ja dessen Wanderung fast immer den Weg des Kredites geht, z. B. namentlich, wenn sie gegen Wechsel erfolgt. Daher ist auch in gewisser Weise für die internationale Bewegung des Produktionskapitales (namentlich des Warenkapitales) die Zinsfußdifferenz maßgebend, weil sie bei Warenbezug oder -versendung auf den internationalen Preis, also auf den Produktionsgewinn des Inlandes von Einfluß ist. Von diesem Standpunkte aus kann auch das Produktionskapital die Zahlungsbilanz in unserem proportionalen Sinne teilweise beeinflussen. Die Theorie aber sieht in diesen Vorgängen zwei völlig getrennte, verschieden wirkende Funktionäre.

Weniger abstrakt und mehr technisch betrachtet, wirkt diese Theorie von der kreditiven internationalen Zahlungsbilanz (internationale Kreditarbitrage) folgendermaßen:

Die stofflosen ausländischen Tauschmittel, die ja so lange den Tauschverkehr zwischen Metallwährungsländern vermitteln, bis ihr Preis, ihr Kurs, so hoch steigt oder so tief fällt, daß Versendung oder Bezug von Tauschgut lohnender ist als Kauf oder Verkauf stoffloser ausländischer Tauschmittel (vgl. S. 9, besonders S. 11 ff.), werden in verschiedenen Notizen zum Ausdruck gebracht; in Berlin in einer „langen“ Notiz, die sich für Wechsel mit einer bestimmten längeren Laufzeit (für gewisse Länder drei Monate, für andere zwei Monate), in einer „kurzen“ Notiz, die sich für Wechsel mit einer bestimmten kurzen Laufzeit (für gewisse Länder acht Tage, für andere zehn Tage), versteht, und auch in einer Sichtnotiz, die sich entweder auf ausländische Sichtwechsel oder auch (cum grano salis) auf ausländische Schecks und Banknoten, kurz auf alle stofflosen ausländischen Präsentations-, Sichtzahlungsmittel bezieht. In der kurzen und langen Notiz ist nun bereits der Diskontsatz für die betreffende Laufzeit in

metall-, Ein- und Ausfuhrprämien usw.), mit der Änderung der Laufzeit der im Verkehr zwischen zwei Ländern zur Kapitalanlage benutzten Wechsel und mit der Änderung

---

Abrechnung gebracht, und zwar der Marktdiskontsatz des betreffenden fremden bezogenen Landes. Es muß daher zu einem gegebenen Zeitpunkte in einem Lande A ein Dreimonats- oder Achttagewechsel auf ein Land B stets genau um drei Monate resp. acht Tage Marktdiskont, wie er zu diesem Zeitpunkte im Lande B notiert wird, niedriger im Kurse stehen, als ein Sichtpapier zu gleicher Zeit im Lande A auf das Land B. Wäre nämlich die Kursnotiz höher, die prozentuale Differenz zwischen Sicht- und Laufwechsel geringer als der Marktdiskont des Landes B, dann würde es für die nationale Wechselkreditarbitrage des Landes B lohnend, gewinnbringend sein, im Lande B Laufwechsel auf das Land B zu kaufen und diese im Lande A gegen Sichtpapiere auf das Land A zu verkaufen; denn deren Erlös (Verkauf) im Lande B würde höher sein als der frühere Kauf im Lande B. Zu gleicher Zeit aber wäre es auch für die nationale Kreditarbitrage des Landes A lohnend, im Lande A Sichtpapiere auf das Land B zu kaufen, dafür im Lande B Laufwechsel auf das Land B zu kaufen und diese im Lande A zu verkaufen. Der Kurs der Laufwechsel auf das Land B im Lande A, der höher wäre als der um den Diskont des Landes B verminderte Kurs des Sichtpapiers, müßte also sinken. Ebenso würde auch die Arbitrage eingreifen, wenn nun der Laufwechsel auf das Land B im Lande A zu einem höheren Diskontsatz diskontiert würde, als der im Lande B zu gleicher Zeit notierte Marktdiskontsatz beträgt, wenn also die prozentuale Differenz von Sicht- und Laufkurs eines Wechsels auf das Land B im Lande A höher wäre als der Marktdiskontsatz im Lande B. Dann wäre es gewinnbringend, im Lande B Sichtpapiere auf das Land A zu kaufen, dafür im Lande A Laufwechsel auf das Land B zu kaufen und diese im Lande B zu verkaufen; zu gleicher Zeit wäre im Lande A ein Kauf von Laufwechseln auf das Land B, deren Verkauf im Lande B gegen Sichtwechsel auf das Land B und deren Verkauf wieder im Lande A gewinnbringend. So müßte infolge dieser beiderseitigen nationalen Kreditarbitragetätigkeit der Kurs der Laufwechsel steigen. Nur dann aber wäre diese Arbitragetätigkeit neutralisiert, wenn der Laufkurs des Auslandswechsels genau um den Diskontsatz geringer ist als der Sichtkurs. Daraus folgt, daß der Laufkurs des Auslandswechsels stets genau um den jeweiligen Diskontsatz des ausländischen Marktes niedriger sein muß als der Sichtkurs. Die internationale Wechselkreditarbitrage — Kreditarbitrage, weil sie die Ausnutzung der Diskontsatzdifferenz, nicht der nationalen (zwischen zwei Ländern) oder der internationalen

der allgemeinen Rechts- und Kreditsicherheit. Dabei ist jedoch zu beachten, daß nicht allein die Tatsache, sondern vielmehr schon die Möglichkeit, die allgemeine Meinung einer Änderung in dieser verschiedenen Hinsicht auf den Parallelismus von Einfluß sein kann.

Bei unserer historischen Untersuchung über den Einfluß der ausländischen Zinssätze auf den deutschen betrachten wir zunächst die verschiedenen Diskontsatzdifferenzlinien bezüglich Deutschlands einerseits und der verschiedenen Länder anderseits der Reihe nach einzeln und stellen ihnen die betreffenden Wechselkurskurven zur Seite, um im allgemeinen den tatsächlichen Parallelismus dieser beiden Linien praktisch darzutun<sup>1)</sup>; erst dann können wir den Einfluß des Auslandes in seiner Gesamtheit feststellen.

(zwischen drei oder mehreren Ländern) Wechselkursdifferenz (Wechselkursarbitrage) beabsichtigt; internationale, weil sie nicht die Ausnutzung der Verschiedenheit eines einzigen, nationalen Diskontsatzes an verschiedenen internationalen Börsen (nationale Wechselkreditarbitrage), sondern die Verschiedenheit mehrerer nationaler, also internationaler Diskontsätze an ein und derselben nationalen Börse oder auch an mehreren internationalen Börsen bezieht — kann nun entweder an die Sichtwechsel anknüpfen oder auch an die Laufwechsel. Wenn sie an die Sichtwechsel anknüpft, dann werden z. B. im Lande A, mit sinkendem Diskontsatz, Sichtwechsel auf das Land B, mit steigendem Diskontsatz, so lange zwecks Begründung von kurzfristigen Leihverhältnissen im Lande B, d. h. zwecks Kauf von Laufwechseln im Lande B gekauft, bis der erhöhte Kurs auf den zu der Diskontsatzdifferenz proportionalen Punkt angelangt ist. Ebenso ist es umgekehrt unter umgekehrten Voraussetzungen. Wenn aber die internationale Kreditarbitrage an die Laufwechsel anknüpft, ergibt sich, daß im Lande A, mit sinkendem Zinsfuße, der Kurs der Laufwechsel auf das Land B mit steigendem Zinsfuße, so lange steigen muß, bis die nationale Kreditarbitrage durch Ausnutzung der so verringerten Differenz zwischen Lauf- und Sichtkurs letzteren auf jenen der Diskontsatzdifferenz proportionalen Punkt hinaufhebt. Ebenso ist es wiederum umgekehrt unter umgekehrten Voraussetzungen.

1) Was die Begründung der kleineren Abweichungen anbelangt, so sucht Weill a. a. O. S. 84 ff. sie zum Teil für den uns interessierenden Zeitraum für verschiedene Länder aufzudecken; es fehlt uns

a) Der deutsch-englische Diskontsatz und  
Wechselkurs.

Die deutsch-englische Diskontsatzdifferenz und der deutsch-englische Wechselkurs gestalteten sich während unserer Periode in ihren monatlichen Durchnitten folgendermaßen (Tabelle 38 und 39. Diagramm 7).

Aus dieser Zeichnung ist der sehr enge Parallelismus der beiden Kurven deutlich ersichtlich, als Beweis dafür, daß positive Differenzgestaltung im allemeinen ein proportionales sinkendes Wechselkursspiel, negative Differenz eine entsprechende steigende Bewegung der Kurse zur Folge hat. Diese geschichtlich-praktische Erscheinung erleidet nur in wenigen Ausnahmen eine Einschränkung.

Die Diskontsatzdifferenz ist bezüglich des deutschen Diskontsatzes zunächst von Anfang unserer Periode bis Oktober 1901 positiv; nur einige Male und jeweils nur auf kurze Zeit, nämlich von Februar bis Mai 1898 (Ausbruch des spanisch-amerikanischen Krieges), Dezember 1899 (Ausbruch des Krieges zwischen England und Transvaal) Dezember 1900, Januar, Februar, April, Mai, August 1901, wird sie schwach negativ. Die höchsten positiven Grade durchläuft sie von Dezember 1895 bis Oktober 1896, von März bis Dezember 1897, von Juni bis September 1898, von Dezember 1898 bis Juni 1899 und März und Juni 1900. Von November 1901 ab hält sich die Linie bis Mai 1903 stets negativ. In dieser Richtung bewegt sie sich sehr tief von Januar bis Mai, Juli bis September 1902 und Januar bis Mai 1903. Von Juni 1903 endlich bis Ende der Periode bleibt die Kurve wieder meist positiv, so namentlich Juni bis August 1903, März bis Juni, September bis Dezember 1904, November und Dezember 1905, April bis Juli, September und Dezember 1907 und von März bis September 1908. Negativ dagegen ist sie namentlich von September 1903

---

jedoch teilweise das Material, die betreffenden Ausführungen zu bekräftigen. (Vgl. dagegen unter den einzelnen folgenden Abschnitten.)

**Tabelle 38.**

Monatliche Durchschnitte des Marktdiskontsatzes in England<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	0,63	1,09	2,69	2,49	2,36	3,87	4,15
Februar . . .	1,26	0,99	1,95	2,72	2,15	3,71	3,84
März . . .	1,15	0,75	1,61	3,00	2,41	3,89	3,69
April . . .	0,83	0,52	1,28	3,67	2,26	4,00	3,57
Mai . . .	0,81	0,89	1,03	3,31	2,24	3,47	3,67
Juni . . .	0,61	0,75	1,02	1,47	2,23	2,64	2,85
Juli . . .	0,58	0,62	0,88	1,20	3,14	3,28	2,57
August . . .	0,62	0,89	1,53	1,48	3,54	3,91	2,35
September . .	0,62	1,75	2,06	2,13	3,58	3,81	2,30
Oktober . . .	0,62	2,62	2,52	3,35	4,60	3,88	2,54
November . .	1,16	3,80	2,88	3,54	4,81	3,90	3,40
Dezember . .	0,97	3,34	3,00	3,40	6,19	4,02	3,47
Jahres- durchschnitt	0,82	1,51	1,87	2,65	3,29	3,70	3,20

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	3,05	3,44	3,29	2,52	3,76	4,91	4,26
Februar . . .	2,78	3,42	3,21	2,51	3,88	4,79	3,66
März . . .	2,71	3,68	3,03	2,31	3,51	4,97	2,90
April . . .	2,75	3,49	2,51	2,17	3,25	3,74	2,62
Mai . . .	2,80	3,44	2,07	2,19	3,65	3,29	2,17
Juni . . .	2,67	2,90	2,09	2,05	3,36	3,77	1,40
Juli . . .	2,52	2,39	2,46	1,79	3,14	3,56	1,30
August . . .	2,72	2,76	2,87	1,91	3,20	4,29	1,46
September . .	2,97	3,80	2,48	2,85	4,00	3,99	1,51
Oktober . . .	3,41	3,67	2,53	3,95	5,14	4,47	1,93
November . .	3,57	4,03	2,98	3,97	5,92	6,91	2,27
Dezember . .	3,90	3,79	2,86	3,71	5,76	5,91	2,28
Jahres- durchschnitt	2,99	3,40	2,70	2,66	4,05	4,53	2,31

<sup>1)</sup> Von 1895—1896 berechnet aus den wöchentlichen Angaben des „The Economist“, Jahrgang 1895 und 1896. Von 1897—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

Tabelle 38 (Fortsetzung).

Monatliche Durchschnitte der Differenz  
zwischen dem deutschen und englischen Dis-  
kontsatz<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	+ 0,75	+ 1,81	+ 0,58	+ 0,69	+ 1,97	+ 0,55	- 0,58
Februar . . .	± 0,00	+ 1,81	+ 0,63	- 0,13	+ 1,63	+ 0,50	- 0,62
März . . . .	+ 0,48	+ 1,34	+ 1,32	- 0,29	+ 1,87	+ 1,32	+ 0,10
April . . . .	+ 0,72	+ 1,59	+ 1,20	- 0,60	+ 1,47	+ 0,43	- 0,20
Mai . . . .	+ 0,93	+ 1,77	+ 1,33	- 0,08	+ 1,39	+ 1,09	- 0,48
Juni . . . .	+ 1,49	+ 1,99	+ 1,65	+ 2,10	+ 1,72	+ 2,22	+ 0,35
Juli . . . .	+ 1,06	+ 1,76	+ 1,50	+ 2,00	+ 0,61	+ 0,78	+ 0,24
August . . . .	+ 0,95	+ 1,63	+ 1,03	+ 1,73	+ 0,88	+ 0,12	- 0,09
September . . .	+ 1,88	+ 1,66	+ 1,26	+ 1,51	+ 1,27	+ 0,60	+ 0,38
Oktober . . . .	+ 1,92	+ 1,47	+ 1,36	+ 0,67	+ 0,46	+ 0,15	+ 0,29
November . . .	+ 1,77	+ 0,72	+ 1,26	+ 1,36	+ 0,84	+ 0,26	- 0,56
Dezember . . .	+ 2,36	+ 1,33	+ 1,46	+ 1,86	- 0,22	+ 0,47	- 0,51
Jahres- durchschnitt	+ 1,19	+ 1,57	+ 1,22	+ 0,90	+ 1,16	+ 0,71	- 0,14

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . . .	- 0,94	- 1,18	- 0,71	+ 0,04	+ 0,05	- 0,02	+ 0,82
Februar . . . .	- 0,93	- 1,52	- 0,44	- 0,58	- 0,53	- 0,13	+ 0,82
März . . . .	- 0,92	- 0,99	+ 0,41	- 0,09	+ 0,51	+ 0,43	+ 1,59
April . . . .	- 1,10	- 0,88	+ 0,32	- 0,26	+ 0,19	+ 0,95	+ 1,49
Mai . . . .	- 0,82	- 0,35	+ 1,03	+ 0,11	- 0,26	+ 1,15	+ 1,74
Juni . . . .	- 0,50	+ 0,89	+ 0,87	+ 0,29	+ 0,32	+ 0,90	+ 1,93
Juli . . . .	- 0,93	+ 0,57	+ 0,14	+ 0,33	+ 0,35	± 0,89	+ 1,46
August . . . .	- 0,99	+ 0,54	- 0,25	+ 0,32	+ 0,13	+ 0,32	+ 1,36
September . . .	- 0,83	- 0,12	+ 0,61	+ 0,14	+ 0,23	+ 1,08	+ 1,63
Oktober . . . .	- 0,68	- 0,35	+ 1,16	+ 0,05	- 0,31	+ 0,43	+ 0,86
November . . .	- 0,46	- 0,57	+ 1,01	+ 0,65	- 0,65	± 0,00	+ 0,27
Dezember . . .	- 0,52	- 0,25	+ 1,08	+ 1,28	- 0,18	+ 1,12	+ 0,64
Jahres- durchschnitt	- 0,80	- 0,39	+ 0,44	+ 0,19	- 0,01	+ 0,59	+ 1,21

<sup>1)</sup> + = der deutsche Diskontsatz ist höher als der englische.  
- = der deutsche Diskontsatz ist niedriger als der englische.

**Tabelle 39.**

**Monatliche Durchschnitte  
des deutsch-englischen Wechselkurses<sup>1)</sup>.**

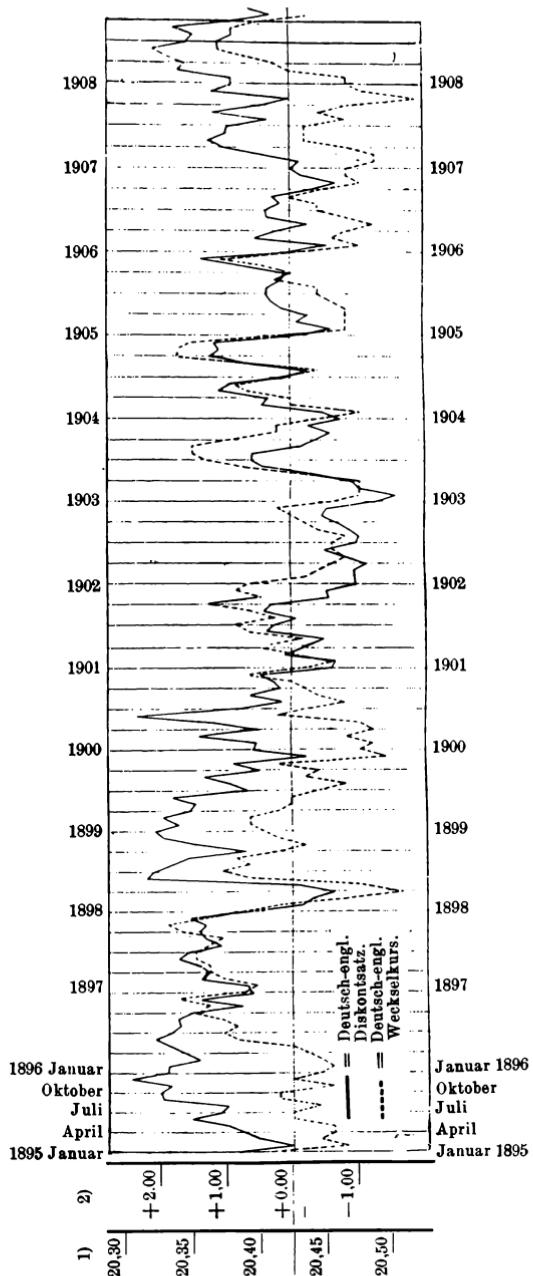
Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	20,41	20,45	20,40	20,39	20,41	20,48	20,44
Februar . . .	20,47	20,46	20,41	20,42	20,40	20,49	20,46
März . . . .	20,45	20,45	20,38	20,47	20,40	20,47	20,43
April . . . .	20,46	20,44	20,37	20,51	20,42	20,49	20,41
Mai . . . .	20,46	20,43	20,37	20,48	20,43	20,48	20,44
Juni . . . .	20,43	20,39	20,36	20,40	20,43	20,42	20,40
Juli . . . .	20,43	20,38	20,36	20,38	20,45	20,44	20,39
August . . . .	20,45	20,39	20,37	20,40	20,47	20,47	20,42
September . .	20,42	20,38	20,38	20,39	20,44	20,45	20,40
Oktober . . .	20,42	20,36	20,35	20,42	20,45	20,44	20,37
November . .	20,46	20,37	20,34	20,44	20,42	20,43	20,41
Dezember . .	20,43	20,35	20,36	20,42	20,50	20,40	20,39
Jahres- durchschnitt	20,44	20,40	20,37	20,43	20,44	20,45	20,41

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	20,40	20,46	20,45	20,42	20,43	20,47	20,47
Februar . . .	20,44	20,48	20,48	20,47	20,48	20,49	20,47
März . . . .	20,45	20,48	20,43	20,47	20,46	20,49	20,43
April . . . .	20,46	20,48	20,43	20,47	20,47	20,47	20,42
Mai . . . .	20,47	20,45	20,40	20,47	20,49	20,44	20,40
Juni . . . .	20,46	20,40	20,39	20,46	20,47	20,44	20,38
Juli . . . .	20,46	20,37	20,42	20,45	20,45	20,44	20,38
August . . . .	20,47	20,36	20,45	20,45	20,45	20,47	20,39
September . .	20,45	20,36	20,40	20,42	20,43	20,45	20,39
Oktober . . .	20,44	20,39	20,35	20,43	20,45	20,47	20,41
November . .	20,43	20,42	20,35	20,41	20,48	20,52	20,45
Dezember . .	20,42	20,42	20,36	20,38	20,47	20,48	20,45
Jahres- durchschnitt	20,45	20,42	20,41	20,44	20,46	20,47	20,42

<sup>1)</sup> 1 £ per acht Tage auf London. Von 1895—1897 aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. Von 1898—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Diagramm 7.**  
Deutsch-englischer Diskontsatz und Wechselkurs.



bis Februar 1904, Februar bis April 1905, Februar, März, Mai, Oktober bis Dezember 1906.

Dieser Kurve fast völlig parallel gestaltet sich die Wechselkursbewegung<sup>1)</sup>. Während des Jahres 1895 bis September 1896 allerdings hält sich der Wechselkurs trotz des gleichzeitig für Deutschland positiven Hochstandes der Diskontsatzdifferenz für Deutschland relativ ungünstig; absolut ungünstig, namentlich in den Monaten Februar, April, Mai, August, November 1895 und von Januar bis Mai 1896. Von Juni 1896 ab hält er sich sehr lange Zeit bis Januar 1898 der Differenzlinie parallel ganz außerordentlich niedrig; Dezember 1896, Oktober und November 1897 steht er auf den tiefsten Punkten unserer Periode. Von Februar bis Mai 1898 schnellt der Kurs entsprechend der Anregung der Differenzlinie ganz plötzlich sehr hoch hinauf und erreicht April 1898 den bis November 1907 höchsten Punkt unserer Periode. Von Juni 1898 bis etwa November 1900 steht der Wechselkurs meist höher als die Differenzgestaltung erwarten ließe. Absolut niedrig hält er sich von Juni bis September 1898 und von Dezember 1898 bis März 1899, sehr hoch dagegen in den Monaten Juli und August 1899 und namentlich von Dezember 1899 bis Mai und August 1900. Während des Jahres 1901 hat die Linie wieder ausgesprochen sinkende Tendenz, die im Oktober ihren tiefsten Punkt erreicht. Die Ende 1901 einsetzende Negativgestaltung der Differenzlinie zieht von Februar 1902 ab bis Mai 1903 ein

---

<sup>1)</sup> Die kleineren Störungen dieses Parallelismus sind zum größten Teile auf unsere nicht ganz einwandfreie statistische Erfassung des Wechselkurses zurückzuführen; unser benutzter Kurs bezieht sich — mangels anderer Ziffern — auf kurze Wechsel mit acht Tagen Laufzeit, während der Parallelismus sich ja nur auf Sichtwechsel erstrecken kann. Da nun die Differenz zwischen dem deutschen Kurse des englischen Sicht- und dem des acht-Tage-Wechsels (wie aus Seite 136 Anmerkung 1, insbesondere S. 139 und 140 ersichtlich ist) mit der jeweiligen Höhe des englischen Marktdiskontsatzes schwanken muß, so kann unsere Darstellung den Parallelismus natürlich nicht bis in alle Einzelheiten hinein erweisen. (Vgl. dazu auch als weitere die Unregelmäßigkeiten der Bewegungen der beiden Linien begründende Momente S. 137 ff.)

starkes Steigen des Kurses nach sich, das nur Oktober bis Dezember 1902 durch schwache Senkung unterbrochen ist. Die Hochpunkte dieser Bewegung fallen in die Monate März bis September 1902 und Januar bis Mai 1903. Von Mitte letzteren Jahres bis Anfang 1905 bewegt sich der Wechselkurs meist tief. So sinkt er namentlich sehr stark während der Monate Juni bis Oktober 1903, schwächer Mai bis Juli 1904 und wiederum sehr stark September bis Dezember 1904. Dieser Tiefstand des Jahres 1903 bis 1904 ist nur durch kurzes Anschwellen des Wechselkurses im Januar, Februar und August 1904 unterbrochen. Von Anfang 1905 ab zeigt die Kurslinie starke Neigung zum Steigen, obwohl die Differenzkurve meist nach der positiven Seite hin ausschlägt. So steht der Kurs von Februar bis August 1905 hoch, sinkt dann bis Dezember 1905 rasch herab, um während der ersten Hälfte des Jahres 1906 wieder anzuschwellen. Nach schwachen Rückgängen steigt er von neuem von November 1906 bis April 1907 und von August bis Dezember 1907. Im November 1907 zeigt er den höchsten Stand unserer Periode. Von hier aus fällt er jedoch bis Juni und Juli 1908 sehr rasch und sehr tief hinab, um sich aber bis November und Dezember wieder höher zu stellen.

Aus dieser Gestaltung der Wechselkurskurve ergibt sich also, daß der Einfluß des englischen auf den deutschen Zinssatz am stärksten erniedrigend gewirkt haben muß: von Mitte 1896 bis Anfang 1898 (namentlich gegen Ende 1896 und gegen Ende 1897), ferner Mitte 1898, Mitte 1901, dann namentlich wieder Mitte 1903 und Ende 1904, Dezember 1905 und endlich auch Juni und Juli 1908; am stärksten erhöhend gewirkt haben muß: Februar 1895, besonders aber März bis Mai 1898 und Dezember 1899 bis Mai 1900, ferner Mai und August 1902, Februar, März, April 1903, Februar 1904, Februar bis Mai 1905, Februar bis Juni 1906, November 1906 bis April 1907 und besonders wieder Oktober bis Dezember 1907 und November und Dezember 1908.

b) Der deutsch-französische Diskontsatz  
und Wechselkurs.

Die deutsch-französische Diskontsatzdifferenz und der deutsch-französische Wechselkurs gestalteten sich in monatlichen Durchschnitten folgendermaßen (Tabelle 40 und 41. Diagramm 8).

Auch aus dieser Zeichnung ist die sehr enge Beziehung zwischen der Bewegung der Diskontsatzdifferenz und der des Wechselkurses leicht ersichtlich. Die Diskontsatzdifferenz ist von Anfang unserer Periode bis Ende 1901 stark positiv, bis Anfang 1903 bleibt sie meist negativ, um bis Ende 1907 mit einigen Unterbrechungen ständig als positive zu steigen. Erst das Jahr 1908 bringt wieder merkliche Abschwächung. Die Differenzgestaltung verläuft durchweg sehr schwankend; die höchsten positiven Stufen durchläuft sie zunächst August, September, November, Dezember 1895, Januar und Februar 1896, namentlich September 1896 bis Januar 1897, September 1897 bis Januar 1898 und ferner Mai 1898 bis Mai 1899, August bis Dezember 1899, März, Juni, September, Dezember 1900. Von Anfang 1901 ab sinkt allmählich die positive Differenz und geht Anfang 1902 bis Anfang 1903 zu einer negativen über. Stark negativ ist sie von Januar bis April, Juli 1902 und Januar, Februar 1903. Von Mai 1903 ab hält sie sich steigend positiv und fällt nur Januar 1904, Januar, Februar, April 1905, wenn auch jeweils nur schwach, auf die negative Seite zurück. In der positiven Richtung besonders hoch verläuft sie Mai bis Dezember 1903, August 1905 bis Januar 1906, August 1906 bis April 1907 und Oktober 1907 bis Januar 1908.

Mit einigen Ausnahmen fast ganz parallel verläuft die Wechselkurslinie<sup>1)</sup>). Sehr niedrig steht sie in den Monaten März, August, September, Oktober, Dezember 1895, namentlich aber von August 1896 bis Januar 1897, von August 1897 bis März 1898 und von Mai bis Dezember 1898. Während dieser letzten Jahre erreicht sie die niedrigsten Punkte der

<sup>1)</sup> Vgl. Anmerkung 1 Seite 147.

Tabelle 40.

Monatliche Durchschnitte  
des Marktdiskontsatzes in Frankreich<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	1,82	1,72	1,95	2,00	2,96	4,04	3,00
Februar . . .	1,70	1,67	1,89	1,89	2,86	3,50	2,59
März . . . .	1,44	1,66	1,88	1,91	2,86	3,49	2,60
April . . . .	1,72	1,78	1,78	2,00	2,89	3,50	2,71
Mai . . . .	1,62	1,80	1,87	1,91	2,88	3,27	2,71
Juni . . . .	1,54	1,75	1,88	1,87	2,86	2,83	2,14
Juli . . . .	1,55	1,77	1,88	2,00	2,88	2,87	2,07
August . . . .	1,01	1,56	1,85	1,88	2,88	2,77	2,05
September . .	1,31	1,75	1,88	1,82	2,85	2,75	1,77
Oktober . . .	1,81	1,98	1,95	2,27	3,00	3,00	2,48
November . .	1,80	2,03	1,97	2,95	3,00	3,00	2,89
Dezember . .	1,78	1,84	2,00	3,00	3,67	3,00	2,75
Jahres- durchschnitt	1,60	1,78	1,87	2,12	2,94	3,17	2,48

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . . .	2,81	2,92	2,84	2,56	2,69	3,00	3,41
Februar . . . .	2,59	2,84	2,60	1,98	2,51	2,92	2,68
März . . . .	2,34	2,92	2,68	1,67	2,85	3,05	2,61
April . . . .	2,28	2,92	2,73	2,12	2,93	3,38	2,75
Mai . . . .	1,95	2,76	2,35	1,55	2,46	3,39	2,36
Juni . . . .	2,26	2,66	1,73	1,71	2,59	3,44	1,86
Juli . . . .	2,46	2,79	1,39	1,72	2,67	3,34	1,59
August . . . .	2,02	2,34	1,23	1,36	2,31	3,40	1,31
September . . .	1,98	2,63	1,45	1,71	2,72	3,45	1,76
Oktober . . . .	2,65	2,81	2,36	2,76	2,97	3,50	2,11
November . . .	3,00	2,90	2,48	3,00	2,98	3,94	2,21
Dezember . . .	2,85	2,88	2,45	3,00	3,00	4,00	2,33
Jahres- durchschnitt	2,43	2,78	2,19	2,10	2,72	3,40	2,25

<sup>1)</sup> Von 1895—1896 berechnet aus den wöchentlichen Angaben des „The Economist“, Jahrgang 1895 und 1896. Von 1897—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Tabelle 40** (Fortsetzung).

**Monatliche Durchschnitte der Differenz  
zwischen dem deutschen und französischen  
Diskontsatz<sup>1)</sup>.**

Im Monat	1895	1996	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	— 0,44	+ 1,18	+ 1,32	+ 1,18	+ 1,37	+ 0,38	+ 0,57
Februar . . .	— 0,44	+ 1,13	+ 0,69	+ 0,70	+ 0,92	+ 0,71	+ 0,63
März . . . .	+ 0,19	+ 0,43	+ 1,05	+ 0,80	+ 1,42	+ 1,72	+ 1,19
April . . . .	— 0,17	+ 0,43	+ 0,70	+ 1,07	+ 0,84	+ 0,93	+ 0,66
Mai . . . .	+ 0,12	+ 0,86	+ 0,49	+ 1,32	+ 0,75	+ 1,29	+ 0,48
Juni . . . .	+ 0,56	+ 0,99	+ 0,79	+ 1,70	+ 1,09	+ 2,03	+ 1,06
Juli . . . .	+ 0,09	+ 0,61	+ 0,50	+ 1,24	+ 0,87	+ 1,19	+ 0,74
August . . . .	+ 0,56	+ 0,96	+ 0,71	+ 1,33	+ 1,54	+ 1,26	+ 0,21
September . . .	+ 1,19	+ 1,66	+ 1,44	+ 1,82	+ 2,00	+ 1,66	+ 0,91
Oktober . . . .	+ 0,73	+ 2,11	+ 1,93	+ 1,75	+ 2,06	+ 1,03	+ 0,35
November . . .	+ 1,13	+ 2,49	+ 2,17	+ 1,95	+ 2,65	+ 1,16	— 0,05
Dezember . . .	+ 1,55	+ 2,83	+ 2,46	+ 2,26	+ 2,30	+ 1,49	+ 0,21
Jahres- durchschnitt	+ 0,42	+ 1,30	+ 1,22	+ 1,43	+ 1,49	+ 1,24	+ 0,58

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . . .	— 0,70	— 0,66	— 0,26	± 0,00	+ 1,12	+ 1,89	+ 1,57
Februar . . . .	— 0,74	— 0,94	+ 0,17	— 0,05	+ 0,84	+ 1,74	+ 1,80
März . . . .	— 0,55	— 0,23	+ 0,76	+ 0,55	+ 1,17	+ 2,35	+ 1,88
April . . . .	— 0,63	— 0,31	+ 0,10	— 0,21	+ 0,51	+ 1,31	+ 1,36
Mai . . . .	+ 0,03	+ 0,33	+ 0,75	+ 0,75	+ 0,93	+ 1,05	+ 1,55
Juni . . . .	— 0,09	+ 0,63	+ 1,25	+ 0,63	+ 1,09	+ 1,23	+ 1,47
Juli . . . .	— 0,87	+ 0,17	+ 1,21	+ 0,40	+ 0,82	+ 1,11	+ 1,17
August . . . .	— 0,29	+ 0,96	+ 1,39	+ 0,87	+ 1,12	+ 1,21	+ 1,51
September . . .	+ 0,16	+ 1,05	+ 1,64	+ 1,28	+ 1,51	+ 1,62	+ 1,38
Oktober . . . .	+ 0,08	+ 0,51	+ 1,33	+ 1,24	+ 1,86	+ 1,40	+ 0,68
November . . .	+ 0,11	+ 0,56	+ 1,51	+ 1,62	+ 2,29	+ 2,67	+ 0,33
Dezember . . .	+ 0,53	+ 0,66	+ 1,49	+ 1,99	+ 2,58	+ 3,03	+ 0,59
Jahres- durchschnitt	— 0,24	+ 0,23	+ 0,95	+ 0,75	+ 1,32	+ 1,72	+ 1,27

<sup>1)</sup> + = der deutsche Diskontsatz ist höher als der französische.  
— = der deutsche Diskontsatz ist niedriger als der französische.

**Tabelle 41.**

Monatliche Durchschnitte  
des deutsch-französischen Wechselkurses<sup>1)</sup>.

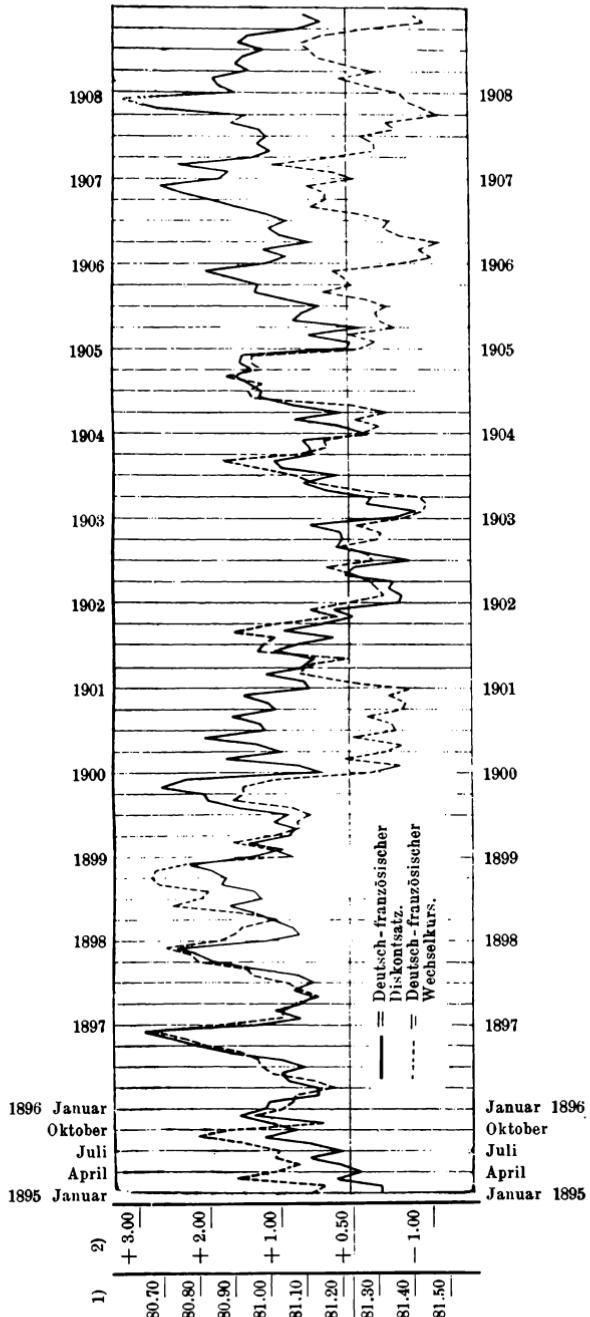
Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	81,13	81,05	80,87	80,80	81,08	81,30	81,41
Februar . . .	81,17	81,08	81,05	80,92	81,02	81,39	81,23
März . . . .	80,92	81,09	81,05	80,94	80,91	81,23	81,10
April . . . .	81,03	81,20	81,09	81,03	81,03	81,34	81,11
Mai . . . .	81,10	81,14	81,15	80,92	81,10	81,39	81,24
Juni . . . .	81,03	81,02	81,10	80,74	81,09	81,25	80,98
Juli . . . .	81,04	80,99	81,06	80,82	81,13	81,37	81,00
August . . . .	80,94	80,98	80,97	80,84	81,08	81,36	81,03
September . .	80,81	80,93	80,85	80,70	80,91	81,29	80,90
Oktober . . .	80,91	80,83	80,81	80,68	80,94	81,39	81,04
November . .	81,17	80,77	80,79	80,69	80,94	81,40	81,21
Dezember . .	80,97	80,68	80,72	80,79	81,03	81,35	81,13
Jahres- durchschnitt	81,02	80,98	80,96	80,83	81,02	81,34	81,11

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	81,23	81,39	81,28	81,27	81,38	81,26	81,39
Februar . . .	81,34	81,45	81,33	81,32	81,48	81,20	81,30
März . . . .	81,32	81,46	81,26	81,24	81,44	81,03	81,22
April . . . .	81,30	81,44	81,35	81,37	81,50	81,20	81,32
Mai . . . .	81,25	81,27	81,25	81,33	81,39	81,32	81,23
Juni . . . .	81,18	81,14	80,97	81,32	81,34	81,32	81,16
Juli . . . .	81,31	81,09	80,96	81,35	81,36	81,28	81,14
August . . . .	81,29	80,99	80,98	81,29	81,28	81,38	81,11
September . .	81,22	80,88	80,90	81,17	81,14	81,35	81,17
Oktober . . .	81,32	81,10	81,00	81,25	81,18	81,50	81,30
November . .	81,33	81,18	80,97	81,23	81,18	81,46	81,46
Dezember . .	81,26	81,17	80,97	81,20	81,13	81,41	81,43
Jahres- durchschnitt	81,28	81,21	81,10	81,28	81,32	81,31	81,27

<sup>1)</sup> 100 Fr. per acht Tage auf Paris. Von 1895—1897 aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. Von 1898—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Diagramm 8.**  
Deutsch-französischer Diskontsatz und Wechselkurs.



1) Skala des Wechselkurses. — 2) Skala der Diskontsatzdifferenz.

ganzen Periode, so Dezember 1896, Dezember 1897, September bis November 1898. Der Differenzlinie entsprechend, läuft die Kurslinie ferner noch niedrig März, September bis November 1899. Während des Jahres 1900 dagegen gehen die beiden Kurven stark auseinander. Trotzdem die Differenzlinie stark positiv ist, durchläuft die Kurslinie sehr hohe Grade, so besonders, Januar, Februar, April, Mai, Juli, August, Oktober, November 1900 und Januar 1901. Von letzterem Zeitpunkte ab nähert sie sich wieder mehr der Differenzlinie. Demgemäß bewegt sie sich noch niedrig von Juni bis Oktober 1901, steigt dagegen von Anfang 1902 bis Mai 1903 wieder höher hinauf. So namentlich Februar bis April, Juli, August, Oktober, November 1902 und namentlich Januar bis April 1903. Der folgenden positiven Gestaltung der Differenzkurve streng parallel bewegt sich die Kurslinie nur bis Anfang 1905. Daher sinkt sie besonders niedrig Juli bis Oktober 1903 und Juni bis Dezember 1904, und steigt nur für kurze Zeit von Januar bis Mai 1904 etwas höher. Von 1905 ab geht die Wechselkurskurve eigene, von der Differenzlinie stark abweichende Wege; sie bewegt sich nämlich meist sehr hoch, obwohl die Diskontsatzdifferenz während derselben Zeit ständig im Wachsen begriffen ist. So steht die Kurslinie besonders hoch April bis Juli 1905 und namentlich Januar bis Mai 1906, August bis Dezember 1907 und November und Dezember 1908. April 1906 und Oktober 1907 erreicht sie sogar die höchsten Punkte unserer Periode. Sinkende Tendenz dagegen hat sie während dieser Zeit im September und Dezember 1905, September und Dezember 1906, Februar bis April 1907 und August 1908.

Der Wechselkurslinie gemäß muß also der französische Diskontsatz auf den deutschen am stärksten deprimierend gewirkt haben: September 1895, ganz besonders aber Oktober bis Dezember 1896, September bis Dezember 1897 und Juni bis Dezember 1898, ferner auch September 1901, September 1903, Mitte 1904, März 1907 und August 1908;

am stärksten erhöhend: Februar, Mai, September, Oktober, November 1900 und Januar 1901; namentlich aber von Januar bis April 1903, weniger zu Anfang 1904 und während der ersten Hälfte des Januar 1905, ganz besonders stark jedoch wieder Januar bis Mai 1906, August bis Dezember 1907 und Oktober bis Dezember 1908.

c) Der deutsch-österreichische Diskontsatz und Wechselkurs.

Der englische und mehr noch der französische Diskontsatz war während unserer Periode meist niedriger als der deutsche, daher war die Diskontsatzdifferenz zwischen diesen Ländern und Deutschland in der Hauptsache positiv, und waren die betr. Wechselkurse meist niedrig. Der österreichische und mehr noch der amerikanische Satz dagegen nimmt zumeist gegenüber dem deutschen einen höheren Stand ein; demgemäß wird die Kursgestaltung meist eine hohe sein.

Die deutsch-österreichische Diskontsatzdifferenz und der deutsch-österreichische Wechselkurs gestaltete sich folgendermaßen (Tabellen 42 und 43 und Diagramm 9).

Die Diskontsatzdifferenz ist Anfang 1895 stark negativ; bis 1900 nähert sie sich mehr und mehr der positiven Seite, fällt aber von 1900 ab bis etwa 1903 wieder in die negative zurück; 1903 und 1904 bewegt sie sich eng um die Grenze zwischen positiv und negativ; 1905 und 1906 ist sie zumeist negativ, 1907 und Anfang 1908 stark positiv, von Mitte 1908 endlich ab wieder negativ.

Während des Jahres 1895 ist die Differenz für die ganze Periode am stärksten negativ, so namentlich Januar bis Mai, Juli und August, Oktober und November 1895; bis Anfang 1900 strebt sie jedoch mehr und mehr nach der positiven Seite hin. Die Spitzen dieser Tendenzbewegung erreichen die positive Seite Oktober bis Dezember 1896, Oktober bis Dezember 1897, November 1898 bis Januar 1899, August, September, November, Dezember 1899 und Februar bis Juni 1900. Von Juli 1901 ab schnellt die

Tabelle 42.

Monatliche Durchschnitte  
des Marktdiskontsatzes in Österreich<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	3,38	4,88	3,72	3,54	4,24	4,72	4,05
Februar . . .	3,50	4,00	3,64	3,41	4,35	3,91	3,82
März . . . .	3,62	3,75	3,71	3,39	4,61	4,24	3,72
April . . . .	3,88	3,75	3,71	3,74	4,75	4,33	3,56
Mai . . . .	3,88	3,75	3,44	3,89	4,42	4,28	3,37
Juni . . . .	3,88	3,75	3,30	3,95	4,34	4,38	3,27
Juli . . . .	3,88	3,00	3,29	3,78	4,40	4,25	3,20
August . . . .	3,88	3,75	3,61	3,86	4,40	4,34	3,67
September . .	3,88	3,75	3,96	3,94	4,69	4,44	3,97
Oktober . . .	4,88	4,00	3,95	4,29	5,59	4,48	3,84
November . .	5,00	4,00	3,87	4,55	5,59	4,33	3,64
Dezember . .	4,50	3,88	3,94	4,88	5,52	4,47	3,72
Jahres- durchschnitt	4,01	3,86	3,68	3,94	4,74	4,34	3,65

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	2,97	2,37	2,79	2,93	4,07	4,32	4,66
Februar . . .	2,57	2,30	2,88	2,91	4,01	4,16	4,10
März . . . .	2,42	2,88	2,98	2,97	4,19	4,30	4,15
April . . . .	2,43	3,04	2,96	3,04	4,19	4,38	4,07
Mai . . . .	2,35	3,03	3,02	2,85	4,02	4,19	3,72
Juni . . . .	2,35	3,06	3,21	2,92	3,86	4,21	3,63
Juli . . . .	2,28	2,80	3,01	3,09	3,87	4,72	3,43
August . . . .	2,42	3,31	3,22	3,20	3,95	4,94	3,53
September . .	2,90	3,40	3,42	3,39	4,02	5,00	3,84
Oktober . . .	3,40	3,48	3,41	3,79	4,40	4,96	3,92
November . .	3,26	3,30	3,43	4,35	4,41	5,27	3,76
Dezember . .	3,25	3,35	3,40	4,44	4,45	5,72	3,75
Jahres- durchschnitt	2,72	3,03	3,14	3,32	4,12	4,68	3,86

<sup>1)</sup> Von 1895—1896 als erste Sätze eines jeden Monats aus „The Economist“, Jahrgang 1895 und 1896. Von 1897—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Tabelle 42 (Fortsetzung).**

**Monatliche Durchschnitte der Differenz  
zwischen dem deutschen und österreichischen  
Diskontsatzes<sup>1)</sup>.**

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	— 2,00	— 1,98	— 0,45	— 0,36	+ 0,09	— 0,30	— 0,48
Februar . . .	— 2,24	— 1,20	— 1,06	— 0,82	— 0,57	+ 0,30	— 0,60
März . . . .	— 1,99	— 1,66	— 0,78	— 0,68	— 0,33	+ 0,97	+ 0,07
April . . . .	— 2,33	— 1,54	— 1,23	— 0,67	— 1,02	+ 0,10	— 0,19
Mai . . . .	— 2,14	— 1,09	— 1,08	— 0,66	— 0,79	+ 0,28	— 0,18
Juni . . . .	— 1,78	— 1,01	— 0,63	— 0,38	— 0,39	+ 0,53	— 0,07
Juli . . . .	— 2,24	— 0,62	— 0,91	— 0,58	— 0,65	— 0,19	— 0,39
August . . .	— 2,31	— 1,23	— 1,05	— 0,65	+ 0,02	— 0,30	— 1,41
September . .	— 1,38	— 0,34	— 0,64	— 0,30	+ 0,14	— 0,03	— 1,29
Oktober . . .	— 2,34	+ 0,09	— 0,07	— 0,27	— 0,53	— 0,45	— 1,01
November . . .	— 2,07	+ 0,52	+ 0,27	+ 0,35	+ 0,06	— 0,17	— 0,80
Dezember . . .	— 1,17	+ 0,79	+ 0,52	+ 0,38	+ 0,45	+ 0,02	— 0,76
Jahres- durchschnitt	— 2,00	— 0,77	— 0,59	— 0,39	— 0,29	+ 0,07	— 0,59

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	— 0,86	— 0,11	— 0,21	— 0,37	— 0,26	+ 0,57	+ 0,32
Februar . . .	— 0,72	— 0,40	— 0,11	— 0,98	— 0,66	+ 0,50	+ 0,38
März . . . .	— 0,63	— 0,19	+ 0,46	— 0,75	— 0,17	+ 1,10	+ 0,34
April . . . .	— 0,78	— 0,43	— 0,13	— 1,13	— 0,65	+ 0,31	+ 0,04
Mai . . . .	— 0,37	+ 0,06	+ 0,08	— 0,55	— 0,63	+ 0,25	+ 0,19
Juni . . . .	— 0,18	+ 0,23	— 0,23	— 0,58	— 0,18	+ 0,46	— 0,30
Juli . . . .	— 0,69	+ 0,16	— 0,41	— 0,97	— 0,38	— 0,27	— 0,67
August . . .	— 0,69	— 0,01	— 0,60	— 0,97	— 0,52	— 0,33	— 0,71
September . .	— 0,76	+ 0,28	— 0,33	— 0,49	+ 0,21	+ 0,07	— 0,70
Oktober . . .	— 0,67	— 0,16	+ 0,28	+ 0,21	+ 0,43	— 0,06	— 0,18
November . . .	— 0,15	+ 0,16	+ 0,56	+ 0,27	+ 0,86	+ 1,34	— 1,22
Dezember . . .	+ 0,13	— 0,19	+ 0,54	+ 0,55	+ 1,13	+ 1,31	— 0,83
Jahres- durchschnitt	— 0,53	± 0,00	± 0,00	— 0,47	— 0,08	+ 0,44	— 0,34

<sup>1)</sup> + = der deutsche Diskontsatz ist höher als der österreichische.

— = der deutsche Diskontsatz ist niedriger als der österreichische.

Tabelle 43.

Monatliche Durchschnitte  
des deutsch-österreichischen Wechselkurses<sup>1)</sup>.

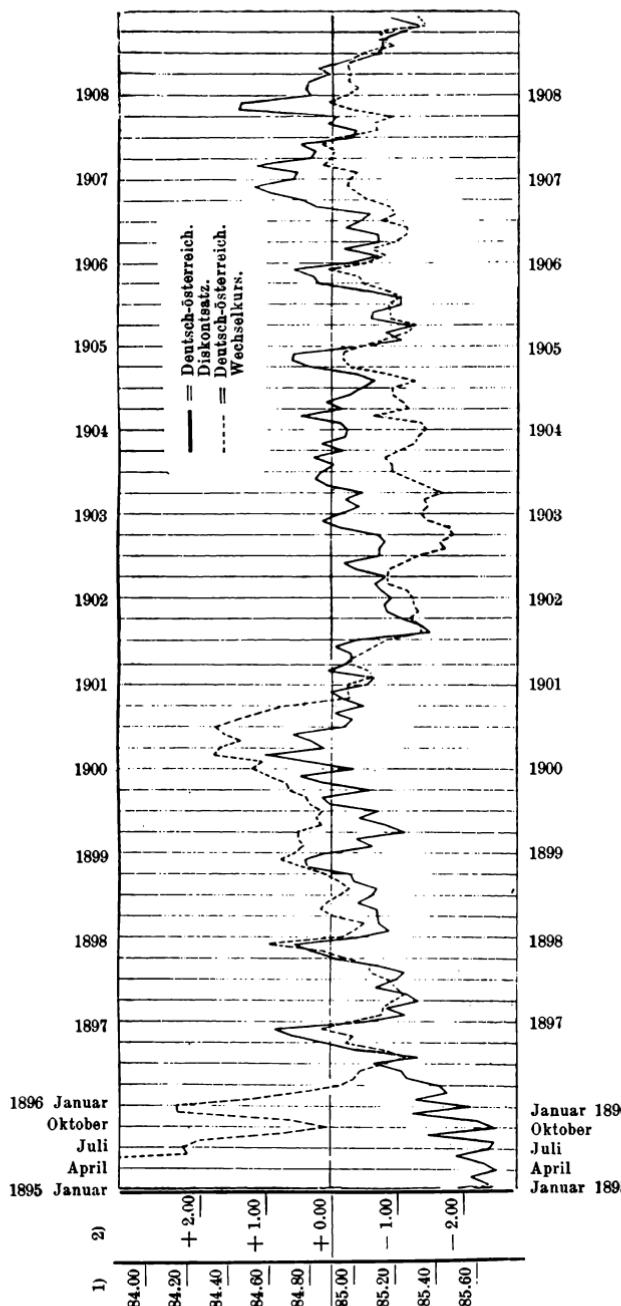
Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	82,19	84,20	85,05	84,98	84,76	84,56	85,01
Februar . . .	82,43	84,56	85,17	85,04	84,80	84,61	85,12
März . . . .	82,98	84,80	85,18	85,09	84,77	84,37	85,11
April . . . .	83,67	84,97	85,23	84,95	84,77	84,40	85,02
Mai . . . .	83,81	85,04	85,28	84,88	84,88	84,51	85,08
Juni . . . .	84,25	85,07	85,24	84,92	84,86	84,42	85,14
Juli . . . .	84,23	85,16	85,20	84,97	84,88	84,38	85,20
August . . . .	84,30	85,28	85,12	85,02	84,83	84,48	85,36
September . .	84,69	85,18	85,12	84,96	84,81	84,59	85,36
Oktober . . .	84,92	85,01	85,00	84,90	84,73	84,72	85,31
November . .	84,73	85,04	84,90	84,80	84,72	85,02	85,35
Dezember. .	84,20	84,89	84,64	84,70	84,63	85,01	85,33
Jahres- durchschnitt	83,86	84,93	85,09	84,94	84,78	84,59	85,20

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	85,32	85,36	85,38	85,06	85,08	85,02	85,00
Februar . . .	85,30	85,39	85,36	85,17	85,18	85,05	85,06
März . . . .	85,20	85,37	85,13	85,29	85,12	84,89	85,01
April . . . .	85,20	85,46	85,30	85,33	85,22	84,92	85,02
Mai . . . .	85,21	85,37	85,27	85,21	85,27	84,94	85,01
Juni . . . .	85,27	85,29	85,22	85,21	85,28	84,88	85,03
Juli . . . .	85,35	85,22	85,22	85,20	85,16	84,97	85,08
August . . . .	85,47	85,22	85,33	85,26	85,23	85,14	85,23
September . .	85,45	85,18	85,19	85,18	85,20	85,12	85,17
Oktober . . .	85,51	85,26	85,03	85,08	85,09	85,22	85,17
November . .	85,49	85,33	84,99	85,06	85,04	85,03	85,37
Dezember. .	85,38	85,34	84,99	84,93	85,01	84,93	85,84
Jahres- durchschnitt	85,35	85,32	85,20	85,17	85,16	85,01	85,12

<sup>1)</sup> 100 Kr. Noten auf Wien. Von 1895—1897 aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. Von 1898—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Diagramm 9.**  
Deutsch-österreichischer Diskontsatz und Wechselkurs.



1) Skala des Wechselkurses. — 2) Skala der Diskontsatzdifferenz.

Differenzlinie sehr plötzlich tief in die negative Seite hinein, um sich aber allmählich wieder der positiven zuzuwenden. Von 1903 bis Anfang 1905 hält sich die Kurve mit geringen Schwankungen eng um die neutrale Linie. Erst von Januar 1905 ab wird sie wieder bis Mitte 1906 ausgesprochen negativ, namentlich stark von Februar bis August 1905 und etwas schwächer Februar bis August 1906; nur von Oktober bis Dezember 1906 ist sie schwach positiv. Von September 1906 bis Anfang 1908 wiederum ist sie in der Hauptsache stark positiv, so namentlich Oktober, November 1906, März und besonders November und Dezember 1907; doch fällt sie während dieser Zeit ganz plötzlich in den Monaten Juli und August 1907 und Ende 1908 in die negative Zeit zurück.

Wie die Zeichnung zeigt, erleidet der Parallelismus zwischen dieser Gestaltung der Diskontsatzdifferenz und des Wechselkurses zu Anfang unserer Periode bis Mitte 1896 eine ganz außergewöhnlich starke Modifikation. Dies ist darauf zurückzuführen, daß der österreichische Staat von 1891 an bis etwa 1899 seine Währungsänderung vornahm, von deren Folgen der Stand und Lauf der Wechselkurse wesentlich beeinflußt werden mußte. Solange dieser Einfluß dauerte, ist also die Kurslinie für unsere Betrachtung nicht brauchbar. Man kann jedoch bei der für Deutschland außerordentlich günstigen Gestaltung der Differenzlinie von Anfang 1895 bis Mitte 1896 annehmen, daß trotz der Unsicherheit der Währungsverhältnisse sich das deutsche Kapital Österreich gegenüber nicht ganz passiv verhalten hat. Von Juli 1896 ab scheinen die Währungsverhältnisse praktisch in der Hauptsache wieder geordnet zu sein und die Wechselkurse stabilisiert zu haben, wenigstens folgt von Juli 1896 ab der Kurs ganz schmiegsam unserer Differenzlinie<sup>1)</sup>. Bis Dezember 1896 sinkt er von seinem

<sup>1)</sup> Wir haben den Wechselkurs auf Österreich — mangels anderer Ziffern — in dem Kurse der österreichischen Noten zu erfassen gesucht. Dieser aber ist keineswegs völlig mit dem Kurse von Sichtwechseln oder Schecks identisch; er schwankt um den letzteren auf

im Juli und August höheren Stande etwas zurück, steigt aber von Februar bis September 1897 wieder höher hinauf, um Dezember 1897 wieder sehr rasch tiefer zu fallen. Während des Jahres 1898 hat die Bewegung der Kurslinie keine ausgesprochene Tendenz. In der ersten Hälfte des Jahres, Januar bis März und Juli bis September, steht sie etwas höher als gegen Ende November und Dezember. 1899 steigt sie zunächst sehr unbedeutend bis Juli, fällt aber dann sehr rasch bis März und Juli 1900 auf die niedrigsten Punkte unserer Periode. Von hier aus steigt sie sehr steil auf und hält sich Juli 1901 bis Februar 1902, der Differenzlinie entsprechend, auf für Deutschland sehr ungünstigen Graden. Von April 1902 bis Ende 1904 trennt sie sich wesentlich von dem Lauf der Differenzkurse ab; während letztere der neutralen Linie zustrebt, hält sich erstere durchgehend ungewöhnlich hoch, namentlich aber Juli 1902 bis Mai 1903, November 1903 bis Februar 1904, April und August 1904. Während dieser Zeit erreicht sie August, Oktober, November 1902 und April 1903 die höchsten Punkte unserer Periode. Ende 1904 zeigt sich der Lauf der Kurslinie wiederum etwas mehr von dem der Differenzlinie beeinflußt. Jene sinkt September bis Dezember mit dieser wiederum tiefer und steigt mit ihr ganz parallel Februar bis August 1905 höher hinauf. Gleichwohl behält sie bis gegen Schluß der Periode eine gegenüber der Differenzlinie mehr steigende Tendenz bei, die namentlich Februar bis September 1906 und August bis Oktober 1907 zum Ausdrucke gelangt, während etwas tieferen Stand nur die Monate Oktober bis Dezember 1905 und März bis Juli, November und Dezember 1907 und August bis Dezember 1908 aufzuweisen haben.

---

und ab um einen wenn auch geringen Betrag, der durch die höheren Kosten (Versicherung und Zinsverlust) bedingt ist, welche die Versendung der Noten verursachen. Namentlich aber ist die Devisenpolitik der österreichischen Zentralbank auf die Schwankungsmöglichkeit der Wechselkurse und damit auf die Änderung des Parallelismus unserer Linien von Bedeutung.

Albert, Entwicklung des Zinsfußes.

Es ergibt sich also, daß die Gestaltung des österreichischen Diskontsatzes gegenüber dem deutschen am stärksten deprimierend auf letzteren gewirkt haben muß: Dezember 1897, Dezember 1898, namentlich von Dezember 1899 bis September 1900; am stärksten stimulierend: Anfang 1895 bis Mitte 1896 (mutmaßlich), April bis Juni 1897, August 1901 bis Februar 1902, dann von Juli 1902 bis Mai 1903 (dabei besonders stark von August bis November 1902 und April 1903), ferner von November 1903 bis Februar 1904, März und April 1905, April bis Juni 1906, Oktober 1907 und August bis Dezember 1908.

d) Der deutsch-amerikanische Diskontsatz  
und Wechselkurs.

Die deutsch-amerikanische Diskontsatzdifferenz und der deutsch-amerikanische Wechselkurs zeigt folgende Gestaltung (Tabellen 44 und 45 und Diagramm 10).

Der deutsch-amerikanische Diskontsatz bewegt sich im allgemeinen noch weit höher als der österreichische über dem deutschen; daher gestaltet sich die beiderseitige Differenz zu Gunsten des deutschen meist beträchtlich negativ, so namentlich während der Jahre 1895, 1896, 1902 bis Mitte 1904 und 1905 bis 1908; positive Differenzgestaltung haben nur einige Monate der Jahre 1898—1900 aufzuweisen. Leider stehen uns für die ersten Jahre unserer Periode, für 1895 und 1896, nur jährliche Durchschnittsziffern des amerikanischen Diskontsatzes zur Verfügung. Ihnen zufolge sinkt der bereits 1895 erheblich negative Stand der Differenzlinie im Jahre 1896 noch weit tiefer auf die tiefsten negativen Punkte herab, strebt jedoch bereits Ende des zweiten Jahres rasch, zu Anfang 1897 schwächer der positiven Seite zu, die sie Dezember 1897 erreicht. Von da ab fällt die Linie sehr rapid bis Mai 1898 tief in die negative zurück (Ausbruch des spanisch-amerikanischen Krieges), erhebt sich jedoch ebenso rasch von Oktober 1898 bis März 1899 zur positiven. November und Dezember erreicht sie in dieser Richtung die höchsten

Tabelle 44.

Monatliche Durchschnitte  
des Marktdiskontsatzes in Amerika<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	—	—	3,90	4,13	3,38	5,88	4,97
Februar . . .	—	—	3,50 <sup>1)</sup>	3,50	3,19	4,66	3,91
März . . . .	—	—	3,50	4,06	3,72	4,95	3,93
April . . . .	—	—	3,75	5,45	4,20	4,91	3,84
Mai . . . .	—	—	4,00	6,38	3,84	4,22	4,25
Juni . . . .	—	—	3,88	3,98	3,69	3,94	4,20
Juli . . . .	—	—	3,50	3,63	3,55	4,03	4,31
August . . . .	—	—	3,75	3,83	4,19	4,44	4,75
September . .	—	—	4,13	4,41	4,73	4,55	5,00
Oktober . . .	—	—	4,40	4,09	5,63	5,25	5,06
November . . .	—	—	4,38	3,63	5,19	5,34	4,75
Dezember . . .	—	—	3,75	3,63	3,75	4,75	4,75
Jahres- durchschnitt	3,87	5,88	3,87	4,22	4,25	4,74	4,48

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . . .	5,15	5,73	5,46	4,28	5,56	6,25	7,72
Februar . . . .	4,63	4,97	4,75	3,78	4,88	6,06	5,75
März . . . .	4,25	4,94	4,83	3,88	5,10	6,00	5,25
April . . . .	4,78	5,63	4,44	3,93	5,31	6,19	5,75
Mai . . . .	4,70	5,22	3,94	4,06	5,47	5,72	4,08
Juni . . . .	4,63	4,94	3,93	3,94	5,20	5,35	3,81
Juli . . . .	4,72	5,24	3,40	3,83	5,25	5,56	3,50
August . . . .	4,75	5,69	3,72	4,12	5,66	6,00	3,80
September . . .	5,41	6,00	3,81	4,42	6,05	6,63	3,84
Oktober . . . .	5,88	6,00	4,45	4,84	6,56	6,94	4,05
November . . . .	5,81	5,75	4,16	5,04	6,25	7,20	4,13
Dezember . . . .	5,88	5,00	4,40	5,80	6,25	7,44	3,81
Jahres- durchschnitt	5,05	5,51	4,30	4,34	5,63	6,28	4,62

<sup>1)</sup> Von 1895—1996 fehlen monatliche Angaben. Von 1897—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Tabelle 44** (Fortsetzung).

Monatliche Durchschnitte der Differenz  
zwischen dem deutschen und amerikanischen  
Diskontsatze<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	—	—	— 0,63	— 0,95	+ 0,95	— 1,46	— 1,40
Februar . . .	—	—	— 0,92	— 0,91	+ 0,59	— 0,45	— 0,69
März . . . .	—	—	— 0,57	— 1,35	+ 0,56	+ 0,26	— 0,14
April . . . .	—	—	— 1,27	— 2,38	— 0,47	— 0,48	— 0,47
Mai . . . .	—	—	— 1,64	— 3,15	— 0,21	+ 0,34	— 1,06
Juni . . . .	—	—	— 1,21	— 0,41	+ 0,26	+ 0,92	— 1,00
Juli . . . .	—	—	— 1,12	— 0,43	+ 0,20	+ 0,03	— 1,50
August . . . .	—	—	— 1,19	— 0,62	+ 0,23	— 0,41	— 2,49
September . .	—	—	— 0,81	— 0,77	+ 0,12	— 0,14	— 2,32
Oktober . . .	—	—	— 0,52	— 0,07	— 0,57	— 1,22	— 2,23
November . . .	—	—	— 0,24	+ 1,27	+ 0,46	— 1,18	— 1,91
Dezember . . .	—	—	+ 0,71	+ 1,63	+ 0,22	— 0,26	— 1,79
Jahres- durchschnitt	— 1,86	— 2,80	— 0,78	— 0,68	+ 0,17	— 0,32	— 1,42

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	— 3,04	— 3,47	— 2,88	— 1,72	— 1,75	— 1,36	— 2,74
Februar . . .	— 2,78	— 3,07	— 1,98	— 1,85	— 1,53	— 1,40	— 1,27
März . . . .	— 2,46	— 2,25	— 1,39	— 1,66	— 1,08	— 0,60	— 0,76
April . . . .	— 3,13	— 3,02	— 1,61	— 2,02	— 1,87	— 1,50	— 1,64
Mai . . . .	— 2,72	— 2,13	— 0,84	— 1,76	— 2,08	— 1,28	— 0,17
Juni . . . .	— 2,46	— 1,65	+ 0,05	— 1,60	— 1,52	— 0,68	— 0,48
Juli . . . .	— 3,13	— 2,28	— 0,80	— 1,71	— 1,76	— 1,11	— 0,74
August . . . .	— 3,02	— 2,39	— 1,10	— 1,89	— 2,23	— 1,39	— 0,98
September . .	— 3,27	— 2,32	— 0,72	— 1,43	— 1,82	— 1,56	— 0,70
Oktober . . .	— 3,15	— 2,68	— 0,76	— 0,84	— 1,73	— 2,04	— 1,26
November . . .	— 2,70	— 2,29	— 0,17	— 0,42	— 0,98	— 0,59	— 1,59
Dezember . . .	— 2,50	— 1,46	— 0,46	— 0,81	— 0,67	— 0,41	— 0,89
Jahres- durchschnitt	— 2,85	— 2,53	— 1,15	— 1,48	— 1,59	— 1,16	— 1,10

<sup>1)</sup> + = der deutsche Diskontsatz ist höher als der amerikanische.

— = der deutsche Diskontsatz ist niedriger als der amerikanische.

**Tabelle 45.**

Monatliche Durchschnitte  
des deutsch-amerikanischen Wechselkurses<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	417,00	417,02	418,10	420,02	420,73	420,19	419,00
Februar . . .	418,60	418,58	418,98	420,77	419,44	420,30	419,31
März . . .	417,92	418,67	418,66	422,73	419,69	420,96	418,64
April . . .	417,75	417,77	417,71	423,44	419,25	419,96	417,60
Mai . . .	418,60	417,55	418,03	421,63	418,68	419,50	418,05
Juni . . .	417,05	417,29	417,77	419,55	418,25	419,02	417,44
Juli . . .	416,66	417,15	417,48	419,50	419,06	419,35	417,90
August . . .	416,71	418,14	418,67	419,98	420,44	419,65	418,73
September . .	416,78	419,81	419,39	420,89	420,43	419,59	420,14
Oktober . . .	417,89	419,35	419,42	421,11	419,65	421,65	418,64
November . .	417,69	418,60	419,18	420,62	419,71	420,15	418,46
Dezember . .	416,90	417,56	419,02	420,71	420,15	420,08	418,44
Jahres- durchschnitt	417,46	418,12	418,53	420,91	419,62	420,03	418,53

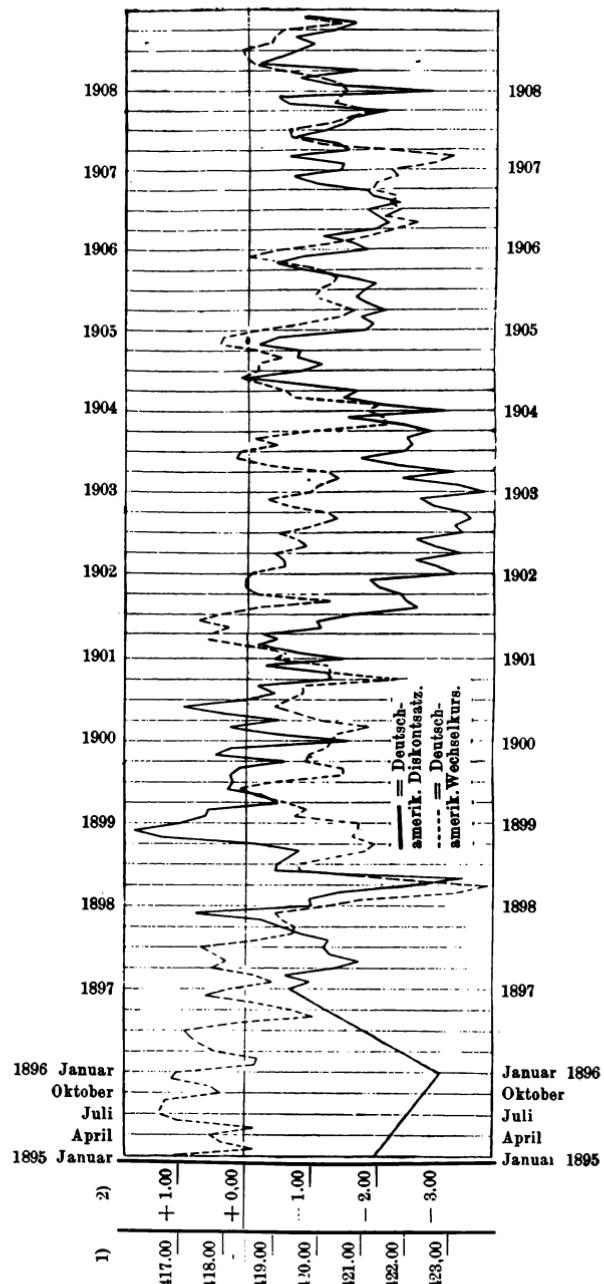
(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	418,52	419,71	420,94	418,62	419,06	421,42	420,50
Februar . . .	419,23	419,92	421,20	419,56	420,19	422,31	420,37
März . . .	419,18	420,29	419,39	420,35	420,93	422,75	419,98
April . . .	418,96	420,12	419,21	420,67	421,54	421,27	419,17
Mai . . .	419,68	418,85	418,79	420,25	421,98	419,92	418,60
Juni . . .	419,48	418,15	418,29	419,81	421,27	419,33	418,40
Juli . . .	419,13	418,23	418,64	419,92	421,63	419,29	418,31
August . . .	419,73	419,04	418,65	420,18	421,40	420,13	418,94
September . .	420,31	418,56	419,12	420,27	421,56	420,56	418,98
Oktober . . .	420,10	419,76	418,60	419,85	421,02	421,02	419,18
November . .	419,32	421,58	417,81	419,19	421,10	420,21	420,38
Dezember . .	418,82	421,55	417,89	418,42	421,54	420,33	419,70
Jahres- durchschnitt	419,37	419,65	419,04	419,76	421,10	420,71	419,38

<sup>1)</sup> 100 \$ vista auf New-York. Von 1895—1897 aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. Von 1898—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

## Diagramm 10.

Deutsch-amerikanischer Diskontsatz und Wechselkurs.



<sup>1)</sup> Skala des Wechselkurses, — <sup>2)</sup> Skala der Diskontdifferenz.

Punkte der Periode. Von März 1899 bis März 1901 hält sie sich, mit einigen kleineren Schwankungen nach den entgegengesetzten Seiten, um die neutrale Linie; während dieser Zeit ist sie Juli bis September, November und Dezember 1899 und Juni 1900 am stärksten positiv; Oktober 1899, Januar, November, Oktober 1900 und Januar 1901 am stärksten negativ. Von März 1901 fällt die Kurve für längere Zeit tief in die negative Seite hinein und bewegt sich während des ganzen Jahres 1902 auf den tiefsten negativen Punkten unserer Periode. Erst während des Jahres 1903 und Anfang 1904 lenkt sie allmählich nach der positiven Seite zurück. Juni 1904 erreicht sie ganz kurz die neutrale Linie, sinkt aber sofort wieder tiefer in die negative zurück. Von August 1904 bis Ende 1907 hält sie sich, wenn auch schwankend, ziemlich gleichmäßig stark negativ. Die tiefsten Spitzen erreicht sie Januar bis August 1905, Januar bis Juli 1906, Oktober 1907 und Januar 1908; die der neutralen Linie nächst liegenden Punkte fallen in die Monate November 1904, Oktober bis Dezember 1905, November, Dezember 1906, März, Juni, November und Dezember 1907 und Juni 1908.

Der enge Parallelismus zwischen Diskontsatzdifferenz- und Wechselkurslinie, den wir bei allen anderen Ländern in der Hauptsache feststellen konnten, erleidet bei Amerika die stärkste Modifikation<sup>1)</sup>. Gleich von Anfang der Periode gehen die beiden Kurven völlig auseinander. Während die Differenzlinie 1895 bereits tief, 1896 dagegen die tiefsten

<sup>1)</sup> Unser dargestellter Wechselkurs auf Amerika ist zwar der Sichtkurs, doch gerade Amerika gegenüber erleidet die Theorie von der nationalen und daher auch internationalen Wechselkreditarbitrage wesentliche Einschränkung. Infolge des großen Zeit- und daher Diskontverlustes bei Versendung von Sichtwechseln oder infolge der größeren Kosten bei telegraphischen Anweisungen folgt der Laufkurs dem Sichtkurse von Wechseln auf Amerika in Deutschland nur in einem Verhältnis, das in ziemlich weiten Grenzen über oder unter den amerikanischen Diskontsatz hinausschlagen kann. Dies gibt sich auch schon in den betreffenden Bestimmungen und Usancen der Berliner Börse kund. Der Nach-Sicht-, der Laufwechsel, wird zum

negativen Punkte unserer Periode erreicht, hält sich der Wechselkurs bis gegen Ende 1897 ganz außerordentlich niedrig, sogar teilweise auf dem niedrigsten Punkte der Periode. Diese Erscheinung erklärt sich als Folge der Unsicherheit der amerikanischen Währungsverhältnisse angesichts des seit etwa dem Jahre 1890 mit äußerster Erbitterung geführten Kampfes um die Einführung der Silberwährung. Für diese Zeit müssen wir daher darauf verzichten, in dem Stande des Wechselkurses einen Maßstab für die deutsch-amerikanische Kapitalwanderung zu finden; doch läßt sich auch hier vermuten, daß bei dem stark negativen Stand der Differenzlinie der Kapitalstrom zwischen den beiden Ländern gegen Amerika gerichtet war und auf den deutschen Diskontsatz eine nicht unerhebliche stimulierende Wirkung ausgeübt haben mag. Von Oktober 1897 ab hält sich die Kurslinie wieder enger an die Differenzlinie; sie steigt mit dieser Anfang 1898 bis April 1898 ganz gewaltig an auf den höchsten Punkt unserer Periode, um ebenso rasch und stark bis Juni und Juli des gleichen Jahres wieder abwärts zu sinken. Von September 1898 bis März 1899 trennt sich die Kurslinie von neuem von dem Lauf der Differenzlinie, die während der gleichen Monate den positiven Höchstpunkten zueilt, und hält sich ziemlich hoch. Erst von April 1899 ab bis März 1900 bewegt sie sich wieder der Differenzlinie entsprechend. Sie sinkt bis Juni 1899 zunächst etwas, steigt Anfang 1900 höher, sinkt wieder bis Juni 1900, um Oktober 1900 wieder hoch hinaufzuschnellen. Bis April 1901 sinkt die Kurslinie sehr tief hinab und trennt von Anfang 1901 bis Ende 1903 ihren Lauf sehr wesentlich von der Differenzlinie; sie hält sich während dieser Zeit sehr tief, obwohl letztere sehr tiefe negative Punkte streift. Die tiefsten Spitzen der Kurslinie während dieser Zeit fallen in die Monate April bis Juli 1901, Oktober

Kurse vom Sichtwechsel gehandelt, für die Laufzeit aber wird immer der gleiche Satz, 4%, abgezogen. Infolge dieser großen Abschwächung der nationalen ist auch unsere internationale Kreditarbitrage und daher wieder unser Parallelismus wesentlich eingeschränkt.

1901 bis Januar 1902, Dezember 1902, Mai bis September 1903; die höchsten in die Monate September 1901, September, Oktober 1902, März, April, 1903. Von September 1903 ab steigt sie bedeutend höher wieder dem Lauf der Differenzlinie entgegen und hält sich bis zum Schluß der Periode in deren ziemlich enger Abhängigkeit. Der höchste Kursstand dieser Zeit fällt in die Monate November 1903 bis Februar 1904, April 1905, März 1906 bis April 1907 und Oktober 1907; der niedrigste in die Monate Mai 1904 bis Januar 1905, Dezember 1905, Juni, Juli 1907 und besonders April bis August 1908.

So muß also der amerikanische Diskontsatz auf den deutschen am stärksten erniedrigend gewirkt haben: Juni 1899, April bis Juli 1901, Oktober 1901 bis Januar 1902, Juni und Juli 1903, Mai 1904, Oktober 1904 bis Januar 1905, Dezember 1905 und endlich Juni und Juli 1908; am stärksten erhöhend: während des Jahres 1896 (mutmaßlich), ganz besonders Februar bis Mai 1898, ferner November und Dezember 1903, April, Mai 1906 und besonders wieder Februar und März 1907.

#### e) Der deutsch-russische Diskontsatz und Wechselkurs.

Die deutsch-russische Diskontsatzdifferenz und der deutsch-russische Wechselkurs endlich gestaltete sich folgendermaßen (Tabellen 46 und 47 und Diagramm 11).

Der russische Diskontsatz war während der ganzen Periode (mit Ausnahme von Dezember 1907) stets höher als der deutsche, daher verläuft die Differenzkurve stets bezüglich Deutschlands negativ. Für die beiden ersten Jahre müssen wir uns mit den jährlichen Durchschnittsangaben der Diskontsatzdifferenz begnügen, da monatliche Angaben des russischen Satzes für diese Zeit fehlen. Die Diskontsatzdifferenz war am stärksten negativ: während des Jahres 1895, Anfang 1897, Anfang 1899, Anfang und Mitte 1901, Anfang und Mitte 1902, Februar 1903, April bis

Tabelle 46.

Monatliche Durchschnitte  
des Marktdiskontsatzes in Rußland<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	—	—	5,75	5,00	6,84	7,11	7,00
Februar . . .	—	—	5,75	5,00	6,75	6,50	6,79
März . . . .	—	—	5,75	4,94	6,85	6,50	6,50
April . . . .	—	—	5,50	4,75	6,77	6,50	6,49
Mai . . . .	—	—	5,50	5,01	6,75	6,50	6,25
Juni . . . .	—	—	5,36	5,02	6,75	6,50	6,25
Juli . . . .	—	—	4,66	4,74	6,75	6,50	6,25
August . . . .	—	—	4,57	4,18	6,75	6,50	6,25
September . .	—	—	4,99	4,23	6,81	6,59	6,25
Oktober . . .	—	—	5,00	4,90	7,00	7,00	6,25
November . .	—	—	5,00	5,69	7,00	7,00	6,25
Dezember . .	—	—	5,00	6,07	7,19	7,00	6,25
Jahres- durchschnitt	—	—	5,24	4,96	6,85	6,68	6,39

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . . .	6,14	5,75	5,75	6,75	8,03	8,25	8,24
Februar . . . .	5,83	5,75	6,04	6,75	8,50	7,56	7,50
März . . . .	5,50	5,75	6,75	6,67	8,50	7,25	6,26
April . . . .	5,50	5,75	6,75	5,75	8,38	7,17	7,00
Mai . . . .	5,50	5,75	6,75	5,75	7,86	6,75	6,50
Juni . . . .	5,50	5,75	6,75	5,75	7,45	7,25	6,00
Juli . . . .	5,50	5,75	6,75	5,75	7,25	7,45	6,00
August . . . .	5,50	5,75	6,75	5,75	7,25	7,78	6,00
September . .	5,50	5,75	6,75	5,93	7,58	8,18	6,00
Oktober . . .	5,50	5,75	6,75	6,31	8,42	8,25	6,00
November . .	5,54	5,75	6,75	6,74	8,75	8,45	6,00
Dezember . .	5,75	5,75	6,75	7,62	8,75	7,00	6,00
Jahres- durchschnitt	5,60	5,75	6,61	6,29	8,04	7,71	6,54

<sup>1)</sup> Von 1895—1896 fehlen monatliche Angaben. Von 1897—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

**Tabelle 46 (Fortsetzung).**

Monatliche Durchschnitte der Differenz  
zwischen dem deutschen und russischen  
Diskontsatze<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	—	—	— 2,48	— 1,82	— 2,51	— 2,69	— 3,43
Februar . . .	—	—	— 3,17	— 2,41	— 2,97	— 2,29	— 3,57
März . . . .	—	—	— 2,82	— 2,23	— 2,57	— 1,29	— 2,71
April . . . .	—	—	— 3,02	— 1,68	— 3,04	— 2,07	— 3,12
Mai . . . .	—	—	— 3,14	— 1,78	— 3,12	— 1,94	— 3,06
Juni . . . .	—	—	— 2,69	— 1,45	— 2,80	— 1,64	— 3,05
Juli . . . .	—	—	— 2,28	— 1,54	— 3,00	— 2,44	— 3,44
August . . . .	—	—	— 2,01	— 0,92	— 2,33	— 2,47	— 3,99
September . .	—	—	— 1,67	— 0,59	— 1,96	— 2,18	— 3,57
Oktober . . .	—	—	— 1,12	— 0,88	— 1,94	— 2,97	— 3,42
November . . .	—	—	— 0,86	— 0,79	— 1,45	— 2,84	— 3,41
Dezember . . .	—	—	— 0,54	— 0,81	— 1,22	— 2,51	— 3,29
Jahres- durchschnitt	— 3,61	— 2,99	— 2,15	— 1,41	— 2,40	— 2,27	— 3,33

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	— 4,03	— 2,49	— 3,17	— 4,19	— 4,22	— 3,36	— 3,26
Februar . . .	— 3,98	— 3,85	— 3,27	— 4,82	— 5,15	— 2,90	— 3,02
März . . . .	— 3,71	— 3,06	— 3,31	— 4,45	— 4,48	— 1,85	— 1,77
April . . . .	— 3,85	— 3,14	— 3,92	— 3,84	— 4,94	— 2,48	— 2,89
Mai . . . .	— 3,52	— 2,66	— 3,65	— 3,45	— 4,47	— 2,31	— 2,59
Juni . . . .	— 3,33	— 2,46	— 3,77	— 3,41	— 3,77	— 2,48	— 2,67
Juli . . . .	— 3,91	— 2,79	— 4,15	— 3,63	— 3,76	— 3,00	— 3,24
August . . . .	— 3,77	— 2,45	— 4,13	— 3,52	— 3,82	— 3,17	— 3,18
September . .	— 3,36	— 2,07	— 3,66	— 2,99	— 3,35	— 3,11	— 2,86
Oktober . . .	— 2,73	— 2,43	— 3,06	— 2,31	— 3,59	— 3,35	— 3,21
November . . .	— 2,43	— 2,29	— 2,76	— 1,52	— 3,48	— 2,34	— 3,46
Dezember . . .	— 2,37	— 2,21	— 2,81	— 2,63	— 3,17	+ 0,03	— 3,08
Jahres- durchschnitt	— 3,41	— 2,74	— 3,47	— 3,44	— 4,00	— 2,59	— 3,02

<sup>1)</sup> + = der deutsche Diskontsatz ist höher als der russische.  
— = der deutsche Diskontsatz ist niedriger als der russische.

Tabelle 47.

Monatliche Durchschnitte  
des deutsch-russischen Wechselkurses<sup>1).</sup>

Im Monat	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	219,62	217,35	216,63	216,64	216,44	216,30	216,26
Februar . . .	219,54	217,48	216,55	216,63	216,34	216,49	216,25
März . . . .	219,22	217,06	216,37	216,84	216,21	216,11	216,09
April . . . .	219,35	216,38	216,54	216,53	216,18	216,12	216,05
Mai . . . .	220,29	216,79	216,71	217,22	216,62	216,27	216,26
Juni . . . .	220,15	216,51	216,52	216,41	216,52	216,06	216,09
Juli . . . .	219,21	216,19	216,15	216,11	216,06	216,03	216,00
August . . . .	219,49	216,58	217,04	216,31	216,30	216,30	216,29
September . .	219,89	217,54	217,24	216,65	216,45	216,32	216,23
Oktober . . .	220,94	217,40	216,74	216,59	216,63	216,42	216,43
November . . .	220,32	217,43	217,25	216,66	216,48	216,58	216,46
Dezember . . .	218,65	216,65	216,60	216,18	216,22	216,36	216,19
Jahres- durchschnitt	219,72	216,95	216,70	216,48	216,37	216,28	216,22

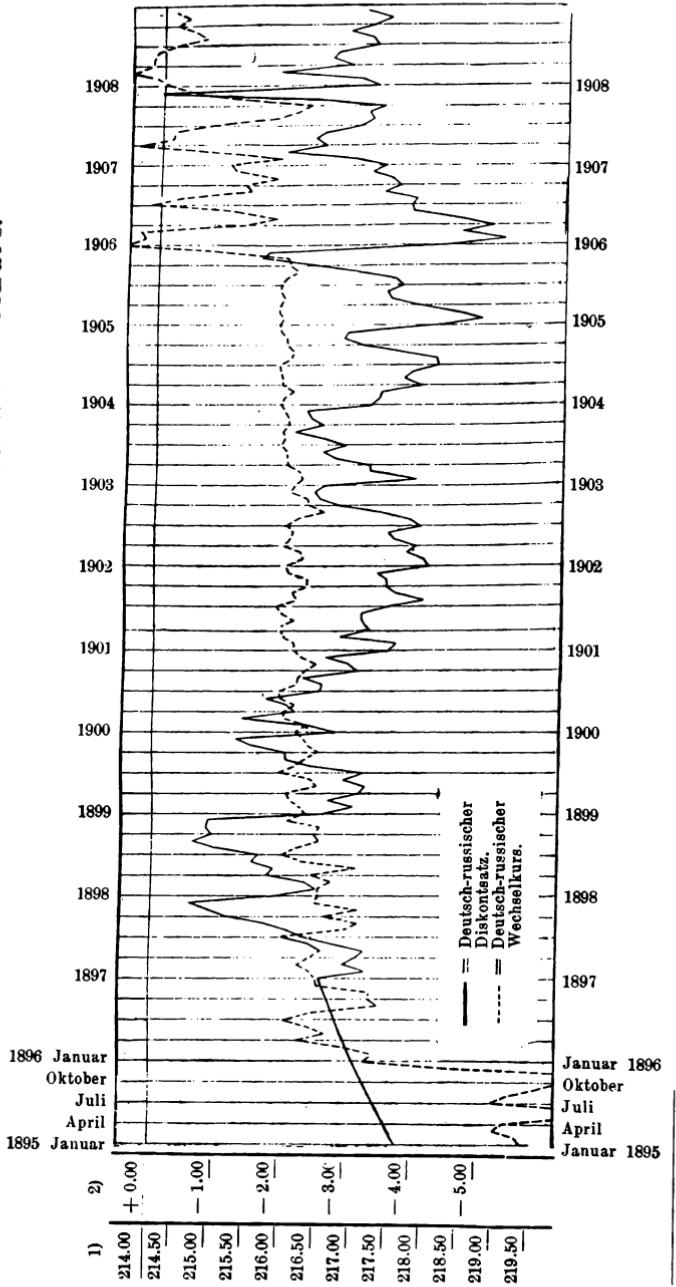
(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . . .	216,13	216,23	216,03	216,01	213,68	215,24	214,28
Februar . . . .	216,39	216,35	216,07	216,06	213,99	215,52	214,10
März . . . .	216,37	216,31	216,21	216,00	213,80	214,95	213,74
April . . . .	216,10	216,13	216,06	216,01	215,48	213,84	214,01
Mai . . . .	216,20	216,12	216,05	216,06	215,95	214,35	214,02
Juni . . . .	216,23	216,11	216,02	216,01	215,32	214,38	214,08
Juli . . . .	216,16	216,04	216,01	216,01	214,05	214,93	214,45
August . . . .	216,31	216,09	216,18	216,09	214,51	215,93	214,85
September . . .	216,70	216,06	216,21	216,28	215,56	216,23	214,66
Oktober . . . .	216,47	216,14	216,13	216,15	215,47	216,45	214,40
November . . . .	216,45	216,13	216,12	216,12	215,95	215,36	214,59
Dezember . . . .	216,18	216,10	216,03	215,08	215,31	214,63	214,38
Jahres- durchschnitt	216,31	216,15	216,09	215,99	214,92	215,15	214,30

<sup>1)</sup> 100 Rubel-Noten auf St. Petersburg. Von 1895—1897 aus „Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich“. Von 1898—1908 aus J. Conrad, „Volkswirtschaftliche Chronik“.

Diagramm 11.

Deutsch-russischer Diskontsatz und Wechselkurs.



1) Skala des Wechselkurses. — 2) Skala der Diskontdifferenz.

August 1904 (Ausbruch des russisch-japanischen Krieges), dann ganz besonders Januar bis März 1905 und Januar bis Mai 1906; am schwächsten negativ: Oktober bis Dezember 1897, August bis Dezember 1898, November und Dezember 1899, März 1900, November 1905, sogar positiv Dezember 1907 und endlich wieder schwach negativ März 1908.

Der deutsch-russische Wechselkurs ist als Maßstab für die deutsch-russische Kapitalwanderung nicht brauchbar, da er durch staatliche Intervention während des größten Teils unserer Periode auf nahezu einen festen Punkt stabilisiert war. Wenn der deutsche Kapitalist der russischen Währung sein volles Vertrauen geschenkt hätte, so hätte während dieser Zeit der russische Diskontsatz nur sehr wenig von dem deutschen differieren dürfen. Bei dem bezüglich Deutschlands vielfach ganz außerordentlich stark negativen Differenzstand ist jedoch trotzdem anzunehmen, daß deutsches Kapital sich Rußland gegenüber nicht ganz passiv verhalten hat. So mag sehr wahrscheinlich der deutsche Diskontsatz nicht unwesentlich erhöht worden sein: namentlich während des Jahres 1895 und ganz besonders Februar, März 1905 und Februar und April 1906; wenn während unserer Periode eine Kapitalwanderung von Rußland nach Deutschland stattgefunden hat und erniedrigend auf den deutschen Satz gewirkt hat, so kann es nur in den Monaten Oktober bis Dezember 1897, August bis Dezember 1898, November und Dezember 1899, Dezember 1907 und März 1908 gewesen sein.

#### **IV. Der gesamte tatsächliche Einfluß der ausländischen Diskontsätze auf den deutschen.**

Wenn wir nun den Einfluß der verschiedenen ausländischen Diskontsätze auf den deutschen in seiner Gesamtheit überblicken, so bemerken wir, daß die stärksten Kapitalströmungen, wie wir sie mit Hilfe der Wechselkurse zwischen Deutschland einerseits und den wichtigsten Fremdländern andererseits einzeln festgestellt haben, für die verschiedenen Länder meist gleichzeitig und bezüglich Deutsch-

lands nach der gleichen Richtung hin wirkend verlaufen sind<sup>1)</sup>). Die Folge dieser Tatsache muß natürlich an der Gestaltung des deutschen Diskontsatzes in Erscheinung treten.

Es ergibt sich, daß sich die Diskontsatzlinie der ausländischen Kapitalfluktuation, wie sie in unseren Wechselkursen in Erscheinung tritt, sehr schmiegsam anpaßt. So ist die rasche Aufwärtsbewegung unserer Kurve während des Jahres 1895 jedenfalls stark durch österreichisches und russisches, von Anfang bis gegen Ende 1896 durch amerikanisches Kapitalbedürfnis begünstigt worden. Der rasche Fall der Diskontsatzlinie gegen Ende 1896 und der lange Tiefstand 1897 ist auf Rechnung Rußlands, Österreichs, besonders aber Englands und Frankreichs zu setzen. Nur Österreich hat von Februar bis Mai eine allerdings wenig in Erscheinung tretende Gegenwirkung ausgeübt. Der jähre Sturz des englischen und amerikanischen Wechselkurses von Februar bis Mai 1898 zog dann wieder eine neue Aufwärtsbewegung nach sich, die jedoch gegen Ende des Jahres und ebenso gegen Mitte des folgenden durch Kapitalzufluß aus den verschiedenen Ländern, so Mitte 1898 aus England, Mitte und Ende 1898 aus Frankreich, Mitte 1899 aus Österreich und Amerika, jeweils nur für kurze Zeit abwärts gerichtet wurde. Der neue kurz anhaltende Niedergang der Diskontsatzlinie gegen Ende 1899 scheint seitens Österreichs begünstigt worden zu sein, während der neue Aufstieg zu Anfang und Mitte 1900 dem Einflusse des französischen und englischen Geldmarktes mit zuzuschreiben ist. Der französische Geldmarkt zog Kapital vom deutschen Markte noch während der ganzen zweiten Hälfte des Jahres 1900 bis Januar 1901 an sich, trotzdem konnte dies den gewaltigen Sturz des Diskontsatzes von Mitte 1900 ab nicht aufhalten; ebensowenig ist dessen Tiefstand bis Anfang 1902 durch die Kapitaleinwanderung aus Amerika von April bis Juli 1901 und aus England und Frankreich Mitte 1901 veranlaßt. Wohl aber mögen diese zwei verschieden ge-

---

<sup>1)</sup> Diese Erscheinung erklärt sich als Wirkung der internationalen Wechselkursarbitrage.

richteten Kapitalströmungen dazu beigetragen haben, einmal den Sturz zu verlangsamten und ferner die Depression zu verstärken. Der große neue Aufstieg des Diskontsatzes nach Überwindung der deutschen Wirtschaftskrise zu Anfang 1902 war wesentlich begünstigt durch den reichen Kapitalabfluß, der bis zur Mitte des Jahres 1903 nach den verschiedenen Ländern stattgefunden hat; so nach England im Mai und August 1902 und Februar bis April 1903, so namentlich nach Frankreich Januar bis April 1903 und nach Österreich von Juli 1902 bis Mai 1903. Der gleich darauf einsetzende Rückfluß von Kapital aus England, Frankreich und Amerika von Mitte bis Ende 1903 tritt auch in einem gleichzeitigen Sinken des Satzes in Erscheinung. Neuer Kapitalabfluß zu Ende 1903 und Anfang 1904 nach England, Frankreich, Österreich und Amerika hebt von neuem jedoch nur für kurze Zeit die Kurve, da bereits Mai 1904 Amerika, Mitte 1904 Frankreich, als Geldgeber auf dem deutschen Markte auftreten und den Satz bis Mitte 1904 herabdrücken. Sobald aber dieser ausländische Einfluß aufhört, schnellt der Satz Anfang der zweiten Hälfte des Jahres 1904 in die Höhe, muß sich jedoch noch von Ende des Jahres bis in den Anfang 1905 hinein der wiederum wirksam werdenden Kapitalmacht, namentlich Englands im Dezember 1904 und Frankreichs von Oktober 1904 bis Januar 1905, beugen. Von Anfang 1905 bis gegen Ende unserer Periode war auf dem internationalen Kapitalmarkt meist Deutschland Kapitalgeber; so vor allen Dingen von Februar bis Mitte 1905: England, Frankreich, Österreich und Rußland gegenüber, so ferner von Anfang bis Mitte 1906: England, Frankreich, Österreich, Amerika und Rußland gegenüber, so November 1906 bis April 1907: England, und Anfang 1907 Amerika gegenüber. Demgemäß zeigt auch der Diskontsatz während dieser ganzen Zeit stark steigende Neigung. Die nur ver einzelten Gegenströmungen seitens Englands im Dezember 1905, seitens Amerikas Dezember 1906 und seitens Rußlands Dezember 1907 vermögen natürlich dagegen nur wenig auszu-

richten. Erst von Anfang bis Mitte 1908 setzt ein starker Kapitalrückfluß aus fast allen Ländern ein, der die sinkende Tendenz des deutschen Diskontsatzes nach Überwindung der zweiten Wirtschaftskrise unserer Periode außerordentlich beschleunigt. Ende 1908 jedoch macht sich wieder eine gegenteilige Kapitalströmung bemerkbar.

Dies der Einfluß der internationalen Zinsfußgestaltung auf den deutschen. Es verdient zum Schlusse betont zu werden, daß dieser Einfluß, wie wir ihn eben verfolgt haben, keine auf die absolute Höhe des Zinsfußes entscheidende Wirkung ausgeübt hat, sondern daß die allgemeine Tendenz der Zinsfußbewegung durch die Gestaltung der Gewinnquote, wie wir sie im vorhergehenden Abschnitte festzustellen versucht haben, vorgezeichnet war, und daß die ausländischen Geldmärkte dieses gegebene Zinsfußniveau lediglich wellenförmig affizieren konnten.

---

## Drittes Kapitel. Die Elastizität des Geldumlaufs.

### A. Giro- und Scheckverkehr.

In unserer theoretischen Betrachtung über die Ursachen der Entwicklung des Zinsfußes führten wir aus, daß der Zinsfuß endlich auch bezüglich seiner Höhe und Stabilität von dem Grade der Elastizität des Geldumlaufs beeinflußt werden kann, und daß dieser Einfluß einmal von der Entwicklung des Giro- und Scheckverkehrs, ganz besonders aber von der Verfassung und Verwaltungspolitik der Notenbanken abhängig ist.

Die Giro- und Scheckguthaben der Bankkunden sind ihrer ursprünglichen Natur nach nicht als Kapital (Geldleihkapital) zu betrachten, da sie einmal seitens der Kunden nur zur Erleichterung ihres Zahlungsverkehrs, also nicht zu kapitalistischen, sondern, an und für sich unproduktiv, zu zirkulatorischen Zwecken bestimmt sind, und da ferner seitens der Banken nicht unbedingt über sie verfügt werden kann. Nun ist es aber gerade die Eigentümlichkeit des Giro- und Scheckverkehrs geworden, daß die zirkulatorische Funktion der Guthaben bis zu einem gewissen Grade ausgeübt werden kann, ohne daß die Banken die Verfügung über die Guthaben einbüßen; daher brauchen die Giro- und Scheckguthaben nicht in ihrer Gesamthöhe in Deckungsmitteln (in bar, d. h. staatlichen Tauschmitteln schlechthin) unproduktiv bereit gehalten zu werden, sondern nur soweit, als es erfahrungsgemäß zur Befriedigung der Auszahlungsansprüche der Kunden in Deckungsmitteln erforderlich ist;

der andere Teil der Guthaben wird von den Banken meist im Leihgeschäft gewinnbringend angelegt, erscheint also als Geldkapitalangebot auf dem Leihmarkte. Auf diese Weise werden an und für sich unproduktive Geldguthaben durch den Giro- und Scheckverkehr kapitalisiert. Die Kapitalisation wiederum, die so der Zirkulationsfunktion des Geldes abgerungen wird, muß erniedrigend auf den Stand des Zinsfußes wirken und zwar um so mehr, jemehr mit der Entwicklung des Giro- und Scheckverkehrs die Guthaben kapitalistisch ausgenützt werden, d. h. einmal, je zahlreicher und allgemeiner die Zahl der Girokonten und ferner, je größer im Verhältnis zu der Höhe der einzelnen Guthaben die Giro- und Scheckumsätze der einzelnen Konten werden.

Wie sich die Entwicklung des Giro- und Scheckverkehrs in Deutschland während unserer Periode im allgemeinen gestaltet hat, läßt sich zahlenmäßig nicht nachweisen; einen gewissen Fingerzeig für diese Bewegung vermag uns aber die spezielle Entwicklung des Giro- und Scheckverkehrs der Reichsbank zu geben (Tabelle 48).

Demnach hat die Zahl der Konten von Jahr zu Jahr ununterbrochen zugenommen und zwar am stärksten dem Grad nach abwärts in den Jahren 1901, 1905, 1902, 1904, 1903 und 1906, dem Grad nach aufwärts in den Jahren 1896, 1907, 1900, 1897, 1898, 1899 und 1895.

Der Zahl der Konten gegenüber hat sich die Höhe der durchschnittlichen Guthaben nicht parallel gestaltet.

Die Gesamtguthaben zeigen dem Grad nach abwärts eine Zunahme in den Jahren 1905, 1895, 1901, 1898, 1902, 1904, 1899, 1907 und 1900, eine Abnahme in den Jahren 1903, 1897, 1896 und 1906. Die durchschnittliche Höhe des Guthabens pro Konto hat daher fast stetig abgenommen und zwar am stärksten dem Grad nach abwärts in den Jahren 1897, 1903, 1896, 1906, 1900, 1902, 1899 und 1907; zugenommen nur schwach und zwar dem Grad nach abwärts in den Jahren 1905, 1895, 1898, 1901 und 1904.

**Tabelle 48.**
**Gesamtresultate im Giroverkehr der Reichsbank  
(Giroverkehr der Privaten) von 1894—1907<sup>1)</sup>.**

Im Jahre	Zahl der Konten am Ende des Jahres	Höhe der Guthaben im Jahresdurchschnitt in 1000 $\mathcal{M}$	Gesamtumsätze in 1000 000 $\mathcal{M}$	Durchschnittliche Höhe des Guthabens pro Konto in $\mathcal{M}$	Durchschnittliche Höhe des Umsatzes pro Konto in 1000 $\mathcal{M}$	Auf je 1 $\mathcal{M}$ durchschnittl. Guthabens kommen Gesamtumsätze in $\mathcal{M}$	Auf je 1 $\mathcal{M}$ durchschn. Guthabensd. Kontenzahl kommen durchschn. Umsätze in 1000 $\mathcal{M}$
1894	10 794	308 667	84 449	28 596	7 823	274	29 592
1895	11 498	342 324	93 698	29 772	8 149	274	31 510
1896	11 787	320 248	98 249	27 170	8 335	307	36 226
1897	12 927	297 798	103 902	24 158	8 428	349	42 927
1898	12 918	319 320	120 828	24 719	9 353	378	48 762
1899	13 536	330 042	131 501	24 383	9 714	399	58 865
1900	14 085	333 676	135 159	23 690	9 596	405	56 700
1901	15 019	359 605	136 288	23 943	9 074	379	56 850
1902	15 794	372 498	135 468	23 585	8 577	364	57 148
1903	16 563	341 261	141 543	20 604	8 545	415	58 890
1904	17 838	359 319	153 833	20 724	8 872	428	74 044
1905	18 257	402 886	178 572	22 067	9 781	443	80 869
1906	18 966	393 756	194 432	20 761	10 251	494	93 860
1907	19 374	401 184	207 179	20 707	10 698	516	100 104

Die Umsätze der Girokonten haben sich im allgemeinen in umgekehrter Richtung, wie deren Höhe, entwickelt.

Die Gesamtumsätze zeigen fast ununterbrochene Zunahmen und zwar die stärksten dem Grad nach abwärts in den Jahren 1905, 1898, 1906, 1907, 1899, 1904 und 1895, eine Abnahme nur in dem Jahre 1902, die schwächsten Zunahmen dem Grade nach abwärts in den Jahren 1901, 1900, 1896, 1897 und 1903.

Noch reiner tritt der Gegensatz zwischen der Entwicklung der Höhe der einzelnen Guthaben und deren Umsatz in der Gestaltung der durchschnittlichen Höhe des Umsatzes pro Konto in Erscheinung. Diese hat dem Grad nach abwärts zugenommen in den Jahren 1898, 1905, 1906, 1907, 1899, 1904, 1895, 1896 und 1897, abgenommen nur in den Jahren 1901, 1902, 1900 und 1903.

Da nun die Elastizität des Geldumlaufs seitens des Giro- und Scheckverkehrs einmal mit zu Gunsten

<sup>1)</sup> Aus „Bankenquête 1908“.

der Umsätze zunehmendem Verhältnis zwischen Höhe und Umsätzen der einzelnen Konten, d. h. mit den auf je 1 M durchschnittlichen Guthabens berechneten Gesamtsätzen, ferner aber auch bei zunehmender Zahl der Girokonten zunimmt, so wird sich die Entwicklung der Elastizität des Giro- und Scheckverkehrs am deutlichsten in den Produkten aus jenen Quotienten und der jeweiligen Kontenzahl, d. h. in den auf je 1 M durchschnittlichen Guthabens der Kontenzahl berechneten Gesamtumsätzen, wiederspiegeln.

Aus diesen Ziffern ergibt sich also, daß die Elastizität des Giro- und Scheckverkehrs von Jahr zu Jahr zugenommen hat, und zwar am stärksten dem Grade nach abwärts in den Jahren 1906, 1903, 1905, 1897, 1907, 1898, 1904, 1899, 1896, 1900, 1895, 1902 und 1901.

Wenn wir, wohl berechtigter Weise, annehmen, daß die Entwicklung, wie wir sie an diesem speziellen Beispiel bezüglich der Reichsbank verfolgt haben, auch allgemein sich vollzogen hat, so läßt sich daraus schließen, daß deren allgemeiner abschwächender Einfluß auf die Zinsfußhöhe nicht unbedeutend namentlich in den Jahren 1906, 1903, 1905, 1898 und 1904 gewesen sein mag. Diesen Einfluß in seiner Gesamtheit — außer auf deduktivem Wege — zahlenmäßig nachzuweisen, ist nicht möglich; dagegen wird sich der zinsfußmindernde Einfluß unserer speziell betrachteten Entwicklung teilweise in der Gestaltung des Bankdiskontsatzes und seiner Einwirkung auf den Marktdiskontsatz wiederspiegeln.

## **B. Verfassung und Verwaltungspolitik der Notenbanken.**

### **I. Das Deckungsverhältnis der Verbindlichkeiten der Reichsbank.**

Der Einfluß der Elastizität des Geldumlaufs auf den Zinsfuß ist ferner in ganz besonderem Maße abhängig von der Verfassung und Verwaltungspolitik der Notenbanken.

Die Verfassung der deutschen Notenbanken ist während unserer Periode in der Hauptsache konstant geblieben<sup>1)</sup>. Unsere geschichtliche Untersuchung wird sich deshalb ausschließlich mit der Verwaltungspolitik der Notenbanken und zwar — da unter den verschiedenen deutschen Notenbanken die Reichsbank bei weitem die wichtigste Stellung einnimmt<sup>2)</sup> — mit der Verwaltungspolitik der Reichsbank und deren Einfluß auf den Marktdiskontsatz zu befassen haben.

Die Verwaltungspolitik jeder Notenbank hat die Einhaltung des Deckungsverhältnisses ihrer sämtlichen Verbindlichkeiten zur untersten Grundlage und bedient sich zur Erreichung dieses Ziels der Regulierung ihres Bankdiskontsatzes. Jemehr das reale Deckungsverhältnis der Verbindlichkeiten abnimmt, desto höher muß sie ihren Bankdiskontsatz festsetzen, um dadurch das Deckungsverhältnis wieder zu verbessern. Jemehr umgekehrt das reale Deckungsverhältnis der Verbindlichkeiten zunimmt, desto niedriger kann sie ihren Bankdiskontsatz halten.

Der Diskontsatz wirkt nämlich zunächst unmittelbar auf die relative Höhe der unverbindlichen Zahlungsansprüche an die Notenbank aus dem Diskonto- und Lombardgeschäft. Je höher der Diskontsatz der Bank wird, desto geringer werden die Summen der zum Diskonto und Lombard an ihre Schalter sich drängenden Forderungen im Verhältnis zu den zu der Bank zurückkehrenden Summen der fälligen Wechsel und Faustpfänder und umgekehrt. Die Bank zieht also im allgemeinen bei steigendem Bankdiskontsatz Geldmittel — seien es Deckungsmittel ihrer Noten, seien es Noten selbst — an sich und umgekehrt. Andererseits wirkt sie auch indirekt einer Verminderung der Höhe der Deckungsmittel bei ungünstigem Stande der Wechselkurse entgegen und umgekehrt, da ein Wechsel des Bankdiskont-

---

<sup>1)</sup> Vgl. S. 207 Anmerkung 1.

<sup>2)</sup> Vgl. K. Helfferich, Der Geldmarkt 1895—1902 (Schriften des Vereins für Sozialpolitik Bd. VI S. 49).

satzes zugleich die Höhe des Marktdiskontsatzes und somit den Stand der Wechselkurse beeinflussen muß.

Wir verfolgen daher zunächst die Gestaltung des Deckungsverhältnisses der Verbindlichkeiten der Reichsbank isoliert, dann in Beziehung mit der Diskontopolitik und betrachten dann den Einfluß der Diskontopolitik der Reichsbank auf den Marktdiskontsatz.

a) Die Verbindlichkeit der Reichsbank.

Die Verbindlichkeiten der Reichsbank bestehen einmal in der Einlösungspflicht der Noten und ferner in den Auszahlungsansprüchen der Girokonteninhaber. Erstere wechselt mit der Höhe des Notenumlaufs; letztere mit der Höhe der Gesamtguthaben. Da nun aber letztere einmal in ihrer absoluten Höhe weit niedriger gewesen sind als die absolute Höhe der umlaufenden Noten, ferner aber auch durch die Zinsfreiheit und den Zwang eines Mindestguthabens vor größeren Schwankungen geschützt waren und endlich mit dem Wechsel des allgemeinen Geldbedarfs dem Notenumlauf gegenüber sich etwa parallel entwickelt haben (vgl. Tabelle 49), so wird sich die absolute Höhe der Verbindlichkeiten in der Hauptsache in der Bewegung des Notenumlaufs allein wiederspiegeln.

Die monatlichen Durchschnittsziffern des Notenumlaufs sind während der einzelnen Jahre regelmäßig wiederkehrenden Schwankungen unterworfen, die auf den Wechsel des allgemeinen Geldbedarfs und insbesondere auf den Wechsel der Diskonto- und Lombardansprüche an die Bank infolge der größeren Stabilität des Bankdiskontsatzes gegenüber den periodischen Schwankungen des Marktdiskontsatzes zurückzuführen sind. Lösen wir diese periodischen Schwankungen des Notenumlaufs aus, indem wir die Summen der einzelnen Monate mit denen der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahrs in Beziehung setzen, so ergibt sich folgende relative Gestaltung des Notenumlaufs (vgl. Diagramm 13, S. 203; Tabelle 50):

**Tabelle 49.** Der Status der Reichsbank in jährlichen Durchschnitten von 1894—1908<sup>1)</sup> (in 1000 Mk.).

**Aktiva.**

Im Jahre	Metall	Barmittel		Summe der Barmittel	Anlagen			Summe der Anlagen
		Reichs- Kassen- scheine	Noten anderer Banken		Wechsel	Lombard	Effekten	
1894	934 328	25 184	10 233	969 745	547 469	81 079	6 274	634 822
1895	1 011 763	23 663	10 003	1 045 429	573 924	83 216	7 858	664 998
1896	891 988	22 235	11 083	925 306	646 304	106 029	6 959	759 292
1897	871 450	22 117	11 763	905 330	644 763	108 324	6 704	759 791
1898	850 938	22 162	12 785	885 885	713 881	96 439	13 093	823 413
1899	825 480	21 836	13 307	860 623	817 065	80 700	11 449	909 214
1900	817 137	22 963	13 749	853 849	800 180	80 017	20 140	900 337
1901	911 411	24 779	10 999	947 189	845 350	72 829	53 667	971 846
1902	982 202	26 415	9 563	1 018 180	775 502	74 137	72 156	921 795
1903	904 947	27 118	10 443	942 508	845 737	74 831	80 998	1 001 566
1904	926 669	26 012	19 382	972 063	823 354	74 180	91 292	988 826
1905	972 959	26 152	20 124	1 019 235	908 816	72 038	105 656	1 086 505
1906	890 965	36 224	21 586	948 775	989 445	83 631	117 088	1 190 164
1907	843 340	82 504	21 883	947 727	1 104 537	98 140	99 693	1 302 370
1908	1 019 065	67 114	22 644	1 108 823	967 729	91 397	149 577	1 208 703

**Passiva.**

Im Jahre	Grundkapital	Reservefonds	Verbindlichkeiten			Deckung der Noten durch Metall	Deckung der Noten und sonstiger Verbindlichkeiten durch Metall
			Noten-umlauf	Sonstige tägl. fällige Verbindlichkeiten	Tägl. fällige Verbindlichkeiten überhaupt		
1894	120 000	30 000	1 000 384	492 326	1 492 710	93,40	62,59
1895	120 000	30 000	1 095 593	499 548	1 595 141	92,35	63,43
1896	120 000	30 000	1 083 497	484 259	1 567 756	82,32	56,90
1897	120 000	30 000	1 085 704	471 393	1 557 097	80,27	55,97
1898	120 000	30 000	1 124 594	474 658	1 599 252	75,67	53,21
1899	120 000	30 000	1 141 752	524 715	1 666 467	72,30	49,53
1900	120 000	30 000	1 138 561	512 752	1 651 313	71,77	49,48
1901	150 000	40 500	1 190 264	596 554	1 786 818	76,57	51,01
1902	150 000	43 500	1 239 623	576 573	1 806 196	79,88	54,38
1903	150 000	47 096	1 248 718	553 748	1 802 466	72,47	50,21
1904	150 000	50 943	1 288 549	548 789	1 823 338	71,92	50,82
1905	179 998	64 813	1 335 701	585 255	1 920 956	72,84	50,65
1906	180 000	64 814	1 387 237	575 632	1 962 869	64,23	45,39
1907	180 000	64 814	1 478 783	579 214	2 058 057	57,03	40,98
1908	180 000	64 814	1 524 142	649 291	2 173 433	66,86	46,89

<sup>1)</sup> Aus „Bankenquête 1908“ und „Verwaltungsbericht der Reichsbank 1908“.

**Tabelle 50.**

Monatliche Durchschnitte des Notenumlaufs  
der Reichsbank 1894—1908<sup>1)</sup> (in 1 000 000 Mk.).

Im Monat	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	1 000	1 095	1 131	1 091	1 143	1 158	1 151	1 199
Februar . . .	914	999	1 008	978	1 020	1 042	1 029	1 079
März . . . .	958	1 026	1 064	1 032	1 093	1 098	1 095	1 119
April . . . .	1 003	1 084	1 116	1 101	1 155	1 153	1 158	1 179
Mai . . . .	972	1 053	1 049	1 048	1 089	1 103	1 093	1 113
Juni . . . .	947	1 099	1 081	1 075	1 107	1 188	1 122	1 157
Juli . . . .	1 018	1 121	1 094	1 097	1 129	1 158	1 144	1 254
August . . .	968	1 062	1 032	1 048	1 049	1 077	1 075	1 176
September . .	1 006	1 121	1 095	1 125	1 144	1 172	1 159	1 234
Oktober . . .	1 071	1 190	1 142	1 175	1 228	1 234	1 233	1 291
November . . .	1 054	1 142	1 076	1 106	1 148	1 155	1 174	1 216
Dezember . . .	1 092	1 159	1 110	1 153	1 188	1 210	1 228	1 262

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	1 251	1 275	1 300	1 336	1 378	1 462	1 544
Februar . . .	1 112	1 149	1 172	1 202	1 241	1 319	1 374
März . . . .	1 171	1 213	1 239	1 286	1 339	1 428	1 462
April . . . .	1 244	1 267	1 306	1 361	1 398	1 498	1 538
Mai . . . .	1 179	1 187	1 229	1 272	1 318	1 410	1 437
Juni . . . .	1 208	1 222	1 263	1 323	1 380	1 468	1 500
Juli . . . .	1 259	1 246	1 302	1 351	1 409	1 511	1 544
August . . . .	1 173	1 173	1 231	1 278	1 328	1 407	1 457
September . .	1 264	1 276	1 363	1 405	1 449	1 519	1 573
Oktober . . .	1 333	1 353	1 401	1 454	1 509	1 616	1 666
November . . .	1 251	1 279	1 299	1 337	1 391	1 503	1 550
Dezember . . .	1 306	1 341	1 375	1 419	1 507	1 600	1 647

Danach hat der Notenumlauf in der Hauptsache zugenommen während des Jahres 1895, von Mitte 1897 bis Anfang 1900 und von Ende 1900 bis Ende 1908; namentlich stark von Anfang bis Ende 1895, Ende 1897 bis März 1898, Mitte 1901, September 1904, Ende 1906 und während des

<sup>1)</sup> Nach den wöchentlichen Angaben in „Verwaltungsbericht der Reichsbank“ 1894—1908 berechnet.

**Tabelle 50 (Fortsetzung).**

Differenz der monatlichen Durchschnittssummen des Notenumlaufs der Reichsbank gegenüber den gleichen Monaten des jeweiligen Vorjahres (in 1000 000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900
Januar . . .	+ 95	+ 36	— 40	+ 52	+ 15	— 7	+ 48
Februar . . .	+ 85	+ 9	— 30	+ 42	+ 22	— 13	+ 50
März . . . .	+ 68	+ 38	— 32	+ 71	+ 5	— 3	+ 24
April . . . .	+ 81	+ 32	— 15	+ 54	— 2	+ 5	+ 21
Mai . . . .	+ 81	— 4	— 1	+ 41	+ 14	— 10	+ 20
Juni . . . .	+ 152	— 18	— 6	+ 32	+ 31	— 16	+ 35
Juli . . . .	+ 108	— 27	+ 3	+ 32	+ 29	— 14	+ 110
August . . . .	+ 94	— 30	+ 16	+ 1	+ 28	— 2	+ 101
September . .	+ 107	— 26	+ 30	+ 19	+ 28	— 13	+ 75
Oktober . . .	+ 119	— 48	+ 33	+ 53	+ 6	— 1	+ 58
November . . .	+ 88	— 76	+ 30	+ 42	+ 7	+ 19	+ 42
Dezember . . .	+ 67	— 49	+ 43	+ 35	+ 22	+ 18	+ 34

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . . .	+ 52	+ 24	+ 25	+ 36	+ 42	+ 84	+ 82
Februar . . . .	+ 33	+ 37	+ 23	+ 30	+ 39	+ 78	+ 55
März . . . .	+ 52	+ 42	+ 26	+ 47	+ 53	+ 89	+ 34
April . . . .	+ 65	+ 23	+ 39	+ 55	+ 37	+ 100	+ 40
Mai . . . .	+ 66	+ 8	+ 42	+ 43	+ 46	+ 92	+ 27
Juni . . . .	+ 51	+ 14	+ 41	+ 60	+ 57	+ 88	+ 32
Juli . . . .	+ 5	— 13	+ 56	+ 49	+ 58	+ 102	+ 33
August . . . .	— 3	± 00	+ 58	+ 47	+ 50	+ 79	+ 50
September . . .	+ 30	+ 12	+ 87	+ 42	+ 44	+ 70	+ 54
Oktober . . . .	+ 42	+ 20	+ 48	+ 53	+ 55	+ 107	+ 50
November . . . .	+ 35	+ 28	+ 20	+ 38	+ 54	+ 112	+ 47
Dezember . . . .	+ 44	+ 35	+ 34	+ 44	+ 88	+ 98	+ 47

ganzen Jahres 1907. Abgenommen hat er in der Hauptsache nur von Mai 1896 bis Mitte 1897 und von Anfang bis Ende 1900, am stärksten Ende 1896 und Anfang 1897.

<sup>1)</sup> + = der Notenumlauf hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres zugenommen.

— = der Notenumlauf hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres abgenommen.

b) Die Deckungsmittel der Reichsbank.

Als Deckungsmittel gelten nach Bankgesetz: Gold in Barren oder ausländischen Münzen, das Pfund fein zu 1392 M berechnet, ferner kursfähiges deutsches Geld, Reichskassenscheine und Noten anderer deutscher Banken. Da jedoch die Deckungspflicht der Reichsbank in der Hauptsache nur des Schutzes der Valuta, des ausländischen Geldverkehrs wegen besteht, so wird eine konsequente Bankpolitik nur Gold als volle Deckung ansehen dürfen. Daher werden wir in Ermangelung einer eingehenden Statistik über die Bewegung der reinen Golddeckung die Höhe und Bewegung der Deckung überhaupt weit treffender in der des Metallbestandes, als des gesetzmäßigen Barvorrates erfassen können. Unsere Statistik<sup>1)</sup> zeigt denn auch, daß der jährliche Durchschnittsbestand der Reichsbank an Reichs-Kassenscheinen und Noten anderer Banken sich in anderer Weise — und zwar mehr dem Notenumlauf parallel — gestaltet hat, als die Golddeckung, wie sie im Metallbestande in Erscheinung tritt.

Der Metallgeldbestand zeigt in seinen monatlichen Durchschnittsziffern während der einzelnen Jahre fast die gleichen, jedoch entgegengesetzt gerichteten und auf den gleichen Ursachen beruhenden periodischen Schwankungen wie der Notenumlauf.

Schalten wir diese aus, so ergibt sich folgendes Bild (vgl. Diagramm 13, S. 203; Tabelle 51):

Demnach hat der Metallgeldbestand zugenommen von Anfang bis gegen Ende 1895, von Dezember 1897 bis März 1898, Mitte 1899, von Mitte 1900 bis gegen Ende 1902, von Ende 1903 bis Mitte 1904, von Ende 1904 bis August 1905, und endlich September und von Oktober 1907 bis Ende 1908. Die stärkste Zunahme ist zu verzeichnen von Anfang bis Mitte 1895, von Mai 1901 bis Mitte 1902, von November 1904 bis Mitte 1905 und namentlich von September 1907 bis Ende 1908.

---

<sup>1)</sup> Vgl. Tabelle 49 S. 184 und 185.

**Tabelle 51.**

Monatliche Durchschnitte des Metallgeld-  
bestandes der Reichsbank 1894—1908  
(in 1 000 000 Mk.)<sup>1).</sup>

Im Monat	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	850	1 066	908	861	890	822	782	824
Februar . . .	906	1 104	952	912	956	882	838	891
März . . .	898	1 078	926	910	948	887	822	887
April . . .	868	1 054	894	877	869	867	787	880
Mai . . .	909	1 078	915	915	866	907	837	957
Juni . . .	931	1 059	918	914	867	901	856	967
Juli . . .	918	1 017	890	872	843	844	862	949
August . . .	949	1 013	912	875	867	840	867	959
September .	945	963	870	828	818	780	806	907
Oktober . .	940	913	823	781	735	709	758	875
November . .	1 047	912	851	849	758	731	799	924
Dezember . .	1 050	885	845	868	794	737	791	917

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	972	877	891	1 083	928	810	848
Februar . . .	1 049	933	943	1 107	985	889	928
März . . .	1 036	900	924	1 092	974	872	925
April . . .	1 025	859	902	1 046	960	886	928
Mai . . .	1 068	915	947	1 078	1 014	942	995
Juni . . .	1 067	936	952	1 052	972	925	1 061
Juli . . .	1 025	924	918	972	914	880	1 101
August . . .	1 011	947	938	958	913	900	1 131
September .	933	928	884	862	805	833	1 104
Oktober . .	867	876	854	793	728	765	1 068
November . .	884	901	977	839	774	718	1 096
Dezember . .	849	862	991	844	724	700	1 044

Abgenommen dagegen hat er von Oktober 1895 bis November 1897, von April 1898 bis April 1899, von August 1899 bis Juni 1900, von Oktober 1902 bis September 1903, von Juli bis Oktober 1904, von September 1905 bis Ende 1907. Die Abnahme ist am stärksten von Ende 1895 bis gegen Ende

<sup>1)</sup> Nach den wöchentlichen Angaben in „Verwaltungsbericht der Reichsbank“ 1894—1908 berechnet.

**Tabelle 51 (Fortsetzung).**

Differenz der monatlichen Durchschnitte des Metallgeldbestandes der Reichsbank gegenüber den gleichen Monaten des jeweiligen Vorjahres (in 1 000 000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900
Januar . . .	+ 216	— 158	— 47	+ 29	— 68	— 40	+ 42
Februar . . .	+ 98	— 152	— 40	+ 44	— 74	— 40	+ 53
März . . . .	+ 180	— 152	— 16	+ 38	— 61	— 65	+ 65
April . . . .	+ 186	— 160	— 17	— 8	— 2	— 80	+ 93
Mai . . . .	+ 169	— 163	± 00	— 49	+ 41	— 70	+ 120
Juni . . . .	+ 128	— 141	— 4	— 47	+ 34	— 45	+ 111
Juli . . . .	+ 99	— 127	— 18	— 29	+ 1	+ 18	+ 87
August . . . .	+ 64	— 100	— 37	— 7	— 27	+ 27	+ 92
September . .	+ 18	— 93	— 47	— 5	— 38	+ 26	+ 101
Oktober . . .	— 27	— 90	— 42	— 46	— 26	+ 49	+ 117
November . . .	— 134	— 61	— 2	— 91	— 27	+ 68	+ 125
Dezember . . .	— 165	— 40	+ 23	— 74	— 57	+ 54	+ 126

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . .	+ 148	— 95	+ 14	+ 142	— 105	— 118	+ 38
Februar . . .	+ 158	— 116	+ 10	+ 164	— 122	— 96	+ 39
März . . . .	+ 149	— 136	+ 24	+ 168	— 118	— 102	+ 53
April . . . .	+ 145	— 166	+ 43	+ 144	— 86	— 74	+ 42
Mai . . . .	+ 111	— 153	+ 32	+ 131	— 64	— 72	+ 53
Juni . . . .	+ 100	— 131	+ 16	+ 100	— 80	— 47	+ 136
Juli . . . .	+ 76	— 101	— 6	+ 54	— 58	— 34	+ 221
August . . . .	+ 52	— 64	— 9	+ 20	— 45	— 13	+ 231
September . .	+ 26	— 5	— 44	— 22	— 57	+ 28	+ 271
Oktober . . .	— 8	+ 9	— 22	— 61	— 65	+ 37	+ 303
November . . .	— 40	+ 17	+ 24	— 138	— 65	+ 56	+ 378
Dezember . . .	— 68	+ 18	+ 119	— 147	— 120	+ 24	+ 344

1896, November 1898, April 1900, von Anfang bis Juli 1903, Ende 1905 bis Mitte 1906, von Ende 1906 bis Mitte und November 1907.

<sup>1)</sup> + = der Metallgeldbestand hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres zugenommen.

— = der Metallgeldbestand hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres abgenommen.

c) Das Deckungsverhältnis.

Auf der gegenseitigen Gestaltung dieser beiden Bewegungen, der Verbindlichkeiten und der Deckung, basiert nun die Veränderung des Deckungsverhältnisses, indem zunehmender Notenumlauf bei gleichbleibender oder abnehmender Deckung eine Verminderung des Deckungsverhältnisses, zunehmende Deckung bei gleichbleibendem oder abnehmendem Notenumlauf eine Verbesserung des Deckungsverhältnisses zur Folge hat. Da nun aber eine Verminderung des Deckungsmittelbestandes eine weit stärkere Verminderung des Deckungsverhältnisses bedeutet, als eine gleich starke Vermehrung des Notenumlaufs, so wird eine konsequente Bankpolitik sehr scharf darauf sehen müssen, möglichst alle Zahlungsansprüche, die an sie herantreten, in Noten und nicht in Deckungsmitteln zu befriedigen, d. h. möglichst viel Deckungsmittel zu Gunsten des Notenumlaufs an sich zu ziehen. Je mehr ihr diese Politik gelingt, desto besser wird sich ihr Deckungsverhältnis gestalten, desto größer wird die Notenemission sein, desto niedriger wird sie ihren Zinsfuß im allgemeinen halten können, und umgekehrt. Andererseits ist die Notenbank aber auch laut ihrer Verfassung gezwungen, alle Zahlungsansprüche, die an sie herantreten, auf Verlangen in Deckungsmitteln, d. h. in Gold zu befriedigen. Gold aber wird ihr im allgemeinen nur auf Grund des internationalen Zahlungsverkehrs abverlangt. Daher wird die Deckung im allgemeinen mit der internationalen Zahlungsbilanz, d. h. mit dem Stande der Wechselkurse sich ändern. In der Tat bietet die Gestaltung des Barbestandes der Reichsbank ein sehr getreues Spiegelbild der internationalen Zahlungsbewegung, wie wir sie oben (siehe Seite 97 ff. u. 174 ff.) mit Hilfe der Aktienkurse und namentlich der ausländischen Wechselkurse festgestellt haben.

Mangels treffenderer Ziffern müssen wir uns bei der Verfolgung der Gestaltung des Deckungsverhältnisses der Verbindlichkeiten der Reichsbank vorerst mit den monatlichen Durchschnittsziffern des ungedeckten (bzw. über-

deckten) Notenumlaufs begnügen. Da jedoch diese nur die absolute Gestaltung der ungedeckten Verbindlichkeiten, also Zu- oder Abnahme sowohl seitens der Noten, als auch seitens der Deckung gleichmäßig ohne Rücksicht auf die Bewegung der Deckung notieren, so werden wir später bei der Verfolgung der Diskontopolitik stets auch die Gestaltung der Deckung im Auge behalten müssen.

In den absoluten monatlichen Durchschnittsziffern des ungedeckten Notenumlaufs kehren die periodischen Schwankungen des Notenumlaufs und der Deckung in verstärktem Maße wieder. Um zu einem schärferen Bilde der Bewegung des ungedeckten Notenumlaufs und des Deckungsverhältnisses zu gelangen, schalten wir auch diese nach unserer Methode aus (vgl. Diagramm 12, S. 202; Tabelle 52).

Danach hat der ungedeckte (bzw. überdeckte) Notenumlauf in der Hauptsache zugenommen von Mitte 1895 bis Oktober 1896, Januar und Februar 1897 und von Mitte 1897 bis März 1899, von Mitte 1899 bis Mitte 1900, Juli und August 1901, September 1902 bis Februar 1904, von Juni bis Oktober 1904 und von August 1905 bis Ende 1907 — dabei am stärksten besonders von September 1895 bis Juli 1896, September und Oktober 1897, von Oktober 1898 bis Februar 1899, von Ende 1902 bis Mitte 1903, September 1904, von September 1905 bis Mitte 1906, von Ende 1906 bis Mitte 1907 und endlich Ende 1907. Abgenommen dagegen hat er in der Hauptsache von Januar bis Mitte 1895, November und Dezember 1896, März bis Juni 1897, von April bis Juni 1899, von Mitte 1900 bis Mitte 1901, von September 1901 bis August 1902, März bis Mai 1904, von November 1904 bis Juli 1905, September 1907, März und Juni bis Ende 1908. Dabei am stärksten von Januar bis April 1895, April bis Juni 1901, November 1901 bis Juni 1902, dann namentlich von November 1904 bis Mitte 1905 und Anfang ganz besonders aber Ende 1908.

**Tabelle 52.**

Monatliche Durchschnitte des durch Barvorrat ungedeckten (+) bzw. überdeckten (—) Notenumlaufs 1894—1908 (in 1000000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Im Monat	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	+ 116	— 4	+ 192	+ 199	+ 221	+ 303	+ 334	+ 341
Februar . . .	— 28	+ 145	+ 23	+ 32	+ 30	+ 124	+ 155	+ 154
März . . . .	+ 24	— 87	+ 105	+ 86	+ 109	+ 175	+ 236	+ 196
April . . . .	+ 99	— 6	+ 188	+ 188	+ 251	+ 249	+ 334	+ 262
Mai . . . .	— 1	— 62	+ 99	+ 97	+ 186	+ 158	+ 216	+ 117
Juni . . . .	+ 8	+ 4	+ 128	+ 126	+ 203	+ 199	+ 228	+ 152
Juli . . . .	+ 59	+ 69	+ 169	+ 190	+ 250	+ 279	+ 246	+ 268
August . . . .	— 17	+ 15	+ 86	+ 139	+ 145	+ 201	+ 170	+ 183
September . .	+ 28	+ 126	+ 192	+ 268	+ 291	+ 359	+ 318	+ 292
Oktober . . .	+ 97	+ 247	+ 287	+ 363	+ 460	+ 494	+ 440	+ 382
November . . .	— 27	+ 199	+ 194	+ 224	+ 355	+ 391	+ 338	+ 258
Dezember . . .	+ 9	+ 246	+ 285	+ 255	+ 362	+ 442	+ 403	+ 314

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . . .	+ 245	+ 362	+ 373	+ 260	+ 403	+ 566	+ 593
Februar . . . .	+ 27	+ 179	+ 189	+ 48	+ 209	+ 342	+ 349
März . . . .	+ 98	+ 277	+ 274	+ 146	+ 318	+ 463	+ 445
April . . . .	+ 182	+ 371	+ 352	+ 267	+ 391	+ 510	+ 516
Mai . . . .	+ 73	+ 233	+ 232	+ 144	+ 250	+ 337	+ 348
Juni . . . .	+ 102	+ 248	+ 261	+ 223	+ 351	+ 437	+ 351
Juli . . . .	+ 198	+ 281	+ 335	+ 332	+ 431	+ 517	+ 352
August . . . .	+ 126	+ 186	+ 246	+ 273	+ 350	+ 396	+ 240
September . . .	+ 296	+ 310	+ 413	+ 549	+ 584	+ 576	+ 385
Oktober . . . .	+ 432	+ 440	+ 498	+ 616	+ 715	+ 736	+ 513
November . . . .	+ 333	+ 341	+ 281	+ 453	+ 550	+ 671	+ 372
Dezember . . . .	+ 425	+ 446	+ 344	+ 535	+ 712	+ 798	+ 521

## II. Das Deckungsverhältnis und der Reichsbankdiskontsatz.

Dieser Gestaltung des Deckungsverhältnisses der Verbindlichkeiten muß sich nun die Kurve des Bankdiskontsatzes eng anschmiegen, da dieser für die Bankpolitik das

<sup>1)</sup> Nach den wöchentlichen Angaben in „Bankenquête 1908“ und in „Verwaltungsbericht der Reichsbank 1908“ berechnet.

**Tabelle 52** (Fortsetzung).

Differenz der monatlichen Durchschnitte des durch Barvorrat un- bzw. überdeckten Notenumlaufs gegenüber den gleichen Monaten des jeweiligen Vorjahres (in 1000000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Im Monat	1895 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900
Januar . . .	— 120	+ 196	+ 7	+ 22	+ 82	+ 31	+ 7
Februar . . .	— 117	+ 168	+ 9	— 2	+ 94	+ 31	— 1
März . . . .	— 111	+ 192	— 19	+ 23	+ 66	+ 61	— 40
April . . . .	— 105	+ 194	± 0	+ 63	— 2	+ 85	— 72
Mai . . . .	— 61	+ 161	— 2	+ 89	— 28	+ 58	— 99
Juni . . . .	— 4	+ 124	— 2	+ 77	— 4	+ 29	— 76
Juli . . . .	+ 10	+ 238	+ 21	+ 60	+ 29	— 33	42
August . . . .	+ 32	+ 71	+ 53	+ 6	+ 56	— 31	+ 13
September . .	+ 97	+ 66	+ 76	+ 23	+ 68	— 59	— 26
Oktober . . .	+ 150	+ 40	+ 76	+ 97	+ 34	— 54	— 58
November . . .	+ 226	— 5	+ 30	+ 131	+ 36	— 53	— 80
Dezember . . .	+ 237	— 11	+ 20	+ 107	+ 80	— 39	— 89

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1808 gegen 1907
Januar . . . .	— 96	+ 117	+ 11	— 113	+ 143	+ 163	+ 27
Februar . . . .	— 127	+ 153	+ 10	— 141	+ 161	+ 133	+ 7
März . . . .	— 98	+ 179	— 3	— 128	+ 172	+ 145	— 18
April . . . .	— 80	+ 189	— 19	— 85	+ 124	+ 119	+ 6
Mai . . . .	— 44	+ 160	— 1	— 88	+ 106	+ 87	+ 11
Juni . . . .	— 50	+ 146	+ 13	— 38	+ 128	+ 86	— 86
Juli . . . .	— 70	+ 83	+ 54	— 3	+ 99	+ 86	— 165
August . . . .	— 57	+ 60	+ 60	+ 27	+ 77	+ 46	— 156
September . . .	+ 4	+ 14	+ 103	+ 136	+ 35	— 8	— 191
Oktober . . . .	+ 50	+ 8	+ 58	+ 118	+ 99	+ 21	— 223
November . . . .	+ 75	+ 8	— 60	+ 172	+ 97	+ 121	— 299
Dezember . . . .	+ 111	+ 21	— 102	+ 91	+ 177	+ 86	— 277

<sup>1)</sup> + = der un- bzw. überdeckte Notenumlauf hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres zugenommen.

— = der un- bzw. überdeckte Notenumlauf hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres abgenommen.

einige Mittel bildet, das Deckungsverhältnis rationell zu gestalten. Abnehmendes Deckungsverhältnis muß bis zu einem gewissen Grade steigenden Diskontsatz, zunehmendes Deckungsverhältnis sinkenden Diskontsatz zur Folge haben. (Vergl. Diagramm 12, S. 201.) Wie sich der Bankdiskontsatz absolut in seinen monatlichen Durchschnitten bewegt hat, haben wir bereits früher verfolgt. (Siehe Tabelle 3, S. 26/27.) Bei dieser Untersuchung wird jedoch gleichfalls nur die relative Diskontsatzkurve in bezug auf die Gestaltung in den Monaten des jeweiligen Vorjahres dienlich sein (Tabelle 3, S. 28/29) <sup>1)</sup>.

Demnach hat der Bankdiskontsatz in der Hauptsache zugenommen von Oktober 1895 bis Februar 1896, von September 1896 bis März 1897, September 1897, Januar 1898, von April 1898 bis August 1900, von Januar bis Oktober 1903, von Februar bis Juni 1904, von Oktober bis Januar 1905 und von Oktober 1905 bis Januar 1908 — dabei besonders stark im Dezember 1895 und Januar 1896, von Oktober bis Dezember 1896, von Mai bis August 1898, Dezember 1898 bis März 1899, September und Oktober 1899, von März bis Juni 1900, von Juli bis September 1903, November und Dezember 1904, dann namentlich von Januar bis September 1906, von Januar bis August und im November und Dezember 1907. Abgenommen dagegen hat der Bankdiskontsatz in der Hauptsache Januar und Februar 1895, Oktober 1897, Februar und März 1898, Oktober 1900 bis Oktober 1902, Februar bis August 1905, Oktober 1907 und März bis Ende 1908 — dabei am stärksten Januar 1895, November 1900 bis Mai 1902 (ganz besonders Mitte 1901), von März bis August 1905 und ganz besonders wieder Anfang bis Ende 1908.

---

<sup>1)</sup> Außer diesem offiziellen Diskontsatz pflegte die Reichsbank seit 1880 auch einen Vorzugssatz (Privatsatz) in Anrechnung zu bringen; da er jedoch seit Anfang April 1896 nicht mehr in Anwendung gekommen ist, haben wir ihn vollständig bei unserer Be trachtung außer acht gelassen.

a) Die Spannung zwischen Bank- und Marktdiskontsatz.

In welcher Weise nun die Regulierung des Bankdiskontsatzes auf die Gestaltung des Deckungsverhältnisses gewirkt hat, kann uns nicht so sehr die Gestaltung des Bankdiskontsatzes an und für sich, als vielmehr die in bezug auf den Marktdiskontsatz relative Gestaltung des Bankdiskontsatzes zeigen.

Die Bank sucht ihre Betriebsmittel: Noten — solange des internationalen Verkehrs wegen kein Gold verlangt wird — oder Barmittel d. h. Gold — wenn Gold für das Ausland nötig ist — auf dem Leihmarkt gewinnbringend anzulegen. Daher wird der Wechsel des Deckungsverhältnisses der Verbindlichkeiten (der ungedeckte Notenumlauf) mit in erster Linie durch den Umfang der Kreditansprüche an die Bank bestimmt. Je größer diese werden, desto größer wird der ungedeckte Notenumlauf, und daher desto geringer wird das Deckungsverhältnis und umgekehrt. Für den Umfang nun der Leihansprüche an die Notenbank ist die Höhe der Differenz zwischen Bank und Marktdiskontsatz maßgebend, da mit steigender Differenz die Leihgeldnachfrage sich von der Notenbank ab dem Markte zuwendet und umgekehrt. Deshalb muß die Differenzkurve des Bank- und Marktdiskontsatzes in der Hauptsache mit der der Kreditanlagen der Reichsbank und ebenso mit der des ungedeckten Notenumlaufs parallel laufen<sup>1)</sup>.

Die Kurve der Spannung zwischen Bank- und Marktdiskontsatz haben wir bereits verfolgt (Tabelle 4 und 5, S. 30/31 und 32/33). Die in bezug auf die gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres relative Gestaltung der Spannung<sup>1)</sup> zeigt uns, daß diese zugenommen hat von Februar bis April 1895, Oktober 1896, Januar, Februar, Mai, Juni 1897, Oktober 1897 bis Januar 1898, April bis August und Dezember 1898, Februar, April, Oktober 1899, Januar bis

---

<sup>1)</sup> Vgl. Diagramm 13 S. 203.

Dezember 1900, Februar, März 1901, August 1901 bis Januar 1902, März bis August 1902, Januar, Februar 1903, April 1904 bis März 1905, Januar, März bis August und Dezember 1906, Januar, Juni und Juli 1907 und Februar bis Ende 1908. Die Zunahme war am stärksten Februar 1895, Februar und November 1897, August 1898, dann namentlich Anfang, Mitte und Ende 1900, März 1901, August 1901 bis Januar 1902, März bis August 1902, Januar, Februar 1903, dann namentlich wieder von April 1904 bis Februar 1905, und April, Mai und August 1906 und März und Oktober bis Dezember 1908. Abgenommen dagegen hat die Spannung Januar 1895, von Juni 1895 bis September 1896, November und Dezember 1896, März, April, August 1897, Februar, März und September bis November 1898, Januar, März, Mai bis September, November und Dezember 1899, Januar und April bis Juli 1901, Februar und September bis Dezember 1902, März 1903 bis März 1904, April bis Dezember 1905, Februar und September bis November 1906 und endlich Februar bis Mai und August 1907 bis Januar 1908. Dabei war die Abnahme am stärksten Juni 1895 und besonders September 1895 bis August 1896, Dezember 1896, März und April 1897, Februar, März 1898, Mai, Juni, August, November und Dezember 1899, Januar und Juli 1901, November, Dezember 1902 und ganz besonders von März bis Mai, von August bis November 1903, Januar, Februar 1904, Juni bis August 1905, von Februar bis Mai und im Dezember 1907.

b) Die Kreditanlagen der Reichsbank.

Bei den Kreditanlagen der Reichsbank sind in der Hauptsache drei Gruppen zu unterscheiden: Wechsel, Lombard und Effekten<sup>1)</sup>. Die letzte Gruppe entspringt der Befugnis der Reichsbank, kurzfristigem Kreditbedürfnis des Reichs und der Einzelstaaten nachzukommen (Schatzscheine). Trotzdem diese Gruppe von Anlagen hinsichtlich ihres Summenwechsels anderen Gesetzen gehorcht, als die

---

<sup>1)</sup> Vgl. Tabelle 49 S. 184/85.

erste Gruppe, glauben wir sie dennoch bei der Geringfügigkeit der Beträge gegenüber den Summen der Gesamtanlage übergehen zu können. Auch die Summenbewegung der zweiten Gruppe, der Lombardanlagen, hängt von anderen Momenten ab, als etwa die der Wechselanlage, da einmal ersterer Kredit zu nicht unerheblichem Teile auch von Subjekten in Anspruch genommen wird, deren Bedarf von anderen Momenten als denen wirtschaftlicher Konjunktur beeinflußt wird, und da ferner bankpolitische Maßnahmen eine gleichmäßige Entwicklung teilweise verhindert haben<sup>1)</sup>. Bei der relativen Geringfügigkeit dieser Summen können wir auch diese Gruppe außer acht lassen; wir beschränken uns also darauf, die Bewegung der Summen sämtlicher Anlagen in den Ziffern der Wechselanlage genauer zu verfolgen.

Diese hat sich in absoluten und relativen monatlichen Durchschnittsziffern folgendermaßen entwickelt (Vergl. Diagramm 13, S. 203; Tabelle 53).

Die relative Gestaltung dieser Bewegung zeigt, daß die Wechselanlage in der Hauptsache der Diskontsatzdifferenz zwischen Bank- und Marktsatz und dem ungedeckten Notenumlauf eng parallel sich gestaltet hat. So hat die Anlage zugenommen Januar 1895, Juli 1895 bis Februar 1897, August bis Oktober 1897, Februar 1898 bis Mai 1900, Januar, Februar 1901, Juni bis November 1901, Februar, März 1902, April 1903 bis April 1904 und von Mai 1905 bis Februar 1908. Die Zunahme war besonders stark von Oktober bis Dezember 1895, März bis Mai 1896, April, Mai und Oktober bis Dezember 1898, Juni bis September 1899, von Dezember 1899 bis März 1900, von Juli bis September 1901, von Mai bis Juli und September bis November 1903, März 1904, von Juni 1905 bis März 1906, von Oktober bis Dezember 1906, von März bis August und von November 1907 bis Januar

<sup>1)</sup> Vgl. „Die Reichsbank“, 1876—1900, S. 117. Die gewaltige Abnahme der Lombardanlagen des Jahres 1898 verdient des Hinweises auf die Aufhebung des Vorzugssatzes bei Lombardierung von Reichs- und Staatsanleihen am 1. Januar 1897.

**Tabelle 53.**

Monatliche Durchschnitte der Wechselanlage  
der Reichsbank 1894—1908<sup>1)</sup>.

Im Monat	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901
Januar . . .	495	525	599	632	597	669	847	856
Februar . . .	501	475	510	527	557	577	696	698
März . . . .	545	488	616	552	629	698	790	747
April . . . .	577	525	653	609	721	779	837	771
Mai . . . .	559	509	631	588	700	736	759	737
Juni . . . .	571	572	659	639	709	827	782	826
Juli . . . .	577	591	662	659	706	836	754	959
August . . . .	529	548	610	645	645	775	709	922
September . .	552	623	697	764	749	930	806	956
Oktober . . .	572	685	754	789	920	1011	863	925
November . .	545	675	674	666	855	953	830	858
Dezember . .	546	671	705	666	800	1013	927	886

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908
Januar . . .	794	789	870	771	903	988	1144
Februar . . .	714	679	747	677	795	884	950
März . . . .	763	739	841	781	891	1041	1012
April . . . .	757	785	879	843	887	1058	994
Mai . . . .	717	845	822	853	845	1035	971
Juni . . . .	756	902	801	929	932	1077	974
Juli . . . .	756	859	799	932	973	1073	934
August . . . .	713	792	757	867	916	1036	896
September . .	791	916	839	1094	1132	1183	991
Oktober . . .	862	968	887	1121	1254	1274	969
November . .	808	919	795	1000	1166	1277	847
Dezember . .	874	954	841	1037	1188	1329	933

1908. Die Anlage hat dagegen abgenommen von Februar bis Juni 1895, November 1896, März bis Juli 1897, von November 1897 bis Januar 1898, September 1898, von Juni bis Ende 1900, März bis Mai 1901, Dezember 1901, Januar 1902, von April 1902 bis März 1903, von Mitte 1904 bis

<sup>1)</sup> Nach den wöchentlichen Angaben in „Verwaltungsbericht der Reichsbank“ 1894—1908 berechnet.

**Tabelle 53 (Fortsetzung).**

Differenz der monatlichen Durchschnitte der Wechselanlage der Reichsbank gegenüber den Durchschnitten der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres (in 1000000 Mk.)<sup>1)</sup>.

Im Monat	1885 gegen 1894	1896 gegen 1895	1897 gegen 1896	1898 gegen 1897	1899 gegen 1898	1900 gegen 1899	1901 gegen 1900
Januar . . .	+ 30	+ 74	+ 33	— 35	+ 72	+ 178	+ 9
Februar . . .	— 26	+ 35	+ 17	+ 30	+ 20	+ 119	+ 2
März . . . .	— 57	+ 128	— 64	+ 77	+ 69	+ 92	— 43
April . . . .	— 52	+ 128	— 44	+ 112	+ 58	+ 58	— 66
Mai . . . .	— 50	+ 122	— 43	+ 112	+ 36	+ 23	— 22
Juni . . . .	— 01	+ 87	— 20	+ 70	+ 118	— 45	+ 44
Juli . . . .	+ 14	+ 71	— 3	+ 47	+ 130	— 82	+ 205
August . . . .	+ 19	+ 62	+ 35	+ 00	+ 130	— 66	+ 213
September . .	+ 71	+ 74	+ 67	— 15	+ 181	— 124	+ 150
Oktober . . .	+ 113	+ 69	+ 35	+ 131	+ 91	— 148	+ 62
November . . .	+ 130	— 1	— 8	+ 189	+ 98	— 123	+ 28
Dezember . . .	+ 125	+ 34	— 39	+ 134	+ 113	— 86	— 41

(Fortsetzung.)

Im Monat	1902 gegen 1901	1903 gegen 1902	1904 gegen 1903	1905 gegen 1904	1906 gegen 1905	1907 gegen 1906	1908 gegen 1907
Januar . . . .	— 62	— 5	+ 81	— 99	+ 122	+ 85	+ 156
Februar . . . .	+ 16	— 35	+ 68	— 70	+ 118	+ 89	+ 66
März . . . .	+ 16	— 24	+ 102	— 60	+ 110	+ 150	— 29
April . . . .	— 14	+ 28	+ 94	— 36	+ 44	+ 171	— 64
Mai . . . .	— 20	+ 128	— 23	+ 31	— 8	+ 190	— 64
Juni . . . .	— 70	+ 146	— 101	+ 128	+ 3	+ 145	— 103
Juli . . . .	— 203	+ 103	— 60	+ 133	+ 41	+ 100	— 139
August . . . .	— 209	+ 79	— 35	+ 110	+ 49	+ 120	— 140
September . . .	— 165	+ 125	— 77	+ 155	+ 38	+ 51	— 192
Oktober . . . .	— 63	+ 106	— 81	+ 234	+ 133	+ 20	— 305
November . . . .	— 50	+ 111	— 124	+ 205	+ 166	+ 111	— 430
Dezember . . . .	— 12	+ 80	— 113	+ 196	+ 151	+ 141	— 396

<sup>1)</sup> + = die Wechselanlage hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres zugenommen.

— = die Wechselanlage hat gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres abgenommen.

April 1905, Mai 1906 und März bis Ende 1908. Die Abnahme war am stärksten März 1895, März 1897, von Juli bis Dezember 1899, April 1901, dann namentlich von Juni bis September 1902, gleichfalls Juni 1904 und September 1904 bis Februar 1905 und endlich ganz gewaltig von Anfang bis Ende 1908.

In dieser Bewegung der Wechselanlage spiegelt sich der Einfluß der Elastizität des Geldumlaufs auf den Zinsfuß wieder, soweit er in der Bank- und Diskontopolitik der Reichsbank während unserer Periode realisiert worden ist. Aus ihr sehen wir, daß die Nachfrage nach Geldleihkapital bei der Reichsbank eine sehr schwankende Stellung gefunden hat, die auf den Stand des Marktdiskontsatzes nicht ganz ohne Einfluß gewesen sein konnte.

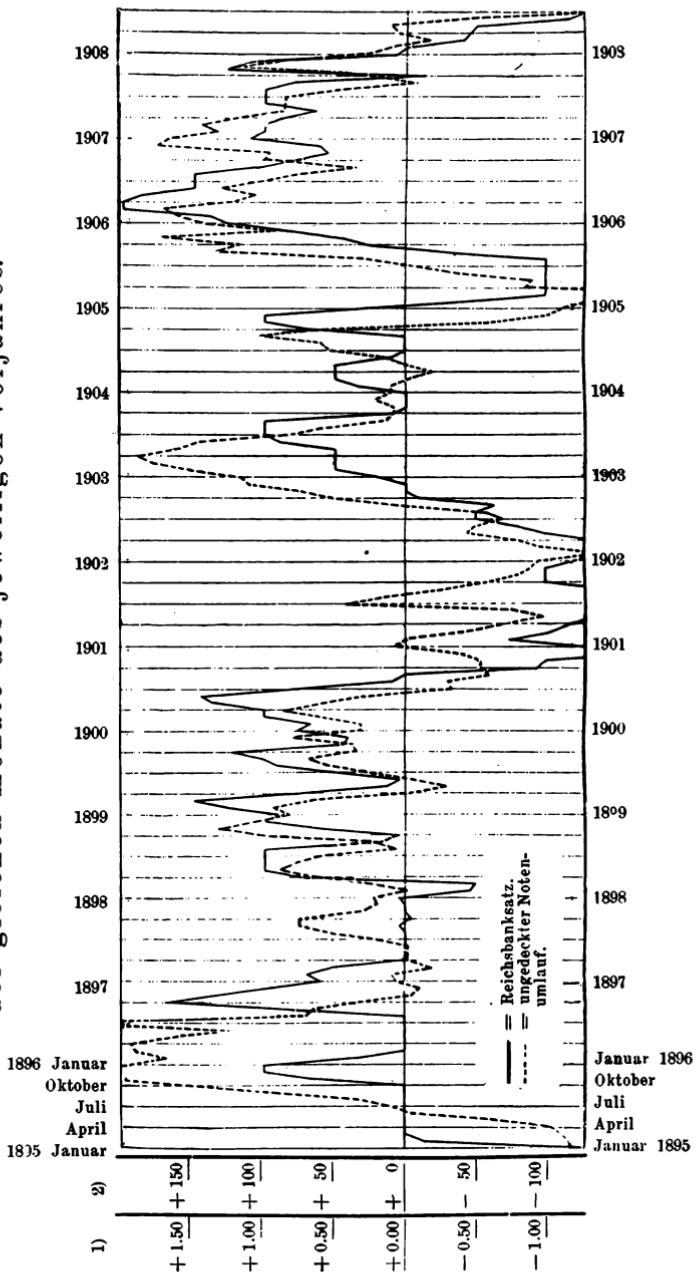
### **III. Die Diskontopolitik der Reichsbank und der Marktdiskontsatz.**

Nachdem wir nun die einzelnen Momente, auf denen sich dieser Einfluß aufbaut, einzeln für sich kennen gelernt und verfolgt haben, wollen wir nochmals an Hand unserer Zeichnungen in historischem Überblick den Gang der Diskontopolitik und ihren Einfluß auf den Marktdiskontsatz überschauen (Diagramm 12 und 13).

Das Deckungsverhältnis der Verbindlichkeiten der Reichsbank war zu Anfang unserer Periode, namentlich in den fünf ersten Monaten, außerordentlich günstig, da einmal die Deckung stark und ferner der Notenumlauf nur schwach zunahm. Trotz dieser günstigen Situation setzte die Bank im Januar und Februar nur vorsichtig ihren Diskontsatz herab, während sie ihn von März bis Oktober stabil ließ. Da aber der Marktdiskontsatz von Februar bis Mai stärker gefallen war, nahm die Differenz zwischen Bank- und Marktdiskontsatz in den gleichen Monaten zu und die Wechselanlage ab. Seit Juni, besonders aber September, stieg der Marktdiskontsatz infolge der Neubelebung der industriellen Konjunktur und der Kapitalansprüche des Auslandes gewaltig an, die Differenz wurde also in der gleichen Zeit zunehmend kleiner, die Wechselanlage stieg,

### Diagramm 12.

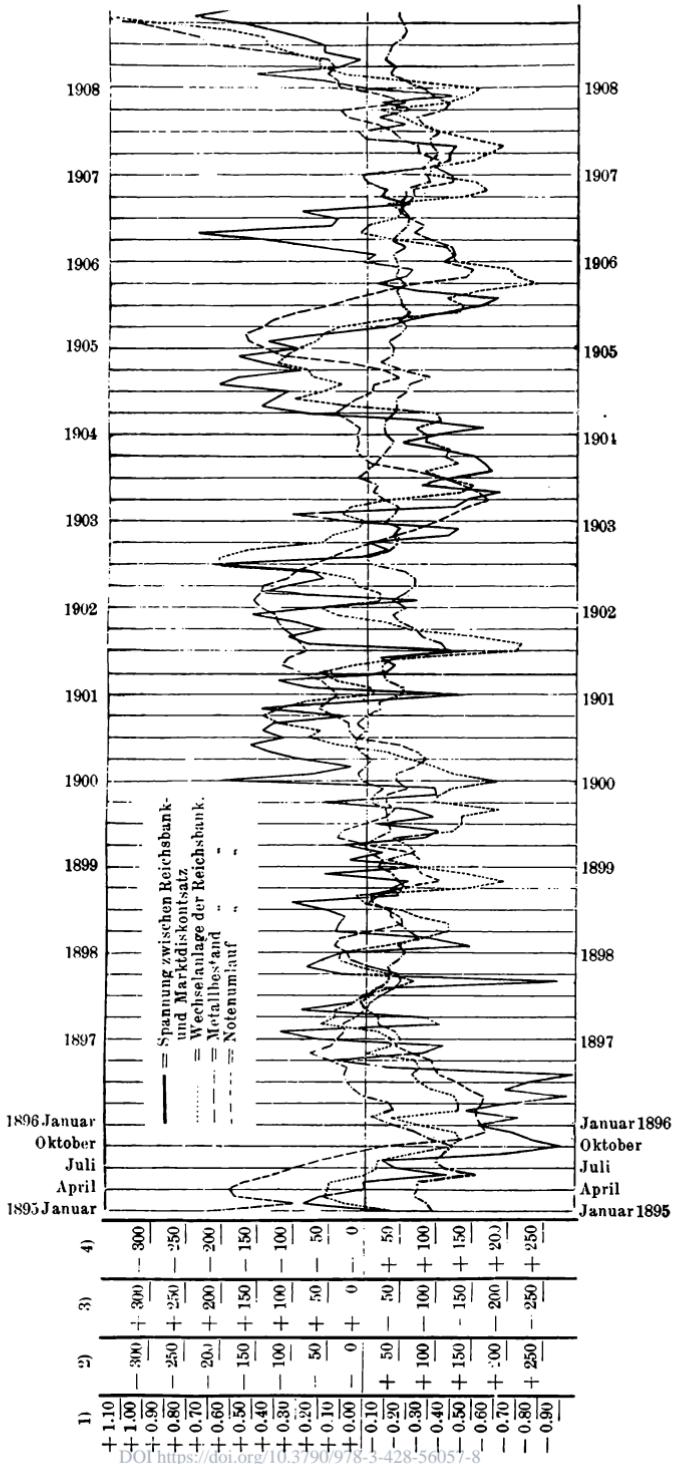
Zunahme (+) oder Abnahme (—) der monatlichen Durchschnitte des Reichsbanksatzes und des ungedeckten Notenumlaufs gegenüber den Durchschnitten der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres.



1) Skala des Bankdiskontsatzes. — 2) Skala des ungedeckten Notenumlaufs.

### Diagramm 13.

Zunahme (+) oder Abnahme (—) der monatlichen Durchschnitte des Spannung zwischen Reichsbank- und Marktdiskontsatz, der Wechselanlage, des Metallbestandes und des Notenumlaufs der Reichsbank gegenüber den Durchschnitten der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres.



<sup>1)</sup> Skala der Spannung zwischen Reichsbank- und Marktdiskontsatz. — <sup>2)</sup> Skala der Wechselanlage der Reichsbank. — <sup>3)</sup> Skala des Metallbestandes der Reichsbank. — <sup>4)</sup> Skala des Notenumlaufs der Reichsbank.

und zwar auf Kosten eines zunehmend stärkeren Notenumlaufs und eines zunehmend geringeren Metallzuwachses, der sogar im Oktober in eine Abnahme überschlug. Unter diesen Umständen sah sich die Reichsbank im November veranlaßt, ihren Diskontsatz ziemlich stark bis Februar 1896 weiter zu erhöhen. Der Marktdiskontsatz folgte jedoch sofort nach, die Differenz nahm immer noch sehr stark ab, die Kreditansprüche an die Bank stiegen. Da nun aber von März bis August 1896 der Banksatz wieder stabil blieb und der Marktdiskontsatz immer noch stieg, erhöhten sich auch fortwährend die Summen der Anlagen, und zwar in der Hauptsache auf Kosten des Metallbestandes, weniger dagegen des Notenumlaufs, welch letzterer bis April stets weniger zunahm, von Mai ab sogar zunehmend zurückgehende Beträge aufwies. Daher mußte die Reichsbank wiederum von September 1896 bis März 1897, namentlich aber Oktober 1896, ihren Satz erhöhen. Der Marktdiskontsatz folgte nicht gleich rasch und hielt sich in den Monaten Oktober 1896 und Januar und Februar 1897 nicht mehr so eng an den Reichsbanksatz. Die Summen der Kreditansprüche an die Bank nahmen daher nicht mehr so stark zu und blieben von März ab sogar hinter denen des Vorjahres zurück. Die Folge war, daß der Status sich weniger stark verschlechterte, indem der Notenumlauf, besonders aber der Metallbestand, bei günstigen Wechselkursen weniger stark abnahm. Daher konnte der Reichsbankdiskontsatz ohne wesentliche Änderung des Status von April 1897 bis Januar 1898 stabil bleiben. Da im Dezember 1897 auch der Metallvorrat wieder wachsende Beträge zeigte, erniedrigte die Reichsbank im Februar und März 1898 ihren Diskontsatz. Der Marktdiskontsatz aber wich in den gleichen Monaten nur wenig und führte der Bank ziemlich bedeutende Ansprüche zu. Als nun gar im April bei Ausbruch des spanisch-amerikanischen Krieges der Barbestand der Bank wieder stark in Mitleidenschaft gezogen wurde, mußte diese zunächst bis August ihren Zinsfuß erhöhen. Der Marktdiskontsatz stieg zwar anfangs ebenso

rasch; da jedoch die Differenz besonders bis August zunahm, und sich der Status bis August und September in weniger starker Progression verschlimmerte, hielt die Reichsbank mit der Anziehung der Diskontschraube im September und Oktober etwas zurück. Bei steigender Tendenz des Marktdiskontsatzes nahmen jedoch die Anlagen gewaltig zu, so daß einmal der Notenumlauf stärker anschwoll, besonders aber der Barvorrat sehr stark abnahm. Die Reichsbank zog daher von November 1899, besonders aber Februar 1899 ihren Diskontsatz wieder stärker an, sodaß die Wechselanlagen weniger stark wuchsen, der Notenumlauf bereits April eine geringe Abnahme, der Barvorrat bei günstiger internationaler Zahlungsbilanz im Mai und Juni sogar nicht unerhebliche Zunahmen erfuhr. In den gleichen Monaten verlangsamte daher die Reichsbank wiederum das Tempo der Diskonterhöhung; da aber der Marktsatz immer noch steigende Tendenz zeigte, nahmen die Anlagen sehr rasch wieder zu; sie stiegen sogar zunehmend rasch bis September, trotzdem die Reichsbank von Mai bis Oktober erhebliche Diskonterhöhungen hatte eintreten lassen. So wurde erst Oktober und November der Diskontansturm an die Bank etwas zurückgedrängt; als aber der Bankdiskontsatz mit der Steigerung im November und Dezember 1899 nachließ, stiegen die Anlagen sofort wieder stärker an, und erst neue erhebliche Diskontsatzerhöhungen von Januar bis Juni 1900 hielten den Marktdiskontsatz in merklichem Abstand und wirkten retardierend auf die Zunahme der Anlagen. Diese zeigten sogar seit Juni 1900 starke Rückgänge, und auch der Barvorrat, der seit August 1899 bis Anfang 1900 stark abgenommen hatte, wies seit Juli 1900 trotz des hohen Wechselkurses gegenüber Frankreich und England zunehmend wachsende Beträge auf. Seit Juli 1900 trat denn auch eine sehr scharf markierte, lang anhaltende Besserung des Reichsbankstatus ein. Mit dem Umschwunge der Konjunktur schnellte der Marktdiskontsatz sehr rasch von seiner Höhe herab, so daß der Bankdiskontsatz kaum folgen konnte. Die Anlagen nahmen sehr stark ab, während der

Barvorrat bis Ende 1902 in stets steigendem Maße anschwoll. Nur im Dezember 1900 und Januar 1901 (20. Dezember 1900 Verhaftung der Direktoren der preuß. Hyp.-Akt.-Ges.-Bank und der deutschen Grundschuldbank) und im Juli 1901 (13. Juni Zahlungseinstellung der Dresdener Kreditanstalt; 25. Juni Zahlungseinstellung der Leipziger Bank), in welcher Zeit die Reichsbank durch besonders günstige Kreditgewährung der deutschen Volkswirtschaft über ihre schwierige Lage hinwegzuhelfen versuchte, wurde die Differenz zwischen Markt- und Bankdiskontsatz infolge allzu schnellen Falles des Banksatzes wieder etwas geringer, so daß die Anlagen vorübergehend stark anwuchsen, ohne jedoch die weitere günstigere Entwicklung des Status zu beeinflussen; schon Ende 1901 und Anfang, besonders aber Mitte 1902 erfuhren die Anlagesummen wiederum erhebliche Rückgänge. Diese günstigen Verhältnisse des Reichsbankstatus gingen mit Oktober 1902 zu Ende. Mit diesem Monate machte sich das ausländische Kapitalbedürfnis in einer rapiden Abnahme des Barvorrates stark fühlbar. Während aber die Reichsbank noch November und Dezember 1902 ihren Satz unverändert ließ, stieg der Marktdiskontsatz bereits seit November wieder an, so daß auch die Wechselanlagesummen nur noch sehr wenig zurückgingen. Unter diesen Umständen mußte die Reichsbank von Januar bis September 1903 ihren Satz zunehmend erhöhen. Da aber der Marktdiskontsatz sehr rasch nachfolgte, nahmen die Summen der Anlagen bis Anfang 1904 ganz gewaltig zu. Dagegen zeigte der Barvorrat infolge des Kapitalzuflusses aus England, Frankreich und Amerika von Mitte 1903 ab bis Mitte 1904 wieder steigende Beträge. Trotzdem so der Status der Reichsbank sich nicht ganz ungünstig gestaltete, erhöhte diese doch von Februar bis Juni 1904, allerdings nicht sehr erheblich, ihren Satz. Der des Marktes folgte zunächst rasch im Februar nach, sank jedoch von März ab mehr und mehr vom Banksatze zurück und verringerte dadurch die Summe der Wechselanlage der Bank. Da jedoch trotzdem September 1904 der Barvorrat abnahm,

mußte diese ihren Satz, nachdem sie ihn von August bis September konstant erhalten hatte, von Oktober 1904 bis Januar 1905 wieder erhöhen. Unter dem Einflusse der ausländischen Zahlungsbilanz schwoll der Barvorrat bis etwa Mitte 1905 ganz gewaltig an, während zugleich infolge des Falles des Marktsatzes die Anlagen immer noch bis April 1905 stark abnahmen. Die Bank konnte deshalb ihren Satz von Februar bis August 1905 zunehmend stark herabsetzen. Da jedoch der Marktdiskontsatz von April bis August nur noch geringer abnahm, und so die Anlagen von Mitte 1905 bis April 1906 (namentlich Oktober 1905) ganz ungewöhnlich anschwollen, und da auch der Barvorrat von September ab besonders bis Dezember eine gewaltige Abnahme aufwies, so mußte die Bank von Oktober 1905 ab, namentlich im März und April 1906 ihren Satz zunehmend erhöhen. Dadurch wurden die Diskontansprüche an sie bis Mai etwas zurückgehalten. Der Marktdiskontsatz eilte jedoch dann den Bewegungen des Bankdiskontsatzes nach und die Anlagesummen nahmen besonders November 1906 und Mai 1907 gewaltig zu. Der Status der Bank war so Ende 1906 und Anfang 1907 bei stark abnehmendem Barvorrate und auch erheblich zunehmendem Notenumlauf sehr ungünstig<sup>1)</sup>), besserte sich jedoch gegen Mitte 1907 bei weniger stark anwachsenden Anlagesummen und bei kurz zunehmendem Barvorrat bis Oktober 1907, um sich aber bis Dezember 1907 wieder wesentlich zu verschlechtern. Die Hochkonjunktur war in Deutschland bereits in der zweiten Hälfte 1907 (vgl. S. 97 insbes. Anm. 1) gebrochen, aber die ausländischen Ansprüche lasteten noch immer wie Saugnäpfe auf dem gesamten deutschen Markte. Der Privatdiskontsatz wurde zu gewaltiger Höhe emporgetrieben und führte der Reichsbank ungeheure Ansprüche, und zwar meistens auf

---

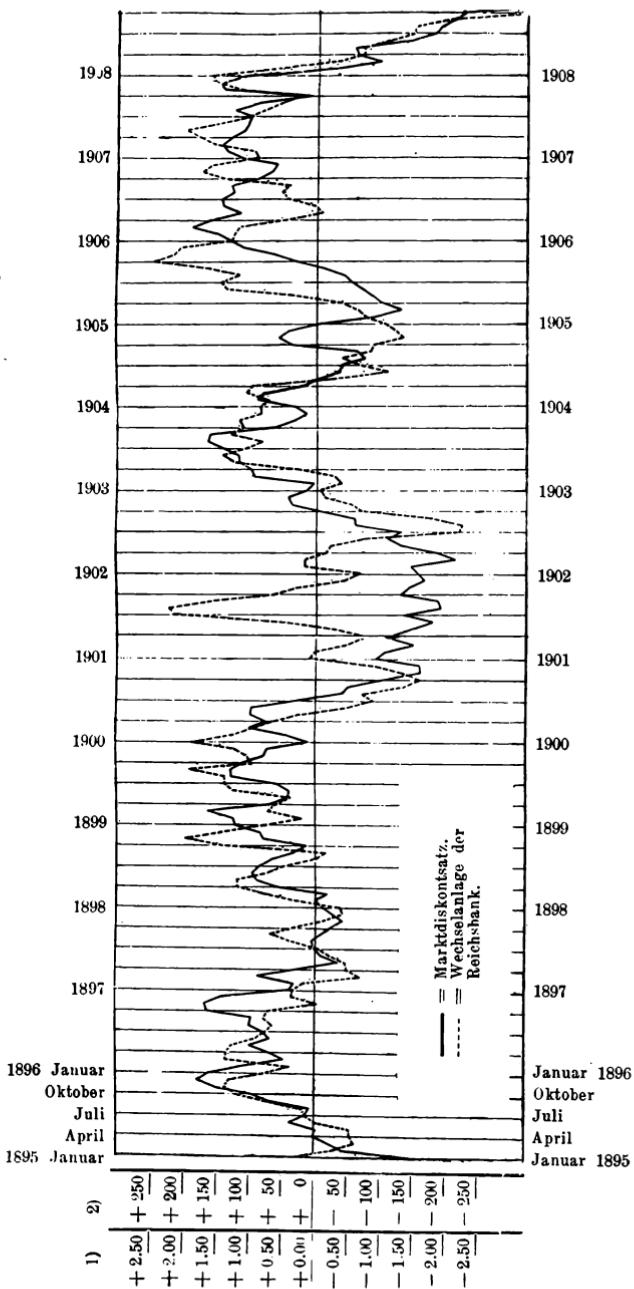
<sup>1)</sup> Weder das Gesetz, betreffend die Ausgabe von Reichsbanknoten zu 50 und 20 Mk. vom 20. Februar 1906, noch das, betreffend die Ausgabe von Reichskassenscheinen zu 5 und 10 Mk. vom 5. Juni 1906, die zum Schutze des Goldbestandes erlassen waren, konnten diese Entwicklung wesentlich beeinflussen.

Kosten des Barbestandes, zu. Dieser war, seit Mitte 1905 mit Ausnahme von September und Oktober 1907 ständig in starker Abnahme, zu bedenklich tiefem (innerhalb unserer Periode zum absolut tiefsten) Stande herabgesunken. Bei der Höhe der Wechselkurse wurden die stofflosen Zahlungsmittel, die die Bank zur Erhaltung des Metallbestandes bei ihren Zahlungen anbot, zurückgewiesen, und es wurde Gold verlangt. Da die gesetzliche Deckung bedroht war, das Gold aber abfloß, so hielt die Bank die zurückgewiesenen stofflosen Zahlungsmittel, namentlich die Reichskassenscheine, zurück, die sie ja gesetzlich auch zur Deckung verwenden konnte. Die ganz ungewöhnlich hohe Summe gerade dieser Gattung von gesetzlichen Deckungsmitteln im Jahre 1907 (vgl. Tabelle 49, S. 184/85) legt denn auch treffendes Zeugnis ab von der Kraft des damaligen Goldabflusses und von der Not der Bank, ihren gesetzlichen Deckungsverpflichtungen nachzukommen. So sehr sie auch durch Erhöhung ihres Satzes den Goldentnahmen zu entgehen versuchte, der Marktdiskont folgte immer gleich nach. Erst von Anfang 1908 ab wich der ausländische Alpdruck. Da sank auch der Marktdiskontsatz sofort ganz ungeheuer rasch herab, so daß der Reichsbanksatz kaum folgen konnte. (Nur im April und Mai wurde der Marktdiskontsatz infolge äußerer Einflüsse noch einmal kurz aufgehoben.) Die Spannung zwischen beiden Sätzen nahm bis gegen Ende des Jahres sehr stark zu, die Wechselanlage ganz rapid ab, und der Metallbestand schwoll so rasch und zu einer absoluten Höhe an, wie noch nie zuvor innerhalb unserer Periode. Im Dezember des Jahres zeigt diese günstige Entwicklung wiederum infolge äußerer Einflüsse eine merkliche Abschwächung; diese letztere aber scheint sich bis gegen Ende des folgenden Jahres 1909 weiter entwickelt zu haben.

Daraus ergibt sich, daß der Reichbankdiskontsatz im allgemeinen keinen entscheidenden Einfluß auf die Gestaltung des Marktdiskontsatzes hat ausüben können, da einerseits der Reichsbankdiskontsatz, um eine größere

### Diagramm 14.

Zunahme (+) oder Abnahme (—) der monatlichen Durchschnitte des Marktdiskontsatzes und der Wechselanlage der Reichsbank gegenüber den Durchschnitten der gleichen Monate des jeweiligen Vorjahres.



1) Skala des Marktdiskontsatzes. — 2) Skala der Wechselanlage der Reichsbank.

Affektion des Deckungsverhältnisses bei allzu starker Veränderung der Anlagesummen zu vermeiden, den Bewegungen des Marktdiskontsatzes gegenüber sich nicht gleichgültig verhalten konnte, und da andererseits eine Affektion des Deckungsverhältnisses und daher des Banksatzes, wie sie der internationale Zahlungsverkehr mit sich brachte, jeweils auch den Stand des Marktdiskontsatzes beeinflußt hat. Die Wirkung des Reichsbankdiskontsatzes auf den Marktdiskontsatz war daher infolge der Schwerfälligkeit in der Bewegung des ersten lediglich eine die Schwankungen des letzteren mildernde.

Dies bekräftigt namentlich ein Vergleich der Gestaltung der Anlagesummen, die wir als Maßstab des Einflusses des Reichsbankdiskontsatzes auf den Marktdiskontsatz ansehen können, mit unserer Marktdiskontsatzkurve (Diagramm 14).

Je mehr deprimierend der Banksatz auf den Marktsatz wirkt, desto mehr muß die Steigerung der Anlagesummen eine Depression der Marktsatzkurve zur Folge haben, und umgekehrt. Unsere Zeichnung jedoch zeigt, daß fast regelmäßig zunehmende Wechselanlage und steigender Marktdiskontsatz, abnehmende Wechselanlage und sinkender Marktdiskontsatz zusammenfallen, ohne daß der Wechsel der Bewegung der Anlagesummen in der Kurve des Marktdiskontsatzes zum Ausdrucke gelangt.

## Schluss.

### **Rückblick und Ausblick auf die Zinsfußentwicklung.**

Damit sind wir mit der Schilderung der Ursachen der Zinsfußbewegung zu Ende gekommen. Wir haben gesehen, daß vornehmlich die Gewinnquote es war, die der Zinsfußbewegung die Richtung vorzeichnete, daß die auswärtigen Kapitalmärkte diese nur wellenförmig ablenken konnten, und daß die Elastizität des Geldumlaufs, soweit sie von der Reichsbankpolitik ausging, eine nur wenig zutage tretende stabilisierende Wirkung ausübte. Wenn wir uns daher fragen, ob die allgemeine aufwärtsgehende Bewegung des Zinsfußes, die mit Anfang unserer Periode einsetzt, wohl eine dauernde oder nur eine vorübergehende Erscheinung ist, so müssen wir vor allen Dingen die zukünftige Gestaltung der Gewinnquote und alle die Momente zu überschauen suchen, denen wir den größten Einfluß auf diese Gestaltung zugeschrieben haben. Da es nun durchaus nicht ausgeschlossen erscheint, daß die Kapitalkonzentrations- und Kapitalassoziationsbestrebungen und besonders die Entwicklung der Elektrotechnik bereits zum Abschluß gelangt sind, so dürfen wir wohl annehmen, daß mit Ende unserer Periode die steigende Tendenz des Zinsfußes noch nicht erlahmt ist, und daß wir nach Überwindung der mit Anfang 1908 einsetzenden Wirtschaftskrise einer neuen kräftigen Aufwärtsbewegung und einem neuen großen Hochstande des Zinsfußes entgegengehen.