



Staats- und
Universitätsbibliothek
Bremen

Staats- und Universitätsbibliothek Bremen

DFG Projekt Die Grenzboten

Die Grenzboten

Berlin u.a., 1841 - 1922

Mankiewitz, Paul: Unsre Staatsanleihen und die Reichsfinanzreform

urn:nbn:de:gbv:46:1-908



Unsre Staatsanleihen und die Reichsfinanzreform

Von Paul Manfiewitz, Direktor der Deutschen Bank in Berlin



Die bevorstehende Reichsfinanzreform, die allem Anschein nach das wichtigste Ereignis in der Finanzgeschichte des Deutschen Reiches werden dürfte, hält die Erörterung der Frage wach, wie für die Folge die Ausgabe von Anleihen des Reiches und Preußens zu behandeln und am besten der Markt dieser Anleihen zu schützen wäre. Bei dieser Betrachtung sollen die Anleihen der andern Bundesstaaten nicht berücksichtigt werden, da diese Staaten in der Regel unabhängig von den Maßnahmen des Reiches und Preußens ihre Anleihen ausgeben, während die beiden letzten fast immer gemeinsam den Kapitalmarkt in Anspruch zu nehmen pflegen.

Bei der Tatsache, daß die Kurse der Anleihen keine der Änderung des Geldmarkts entsprechende Gestaltung erfahren haben — sie waren bei der stärksten Anspannung des Marktes verhältnismäßig höher als zur Zeit der gegenwärtigen Geldfülle —, erscheint es zunächst notwendig, festzustellen, wie sich die Kurse der einzelnen Anleihen im Verhältnis zum Reichsbankdiskont und zu der allgemeinen Lage des Geldmarkts entwickelt haben. So war zum Beispiel der Kurs der $3\frac{1}{2}$ prozentigen, 1907 fälligen Schatzanweisungen am 10. Oktober 1905 100,20 Prozent; der Reichsbankdiskont war damals 5 Prozent, der Privatsdiskont $3\frac{3}{4}$ Prozent, und die Reichsbank war mit einem Betrage von 268 Millionen Mark Noten in der Steuerpflicht. Zu demselben Zeitpunkt notierten die

$3\frac{1}{2}$ prozentigen Reichsanleihen	100,75 Prozent	und die
3	89,40	"

Am 10. Oktober 1906 notierten bei einem offiziellen Diskontsatz von 6 Prozent, einem Privatsatz von $4\frac{3}{4}$ Prozent und einer steuerpflichtigen Notenausgabe der Reichsbank von 398 Millionen Mark die

$3\frac{1}{2}$ prozentigen Schatzscheine	. 98 $\frac{3}{4}$ Prozent,	die
$3\frac{1}{2}$ Reichsanleihen	. 98,10	" und die
3	. 86,30	"

Am 10. Oktober 1907 waren bei einem Bankdiskontsatz von $5\frac{1}{2}$ Prozent, einem Privatsatz von $4\frac{3}{4}$ Prozent und einer steuerpflichtigen Notenausgabe der Reichsbank von 395327000 Mark folgende Kurse zu verzeichnen:

$3\frac{1}{2}$ prozentige Schatzscheine . . .	98,80	Prozent,
$3\frac{1}{2}$ " Reichsanleihen . . .	94,40	"
3 " " . . .	85,40	"

und selbst am 31. Dezember 1907 waren bei einem Reichsbankdiskont von $7\frac{1}{2}$ Prozent, einem Privatsatz von $6\frac{1}{4}$ Prozent und einer steuerpflichtigen Notenausgabe von 626 Millionen Mark die Kurse der genannten Papiere 98,75 Prozent, 93,60 Prozent, $82\frac{3}{4}$ Prozent; seitdem haben wir eine überaus günstige Entwicklung der Geldverhältnisse gehabt; trotzdem stehen gegenwärtig bei einem Reichsbankdiskont von 4 Prozent, einem Privatsatz von $2\frac{7}{8}$ Prozent und bei einer steuerfreien Notenreserve der Reichsbank von etwa 180 Millionen Mark (Ausweis vom 31. August)

die 4prozentigen Schatzscheine . . .	99,60	Prozent,
" $3\frac{1}{2}$ " Anleihen . . .	92,10	"

nur die 3prozentigen Anleihen notieren etwas höher als am Schlusse des Vorjahres, nämlich 84 Prozent.

Daraus geht hervor, daß sich die Kursentwicklung unsrer Anleihen den Sätzen des Geldmarkts nicht anpaßt. Am auffälligsten zeigt sich dies bei den vierprozentigen Schatzscheinen mit fünfjähriger Laufzeit; denn während noch im vorigen Jahre bei einem Reichsbankdiskont von $5\frac{1}{2}$ Prozent 300 Millionen Mark Schatzscheine sehr bedeutend überzeichnet wurden, ist jetzt bei einem offiziellen Zinssatz von 4 Prozent und einem Privatdiskont von etwa 3 Prozent die Aufnahmefähigkeit für die vier- und fünfjährigen Schatzscheine sehr viel geringer. Der Kurs hält sich auf 99,60 Prozent, während am 12. Juni 1907 bei einem Reichsbankdiskont von $5\frac{1}{2}$ Prozent und einem Privatsatz von $4\frac{1}{2}$ Prozent ein Höchstkurs von 100,70 Prozent zu verzeichnen war.

Seit dem Tiefstande der Kurse im Anfang dieses Jahres hat sich im allgemeinen eine wesentliche Besserung des Anlagemarkts vollzogen. Deutschland hat durch seine Aufnahmefähigkeit für Staats-, Kommunal- und sonstige Anleihen eine Kapitalkraft gezeigt, die in solcher Stärke nach der außergewöhnlichen Geldkrise des vorigen Jahres von niemand vorausgesehen werden konnte.

Seit dem 1. Januar 1908 wurden an der Berliner Börse eingeführt:

1. Anleihen des Reiches und der Bundesstaaten im Betrage von	1178000000	Mark
2. Provinzial- und Stadtanleihen im Betrage von	412254900	"
3. Pfandbriefe inländischer Hypothekenbanken im Betrage von	285000000	"
4. Obligationen industrieller Unternehmungen im Betrage von	215800000	"
zusammen	2091054900	Mark

die zum allergrößten Teile von deutschen Kapitalisten gekauft wurden; denn das Ausland beteiligte sich in Erwägung der zeitweiligen politischen Unsicherheit und aus Furcht vor einer ungünstigen Gestaltung der deutschen Finanzen mit Käufen nur in ganz geringem Maße. Konnte doch jeder aus französischen und englischen Zeitungen sehen, mit welchem Pessimismus man unfre Finanzverhältnisse betrachtete. Bei der Unkenntnis, die im Auslande über deutsche Angelegenheiten verbreitet ist, herrschte in London und Paris in weiten Kreisen das Gefühl vor, als wenn nicht nur der deutsche Handel und die deutsche Industrie, sondern auch das Reich und die Bundesstaaten vor unüberwindlichen Schwierigkeiten stünden.

Hieraus ergibt sich unbedingt die Folgerung: Es ist für die Dauer unmöglich, mit den Anleihemissionen des Reiches und Preußens in gleicher Weise wie in den letzten Jahren vorzugehen, wenn nicht unser Anleihecredit aufs äußerste gefährdet und das Kapital auf lange Zeit vom Kauf deutscher und preussischer Anleihen abgeschreckt werden soll. Aufgabe der Finanzreform wird es darum auch sein, durch eine gesunde Ausgleichung des Budgets fortlaufende Emissionen von Anleihen zur Deckung von Defizits zu verhindern.

Für die verschiedenen Reichs- und Staatsverwaltungen wird es ja bei den großen Ansprüchen, die an sie gestellt waren, außerordentlich schwer sein, sich genügend Beschränkungen aufzuerlegen. Auch steht es fest, daß es keine besser fundierten und konsolidierten Anleihen gibt als die des preussischen Staates und des Reichs. Aber die Ansprüche beider (Preußen hat zum Beispiel die großen Bedürfnisse der Eisenbahnen, die in andern Ländern, wie in England und Frankreich, von den Eisenbahnen selbst getragen werden, als eigener Unternehmer zu leisten) müssen nach und nach befriedigt werden. Es ist notwendig, sich der Aufnahmefähigkeit der Märkte und des Kapitals anzupassen. Haben das Reich und der Staat dringende Geldbedürfnisse, so müssen diese meiner Ansicht nach entsprechend den Gepflogenheiten Englands und Frankreichs durch Ausgabe kurzfristiger Schatzwechsel gedeckt werden. Diese kurzfristigen Schatzwechsel, die je nach den Dispositionen der Finanzverwaltungen 3, 6, 9 und 12 Monate laufen, können von den Banken als Wechsel in ihr Portefeuille genommen und sehr wohl nach Bedarf bei Fälligkeit verlängert werden. Frankreich hat eine schwebende Schuld von mehr als 1 Milliarde Franken aus Vorschüssen und Bons du Tresor; England hat zurzeit etwa $14\frac{1}{2}$ Millionen Pfund Sterling (rund 290 Millionen Mark) Treasury bills im Umlauf — Anfang 1905 waren es jedoch 28633000 Pfund Sterling — rund 572 Millionen Mark —, die von den Banken der betreffenden Länder gern genommen werden. In England werden diese Bills im Wege des „Tender“ ausgegeben, das heißt, es werden Kurs- beziehungsweise Zinsgebote auf die auszugebenden Beträge eingefordert. In Deutschland könnte man es wohl mit einem ähnlichen Vorgehn versuchen, obgleich ich nicht verkenne, daß wir in Deutschland nicht einen derartig großen

offnen Geldmarkt haben wie in London und in Paris, wo außer den Banken mit einer großen Anzahl reicher Privatbankiers und anderer Privatfirmen zu rechnen ist, die sich an dem „Tender“ beteiligen. Meines Wissens sind in Preußen augenblicklich gar keine solchen in Form von Wechseln (also ohne Coupons) ausgestellten Schatzanweisungen im Umlauf. Das Reich, das vorübergehend einmal bis zu 350 Millionen Mark bei der Reichsbank und vielleicht auch noch an andern Stellen begeben hatte, hat gegenwärtig die Reichsbank mit etwa rund 102 Millionen Mark solcher Schatzanweisungen in Anspruch genommen. Mir erscheint es weit richtiger, derartige kurzfristige Schatzwechsel in erhöhtem Maße auszugeben, als den Markt mit Anleihen oder mit verzinslichen Schatzanweisungen von drei-, vier- und fünfjähriger Laufzeit zu überflutten.

Es mag ja für die Leiter der Finanzverwaltungen nicht sehr angenehm sein, sich mit Schatzwechseln zu behelfen. Ich sehe aber gar keinen andern Ausweg, wenn nicht die Schädigung des Anleihemarkts in Permanenz erklärt werden soll. Preußen verfügt zurzeit über sehr bedeutende Mittel, die es offenbar durch Rückzahlung der am 1. Oktober fälligen Schatzscheine nicht schwächen will. Diese Politik ist vielleicht auch darauf zurückzuführen, daß für das nächste Jahr mit Sicherheit für Eisenbahnen und zur Bestreitung sonstiger Zwecke mit der Ausgabe eines großen Anleihebetrags zu rechnen ist. Trotzdem hätte man besser getan, zur Deckung der am 1. Oktober fälligen $3\frac{1}{2}$ prozentigen mit Coupons versehenen Schatzscheine kurzfristige Schatzwechsel auszugeben, anstatt durch das Angebot des Umtausches in neue 4prozentige Schatzanweisungen mit dreijähriger Laufzeit, die sich mit 4,20 Prozent verzinsen, einen neuen Druck auf den Markt der Anleihen und besonders der verzinslichen Schatzanweisungen auszuüben. Denn bei einem Privatdiskont von $2\frac{3}{4}$ Prozent ist eine Verzinsung von $4\frac{1}{5}$ Prozent für die dreijährigen Schatzanweisungen eine für Preußens finanzielle Stellung überaus ungünstige Erscheinung, insbesondere auch wegen ihrer nachteiligen Rückwirkung auf den Zinsfuß für ländliche und städtische Hypothekenbeleihungen.

Die großen Banken und Bankfirmen Deutschlands können leichter Schatzwechsel mit einer Umlauffrist von 6, 9 und 12 Monaten übernehmen, die ihre Liquidität nicht beeinträchtigen, als sich dauernd mit Anleihen und mehrjährigen Schatzanweisungen belasten, deren Verkäuflichkeit und Absatzfähigkeit in ernstesten Zeiten des Geldmarkts, wie wir gesehen haben, überaus begrenzt war. Ich kann keinen Grund dafür einsehen, warum nicht durch die Staatsgesetze des Reiches und Preußens die Beträge von Schatzwechseln, die die Finanzbehörden zur Deckung vorübergehender Bedürfnisse ausgeben dürfen, wesentlich erhöht werden.

Neben der Schonung des Marktes unsrer Anleihen durch nicht zu häufige und zu große Emissionen scheint mir der zweite Hauptfaktor für die bessere

Kursgestaltung darin zu liegen, daß der Börsenmarkt der Anleihen dauernd unter Kontrolle gehalten wird.

In England werden unabhängig von der Ausgabe neuer Anleihen fortgesetzt Käufe von Konsols für den sinking fund (Tilgungsfonds) getätigt; in Frankreich wird der Markt der französischen Renten durch Ankäufe der Sparkassen, die gesetzlich verpflichtet sind, ihre Gelder in französischer Rente anzulegen, dauernd gestützt. In Deutschland und Preußen haben wir außer der Preußischen Staatsbank (Seehandlung) keine Stelle, die bei Angebot im Markt mit ihrer Intervention eingreift, wobei noch zu erwähnen ist, daß auch die Seehandlung nur verhältnismäßig geringe Summen aufzunehmen vermag, um sich nicht mit ihren Mitteln festzulegen.

Um die im Interesse des Marktes überaus notwendige Möglichkeit zu wirkungsvollen Interventionen im gegebenen Moment zu schaffen, scheint mir der einfachste Weg der zu sein, daß die Schuldentilgung nicht wie bisher durch Kompensationen erfolgt, sondern durch wirkliche Ankäufe an der Börse vor sich geht. Nach den gesetzlichen Bestimmungen hat Preußen jährlich mindestens $\frac{3}{5}$ vom Hundert der jeweiligen Staatsschulden zu tilgen. Das Reich hat zur Zeit vorhandener Überschüsse in den Jahren 1896 bis 1900 rund 143 Millionen Mark getilgt. Nun betragen unter Zurechnung der in diesem Jahre begebenen Anleihen die Schulden Preußens rund $8\frac{3}{4}$ Milliarden Mark, die des Reiches rund $4\frac{1}{4}$ Milliarden Mark; $\frac{3}{5}$ Prozent Tilgung bedeuten also für Preußen 50 Millionen Mark, für das Reich 25 Millionen Mark, mithin könnten, wenn die Schuldentilgung durch Ankauf im Markte erfolgt, jährlich insgesamt etwa 75 Millionen Mark aufgenommen werden. Geschehn die Ankäufe im richtigen Augenblick, so würde man voraussichtlich durch sie dann schon ein Heruntergehen der Kurse verhindern können.

Noch mehr wäre es wünschenswert, daß man durch die Durchführung der Reichsfinanzreform in die Lage käme, die Tilgung auf mindestens 1 Prozent zu erhöhen; dann würden zur Aufnahme und zur Tilgung von Anleihen durch Rückkäufe im Markte etwa 90 Millionen Mark im Reiche und Preußen zur Verfügung stehn. Gleichviel, ob entsprechende Aufträge an urteilsfähige Privatbanken oder Privatbankiers gegeben werden, oder ob die Reichsbank und die Seehandlung, denen man zu diesem Zweck ein beratendes Komitee aus Leitern von Banken und aus den Kreisen von Privatbankiers zur Seite stellen könnte, die Ankäufe direkt vornehmen, in jedem Falle würde dies dem Markte unsrer Anleihen eine so kräftige Stütze gewähren, daß sich bald eine langsam steigende Kursentwicklung einstellen würde. Unter allen Umständen aber würden scharfe Kursrückgänge ohne jedweden äußern Anlaß, wie wir solche in den letzten Jahren häufig und zumeist als eine Folge des führer- und käuferlosen Marktes zu beobachten Gelegenheit hatten, mit Leichtigkeit vermieden werden können. In England ist der Markt für Konsols so umfangreich, daß in der Regel

An- und Verkäufe von mehreren 100 000 Pfund Sterling ohne nennenswerten Einfluß auf den Kurs bleiben. In Paris werden mit einer Kursspannung von nur 5 bis 10 Centimes Millionen von französischen Renten gehandelt. In Berlin hat oft das Angebot von wenigen 100 000 Mark genügt, um den Kurs um $\frac{1}{4}$ Prozent und mehr zu werfen. Hat man aber, wie oben ausgeführt ist, jährlich zusammen 90 Millionen Mark von Anleihen des Reiches und Preußens nach und nach zu kaufen, so würde man sicherlich ohne Schwierigkeiten den Markt befestigen können.

Je beständiger dann die Kurse bleiben, um so leichter wird man nachher neue Anleihen ausgeben können; denn nichts hat die Kapitalisten und das sparende Publikum mehr zurückgeschreckt, ihre Mittel in unsern Anleihen anzulegen, als die Angst vor dem stetigen Rückgang der Kurse infolge der fortgesetzten Schaffung neuer Emissionen.

Tritt eine Besserung der bisherigen Zustände nicht ein, so ist zu befürchten, daß Inland und Ausland unsern erstklassigen Staatsanleihen gegenüber dauernd Zurückhaltung zeigen werden. Die Unbeliebtheit unsrer Anleihen, die durch die Unbeständigkeit und durch den Rückgang ihrer Kurse hervorgerufen wird, kann, von ganz außergewöhnlichen Verhältnissen abgesehen, nur verhindert werden durch eine stetige Überwachung des Marktes und durch das Eingreifen der kontrollierenden Stelle im richtigen Augenblick.

Für die Gesundung unsers Anleihemarktes ist es von der größten Wichtigkeit, daß bei der bevorstehenden Reichsfinanzreform ein Überschuß für Tilgungszwecke gefunden wird. Irgendwie nennenswerte Verluste infolge dieser, wir wollen den Ausdruck gebrauchen: Amortisationsaufnahmen werden für das Reich und Preußen nicht entstehn, im Gegenteil wird dadurch, daß die Begebung neuer Anleihen auf besserer Grundlage vor sich gehn kann, ein nicht zu unterschätzender Mehrerlös und Ausgleich erreicht werden.

Ich möchte wiederholen: vermehrte und erhöhte Anwendung von Schatzwechseln in der Finanzgebarung des Reiches und Preußens, keine neuen Anleihen zur Deckung unproduktiver Ausgaben, planmäßige, durch das Budget festgelegte Tilgung durch Ankäufe am Markte durch eine die Kursentwicklung ständig überwachende Stelle halte ich für die Erfordernisse, die geeignet sind, den Markt unsrer Anleihen zu beleben und deren Kursstand auf eine Höhe zu bringen, die der politischen und finanziellen Machtstellung und der volkswirtschaftlichen Kraft des Deutschen Reiches und Preußens entspricht.

