Werk

Titel: Die Bewegung des Kapitalzinses unter dem Einflusse der Entwickelung

Autor: Vogel, Emanuel Hugo

Ort: Tübingen

PURL: https://resolver.sub.uni-goettingen.de/purl?345616871_0072|log30

Kontakt/Contact

Digizeitschriften e.V.
SUB Göttingen
Platz der Göttinger Sieben 1
37073 Göttingen

info@digizeitschriften.de

I. ABHANDLUNGEN.

DIE BEWEGUNG DES KAPITALZINSES UNTER DEM EINFLUSSE DER ENTWICKELUNG[1]).

Von

Dr. EMANUEL HUGO VOGEL,
Privatdozent der Universität Wien.

Alle Erscheinungen der Entwickelung sowohl als ihrer Störungen finden einen deutlich erkennbaren Ausdruck im Kapitalzinse und seiner wechselnden Höhe, seiner Bewegung. Nicht die Entstehung des Kapitalzinses als solchen ist vom Standpunkte und im Rahmen der Entwickelungstheorie von grundsätzlichem

1) Die nachfolgende Abhandlung beruht in ihren Grundlagen auf dem Gedanken einer organischen Entwickelungstheorie, wie sie der Verfasser in seinem gleichzeitig erscheinenden Buche: »Die Theorie des volkswirtschaftlichen Entwickelungsprozesses und das Krisenproblem« (mit besonderer Berücksichtigung der englischen Wirtschaftsentwickelung bis zum Ausbruche des Weltkrieges), Wien, Verlag Alfred Hölder, systematisch und dogmenhistorisch darzustellen versucht hat. Auf dieses Buch wird daher im Texte mehrfach Bezug genommen.

Jede Arbeit, welche Fragen der Wirtschaftsentwickelung behandelt, muß von den Voraussetzungen einer Friedenswirtschaft und damit eines wenigstens im Prinzipe uneingeschränkten internationalen Wirtschaftsverkehres ausgehen, wie er vor Ausbruch des Weltkrieges bestand und voraussichtlich nach Abschluß desselben oder in einem späteren Zeitpunkte sich wieder zur allgemeinen Geltung durchsetzen wird. In dem für die Behandlung des Entwickelungsproblems im vorzit. Buche gewählten Rahmen soll nun die vorliegende Abhandlung der Untersuchung einer Spezialfrage, den Bewegungserscheinungen des Kapitalzinses unter dem Einflusse der Wirtschaftsentwickelung gewidmet sein, wobei die abgelaufene Friedensepoche bis zum Kriegsausbruche das natürliche und geeignetste Untersuchungsobjekt bildet. Einer späteren separaten Arbeit behält sich der Verfasser noch die Untersuchung des Unternehmereinkommens (bez. Unternehmergewinnes) und seiner Bewegung im Gefolge der Wirtschaftsentwickelung vor.

Interesse, sondern vor allem die Gesetze seiner Bewegung. Die Frage, ob der Kapitalzins erst das Produkt einer dynamischen, vom Entwickelungsprinzipe beherrschten Wirtschaft ist oder unabhängig hievon auch in einer entwickelungslosen, stationären Wirtschaft existieren müßte, ist daher hier nicht zu lösen, hat übrigens auch in dem Momente keine positive praktische Bedeutung, wo man die Existenzmöglichkeit eines rein statischen, entwickelungslosen Wirtschaftszustandes überhaupt abzulehnen genötigt ist. Im Rahmen einer dynamisch gedachten, von Entwickelung, wenn auch in ihren Anfängen noch so schwach belebten Wirtschaft, bildet der Kapitalzins wohl unzweifelhaft (und zwar sobald Kapitalbildung und Geldwesen einsetzen, in den Formen des Geldzinses) eine unumgängliche, essentielle Institution jeder auf Privateigentum und Verkehrsfreiheit fußenden Volkswirtschaft [1]).

Im großen und ganzen kommen hier zwei Fragen in Betracht: einmal der Zusammenhang zwischen der wechselnden Höhe (Bewegung) des Zinsfußes und der Intensität des Entwickelungsverlaufes, dann die allgemeine Bewegungstendenz des Kapitalzinses in einer ihrem Grundcharakter nach evolutionären Volkswirtschaft. In ersterer Hinsicht ist der Zinsfuß von Geldwertveränderungen abgesehen stets vor allem ein Ausdruck der zugrundeliegenden Kapitalbewegung und wir werden es daher in erster Linie speziell mit der letzteren zu tun haben, wobei die für die Verhältnisse des inneren Marktes in jeder modernen Volkswirtschaft außerordentlich wichtige Kapitalbewegung vom Inland zum Ausland und umgekehrt, der Kapitalimport und -export, eine besondere Rolle spielen wird. Was die zweite Problemfrage anbelangt, so hat man die tatsächliche Beobachtung eines unter gewissen Voraussetzungen im Verlaufe längerer Entwickelungsepochen eingetretenen Sinkens des Kapitalzinsfußes zum Ausgangspunkte einer, diese Erscheinungen verallgemeinernden Theorie gemacht.

---

1) Die Gründe, welche gegen die Annahme statischer Wirtschaftszustände als einer realen Wirtschaftserscheinung sprechen, wurden des näheren in dem oben zitierten Buche I. Teil, 4. Kap.: »Statik oder Dynamik als Grundtatsache der Volkswirtschaft« ausgeführt.

Vor den Anfängen der Geldwirtschaft werden wir uns im Austausch- und Leihverkehr einen den Zins vertretenden, im Wesen auf gleichen wirtschaftlichen Gründen beruhenden Ersatz für die leihweise Güterüberlassung denken müssen. (So auch *Sax*, Der Kapitalzins, Berlin 1916, S. 98 und 105 f.) Die Kontroverse wurde jüngst bekanntlich in *Schumpeters* »statischer Wirtschaftstheorie« aufgerollt und hiezu insbes. von *Böhm-Bawerk* in treffendster Weise Stellung genommen.

Es ist dies die schon in der klassischen Nationalökonomie (insbes. von *J. St. Mill*) eingehend erörterte Minimumtheorie.

1. Zusammenhang zwischen der Bewegung des Zinsfußes und den Phasen des Entwickelungsverlaufes, sowie die Einflüsse des internationalen Kapitalverkehres hierauf.

Daß der Zinsfuß in der Regel äußerlich den Verlauf der gesamten Entwickelungsbewegung widerspiegelt, also in der Aufschwungsperiode steigt, in der Depressionsperiode sinkt, ist zunächst eine natürliche Folge der zugrundeliegenden Vorgänge auf dem Kapitalmarkte, indem der stärkere Kapitalbedarf des Aufschwunges von einem Ansteigen des Zinsfußes, die geringere Verwendungsmöglichkeit des Kapitales und seine Akkumulation während des Abstieges im allgemeinen von einem Sinken des Zinsfußes begleitet sein wird. Die größere oder geringere Nachfrage nach Kapital wird so ein Schwanken des Zinsfußes bewirken, das nicht nur von Monat zu Monat, von Tag zu Tag, sondern auch im Vergleiche des Durchschnittes längerer Zeiträume, insbes. ganzer Kalenderjahre zu beobachten ist und den gesamten Bewegungsverlauf des Wirtschaftsprozesses von Phase zu Phase charakteristisch zum Ausdruck bringt. Ein dauerndes Gleichbleiben des Zinsfußes, sei es auf einem höheren oder niedrigeren Niveau, wird daher aus den gleichen Gründen, aus denen die Ungleichmäßigkeit des Wirtschaftsverlaufes und der Wechsel seiner Bewegungsrichtung folgt, ausgeschlossen sein. Ist letzterer in unserer Wirtschaftsorganisation kausal als notwendig anzusehen (siehe hierüber näheres in meinem eingangs zit. Buche II. Teil, 3. Kap.), dann macht auch der Kapitalzins für die Regel, soweit nicht besondere Ursachen im Geld- und Kreditmechanismus eine Ablenkung bewirken, die gleiche Bewegung mit.

Da der Zinssatz vor allem eine Konsequenz von Angebots- und Nachfrageverhältnissen des Kapitalmarktes ist, so muß seine Höhe und Bewegung unmittelbar durch den Entwickelungsvorgang beeinflußt werden. Soweit ein hoher Kapitalzins auf einem Zurückbleiben des Kapitalangebotes gegenüber der Nachfrage, also auf einem Kapitalmangel beruht, wie dies häufig gegen Ende einer länger dauernden oder sehr intensiven Aufstiegsperiode der Fall zu sein pflegt, wird er äußerlich als eine »Hemmung« weiterer Entwickelung funktionieren und unter Umständen den Zeitpunkt

der höchsten Spannung, der Wendung, markieren, geradeso, wie sein niedriger Stand im Depressionsstadium die Kapitalfülle anzeigt und so äußerlich als »Stimulans« zum Wiedereinsetzen erhöhter Investitions- und Betriebstätigkeit wirkt. Da aber der Leihzinsfuß in jedem Falle nur gleich einem Manometer den jeweiligen Stand der wirtschaftlichen Kräfteverhältnisse anzeigt, so liegt auch in seiner »Doppelfunktion« als Förderer wie als Hemmnis der Entwickelung kein Widerspruch, wie dies von manchen Seiten angenommen wurde, er ist eben auf jeden Fall nur eine Begleiterscheinung, ein Symptom des Fortschrittes wie Rückschrittes und ihrer tieferen Ursachen im Kapitalisierungsprozeß. Weder ist also der Zins eine »Prämie« für die Errungenschaften der Entwickelung oder gar der »Träger« der letzteren, bez. vom Bestande eines Entwickelungsvorganges abhängig (so *Schumpeter*), noch ist er eine »Bremse« des letzteren, noch weniger eine »Steuer auf den Unternehmergewinn« (*Schumpeter* S. 413)[1]), er ist jedenfalls eine ganz allgemeine, vom Bewegungsverlaufe (mag dieser nun Fortschritt, Rückschritt oder zeitweilig stationärer Zustand sein) nicht in seiner Existenz, sondern nur in seiner Höhe abhängige Erscheinung der Volkswirtschaft, ein wechselnder Anteil des Kapitales am Ergebnisse der Wirtschaft für seine Mitwirkung am Produktions- und Umsatzprozesse, mag diese Mitwirkung beim »Unternehmer« i. e. S. als dem Hauptfall des »Produktivzinses« oder bei irgendeinem anderen Wirtschaftssubjekte (einschließlich des Staates oder öffentlicher Körper) im Falle des »Konsumtivzinses« statthaben. Auf die Gründe dieser Zurechnung, wie die theoretische Erklärung des Kapitalzinses einzugehen, fällt selbstverständlich außerhalb des Rahmens dieser Arbeit. Wir haben lediglich den Zusammenhang zwischen Entwickelung und Zinsfußbewegung und die wichtigsten Gründe der letzteren weiter zu verfolgen.

Im allgemeinen liefert die Untersuchung der neueren, insbes. der englischen Wirtschaftsgeschichte hiezu eine Reihe von Erfahrungssätzen. Die stärkere oder schwächere Intensität des Phasenverlaufes wird mit großer Schärfe durch das Emporschnellen oder Sinken des Diskontsatzes, dessen Schwankungen im allgemeinen die entgegengesetzte Bewegung wie der Barvorrat durch-

1) *Schumpeter* nimmt an, daß der Zins überhaupt nur dem »Unternehmer«, nicht auch anderen Wirtschaftssubjekten, abgesehen vom Falle des Konsumtivkredites, etwas entzieht, was ihnen sonst zufallen würde.

machen, gekennzeichnet. Intensität der Entwickelung und Steigen des Leihzinsfußes in der Aufschwungsperiode stehen in ebensolchem offensichtlichen Zusammenhange wie Unterbrechung und Intensität des Rückganges im raschen Sinken des letzteren ihren Ausdruck finden. Auch bezüglich Dauer der Phasen dürften in der Zinsfußbewegung gewisse Anzeichen erkennbar werden. Längere Phasen, d. h. eine gleiche Bewegungsrichtung des volkswirtschaftlichen Prozesses durch längere Zeit, lassen sich im allgemeinen nur bei nicht allzu starken und nicht zu häufigen Abweichungsintensitäten des Zinsfußes beobachten. Dies ist einerseits bei einer allmählicheren, durch Rückschläge wenig unterbrochenen Aufstiegsbewegung der Fall, wofür die ganze Aufschwungsepoche seit Ueberwindung der Depression in den 90er Jahren in England bis zur Gegenwart in der andauernd steigenden Grundbewegung des Zinsfußes ein Beispiel bietet, andererseits ist eine länger dauernde Depression durch ein längeres Verweilen des Zinsfußes auf niedrigem Niveau gekennzeichnet. (So die Zeiträume 1892—1897, 1884—1888 in England; siehe das eingangs zitierte Buch: I. Teil, 2. Kap.)

Der Zusammenhang zwischen aufsteigender und absteigender Entwickelungsbewegung und dem hiedurch bedingten stärkeren oder geringeren Kapitalbedarf der Volkswirtschaft einerseits, der Bewegung des Zinsfußes andererseits, ist völlig klar und enthält an sich nichts Problematisches. Nun ist aber die Menge des für produktive Anlage im Inlande zur Verfügung stehenden Kapitales einer gegebenen Volkswirtschaft und damit die Bewegung ihres Leihzinsfußes insbes. auch abhängig von der Bewegung dieses Kapitales zwischen Inland und Ausland, dem Kapitalimport und -export. Letzterer erlangt damit auf die Phasengestaltung und den gesamten Entwickelungsverlauf in einer jeden am Weltverkehr teilnehmenden Volkswirtschaft einen außerordentlich wichtigen Einfluß. Nicht um eine Ablenkung vom normalen Gang des volkswirtschaftlichen Bewegungsverlaufes, sondern um einen wichtigen ursächlichen Faktor der Entwickelung selber handelt es sich bei der Kapitalanlage im Auslande und der modernen Wanderbewegung des mobilen Kapitales auf dem internationalen Geld- und Kreditmarkte. Auch diese Verschiebungen finden im Zinsfuß, speziell im Devisensatze und dem Wechseldiskont ihren Ausdruck, die Schwierigkeit wird nur darin liegen, daß hiedurch das Bild der aus der inneren volkswirtschaftlichen

Produktion hervorgehenden Entwickelung, soweit man letztere am Symptome der Zinsfußbewegung ablesen will, getrübt wird[1]). So stellt sich denn die Zinsfußbewegung von vorneherein als etwas Komplexes, als das Produkt des gesamten Geld- bez. Kapitalumlaufes in seinen verschiedenen Funktionen und Bewegungsrichtungen dar. Wir wollen nun speziell einige Zusammenhänge zwischen der Kapitalbewegung von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft und dem Entwickelungsverlauf, sowie der Phasengestaltung klarzustellen versuchen[2]).

Es gibt eine ganze Reihe volkswirtschaftlicher Gründe einer solchen Kapitalbewegung. Sie wird je nach ihrer Art in verschiedenem Maße den Konjunkturen- und Phasenverlauf beeinflussen. Einen der wichtigsten Gründe des Kapitalimports und -exportes bilden zunächst die Ergebnisse der Zahlungsbilanz und innerhalb derselben wieder ihres wichtigsten Faktors, der Handelsbilanz, insbes. das Verhältnis der Wareneinfuhr und -ausfuhr. Bei günstigen Konjunkturen der Exportindustrien in der Aufschwungsperiode wird die steigende Beteiligung der betreffenden Volkswirtschaft an der Güterversorgung anderer Länder, der Warenexport, zweifellos infolge der hieraus erwachsenden Forderungen gegenüber dem Auslande eine Besserung der Zahlungsbilanz, event. einen Kapitalimport bewirken. Dem steht allerdings die in der Aufschwungsperiode ebenfalls häufige Steigerung der Rohstoffeinfuhr für die Produktionsmittelindustrie wie auch event. die Einfuhr von Konsumgütern gegenüber, die eine gegenteilige teilweise kompensierende

1) Aus diesem Grunde vermag über den Gesamtcharakter der Entwicklungsbewegung nur eine Mehrheit von Symptomen, darunter insbes. jene der industriellen Produktion Aufschluß zu geben.

So weist z. B. *Brezigar* in seiner Abhandlung »Die wirtschaftlichen Konjunktur- und Depressionswellen in Oesterreich«, Zeitschr. f. Volksw., Sozp. u. Verwaltg. 23. Bd. 1914, S. 29 nach, daß der sonst stets zu konstatierende Parallelismus von Diskontsatz und Konjunktur im J. 1908 versagt hat. Obwohl der prozentuelle Gewinn der industriellen Unternehmungen in diesem Jahre bedeutend gestiegen ist, ist der Diskontsatz gefallen. *Brezigar* meint, daß, falls die österreichische Volkswirtschaft isoliert gewesen wäre, der Diskontsatz viel höher gewesen wäre und die Ursache des niedrigeren Standes nur die wirtschaftliche Depression Deutschlands und Westeuropas bildeten.

2) Mit dieser Frage haben sich beschäftigt: *Oldenberg*, »Zur Theorie der volkswirtschaftlichen Krisen«, *Schmollers* Jahrb. 1903 (III/IV), dann insbes. *Liefmann*, »Ueber den Einfluß des internationalen Kapitalverkehres auf die Krisen«, Jahrb. f. Nationalök. u. Stat. 1904, 27. Bd., S. 169 f.

Kapitalbewegung im Gefolge haben können[1]). Jedenfalls dürfte aber aus einem starken Anteil der Exportindustrien an den Konjunkturen einer Aufschwungsperiode eine Stärkung der Zahlungsbilanz, eine Befruchtung des Kapitalmarktes durch Zufluß ausländischen Kapitales oder doch Begründung von Kapitalforderungen und Zinsenansprüchen und damit eine weitere Intensivierung der Aufschwungsperiode hervorgehen. Dem Steigen des Diskontsatzes infolge des inländischen Kapitalbedarfes in der Aufschwungsperiode tritt als gegenwirkendes Moment der Kapitalzufluß aus den Forderungen gegenüber dem Auslande gegenüber. Dies erleichtert die Situation und vermag unter Umständen auch eine Verlängerung einer gegebenen Aufschwungsphase herbeizuführen[2]). Die Exportförderung erscheint so auch unter diesem Gesichtspunkte der Erhaltung einer Aufschwungsbewegung und der Gewinnung von Gegengewichten gegen Rückschläge oder Schwankungen der Konjunkturen des heimischen Marktes von großer Bedeutung. Die Arbeit für den Export, für den Bedarf ausländischer Wirtschaftsgebiete vermag so gleich einer Verteilung des wirtschaftlichen Risikos zu wirken, Kompensationen für Ausfälle zu bieten und dies um so mehr, auf je verschiedenere Wirtschaftsgebiete sie sich bezieht. Diese Sicherung und Regulierung wird sohin, von außerwirtschaftlichen Störungen abgesehen, auf den Phasenverlauf in ausgleichendem Sinne wirken[3]).

1) Hier und im folgenden ist selbstverständlich unter Zufluß oder Abfluß von Kapital nicht bloß der Bargeldzu- oder -abfluß, sondern die Veränderung des Aktiv- oder Passivstandes an geldwerten Forderungen und Verpflichtungen einer Volkswirtschaft, also die Aenderung ihrer Kapitalbereitschaft zu verstehen.

2) Gerade die Wirtschaftsgeschichte Englands in der neueren Zeit bis zum Ausbruch des Weltkrieges scheint darauf hinzudeuten, daß die ununterbrochen starke Steigerung der Warenausfuhr, die immer zunehmende Betätigung der für den Export arbeitenden englischen Industrie, zu dem anhaltenden Charakter der Aufstiegsperiode seit den 90er Jahren bis zur Gegenwart und zur leichteren Ueberwindung kleiner durch außenwirtschaftliche Rückschläge, außenpolitische Einflüsse usf. dazwischen getretener Rückschläge namhaft beigetragen hat.

Wohl zu unterscheiden in den wirtschaftspolitischen Wirkungen ist aber von der steigenden Tätigkeit der heimischen Exportindustrie, also dem Warenexport, die steigende Kapitalbeteiligung an ausländischen Unternehmungen und damit der unmittelbare Kapitalexport (s. u.).

3) Entgegengesetzter Ansicht ist *Oldenberg* (oben zit. Abhandlung S. 74). Nach seiner Ansicht bietet der starke Warenexport des Industriestaates dem Mißgeschick eine besonders breite Angriffsbasis. Denn der Warenexport konzentriere sich meist auf Produktionsmittel, und gerade die Produktionsmittelindustrien seien

Die Produktion für den Export ist für Länder, welche eine einflußreiche Position auf dem Weltmarkte erringen oder behalten wollen, auch deshalb von außerordentlicher Bedeutung, weil hierauf ihre Stellung als »Kapitalexportland«, als Geldgeber und Begründer neuer wirtschaftlicher Einflüsse und Interessensphären sich gründet. Nur dadurch erscheint es, wie sich bei England und in wachsendem Maße bei Deutschland vor dem Kriege gezeigt hat, möglich, die aus dem Import von Nahrungsmitteln und Rohstoffen für einen Industriestaat erwachsenden Kapital- und Zinsenverpflichtungen zu paralysieren.

Wieder anders ist wohl der unmittelbare Kapitalexport, die Kapitalabwanderung nach dem Auslande i. e. S. zu beurteilen. Hier kann es sich zunächst um die Kapitalbeteiligung an ausländischen Unternehmungen oder um Gründungsgeschäfte in solchen, dann um den Erwerb ausländischer Industrieeffekten, Emission derselben an inländischen Börsen, endlich um das Ausleihen von Kapital im Wege der großen Giro- und Depositenbanken im Akzept-, bez. Rembourskredit handeln.

Was die erste Kategorie, die unmittelbare Beteiligung an ausländischen Industrieunternehmungen oder Gründungen mit inländischem Gelde im Auslande anbelangt, so ist sie eine mit dem Konjunkturenstande zusammenhängende Sache intensiven Unternehmungsgeistes [1]). Die Beobachtung der englischen wie der deutschen Wirtschaftsgeschichte zeigt, daß im allgemeinen das Haussestadium jene Periode ist, in der das Beteiligungs- und Gründungsfieber wächst, da eben diese Art der Kapitalverwendung

---

es, von denen die Krisen in erster Linie ihren Ausgang nehmen. Darin scheint mir eine einseitige Hervorhebung einer der Wirkungen des Warenexportes zu liegen, nämlich insofern als er hiedurch an erweiterten Konjunkturgefahren teilnimmt. Das ist ebenso richtig, als es zutrifft, daß im allgemeinen der Industriestaat eher Krisen ausgesetzt ist als der Agrarstaat. Aber auf der anderen Seite vergrößern sich auch die Verwendungsmöglichkeiten des Kapitals, wird eine Risikoverteilung und ein Gegengewicht gegen eventuelle Rückschläge auf dem inneren Markte geschaffen. Richtig ist aber, daß eine aus dem Warenexport bez. den hiefür arbeitenden Produktionsmittelindustrien resultierende Krisengefahr sich unter Umständen auch dem inneren Markte mitteilt.

1) Insbes. wird es sich hier auch um die Begründung von Filialen einheimischer Industrie- und Handelsunternehmungen im Auslande handeln, um hiedurch neue Absatzgebiete zu erlangen. Immer haben wir also die unmittelbare Erstreckung der Unternehmertätigkeit selbst auf das Ausland vor Augen, nicht das erst unten zu besprechende Effektengeschäft und internationale Kapitalleihgeschäft der modernen Geld- und Kreditinstitute.

stark von spekulativen Momenten beeinflußt ist[1]). In diesem Falle wird die hieraus resultierende Kapitalabwanderung unter Umständen die Deckung des ohnehin stärkeren Kapitalbedarfes im Inlande noch erschweren und so zinsfußsteigernd wirken. Die Intensität der Aufschwungsperiode wird hiedurch erhöht, ihre Dauer aber unter Umständen abgekürzt werden, da um so rascher die Grenze der Steigerungsfähigkeit erreicht wird. Die entgegengesetzte Tendenz zeigt sich im allgemeinen in den Zeiten der Depression, was die Aufstauung des Kapitales und die Niedrighaltung des Zinsfußes verstärkt.

Der bloße Erwerb ausländischer Industrieaktien durch inländische Kapitalisten, die Emission oder Aufnahme ausländischer Effekten überhaupt, dürfte vom inneren Stand der heimischen Volkswirtschaft und seinen Depressions- oder Aufschwungserscheinungen nur insoferne abhängen, als bei sehr günstigen Konjunkturen des Inlandes, hohem Zinsfuß und verlockenden Rentabilitätsaussichten in heimischen Industriewerten, der Drang nach Anlage in »Exoten« nicht so stark sein wird. Hier dürfte also die Zeit des eigenen Aufschwunges mit ihrem hohen, ertragversprechenden Kapitalbedarf dem Kapitalabfluß in ausländischen Industriewerten, sofern sie nicht besonders hohe Verzinsung in Aussicht stellen, eher ungünstig sein. Dagegen pflegen spekulative Kreise in Zeiten der Depression sich eher dem Erwerbe ausländischer Effekten zuzuneigen, die eine Beteiligung an auswärtigen Konjunkturen ermöglichen, wodurch der Kapitalakkumulation entgegengewirkt wird[2]). Ob dies soweit geht, unter Umständen eine Verlängerung der Depression herbeizuführen, kann wohl allgemein gewiß nicht angenommen werden, erscheint aber nicht ausgeschlossen. Die Intensität der Depression, soweit sie in psychischen Momenten liegt, wird gewiß dann erhöht, wenn Abwanderungen des heimischen Kapitales in größerem Maße die Hoffnungslosigkeit des letzteren hinsichtlich einer baldigen Wiedererholung dokumentieren. Größeren Einfluß dürfte hier wohl der umgekehrte Vorgang der Zurückziehung des aus-

1) In dieser Hinsicht stimme ich vollständig mit *Liefmann* (siehe die oben zit. Abhandlung) überein.

2) Allerdings wirkt auch hier im Effektenhandel, jedenfalls aber weniger als im Falle der unmittelbar auf das Ausland erstreckten Unternehmertätigkeit, das früher erwähnte Moment der in der Depression gelähmten Geschäftslust und erhöhter Vorsicht, selbst auf die spekulativen Kreise retardierend.

ländischen Kapitales aus inländischen Unternehmungen in der Depressionszeit üben, doch wird sich überhaupt in beiden Richtungen der Einfluß der Kapitalabwanderung wie des Kapitalzuflusses weniger im Ankauf oder Abstoß von Effekten als in den viel wichtigeren und ausschlaggebenderen Aenderungen des internationalen Kapitalkredites äußern [1]).

Dies führt uns zum dritten und, was die Beeinflussung des Hausse- wie Depressionsstadiums anbelangt, gewiß wichtigsten Momente: dem für industrielle Anlagen zur Verfügung stehenden Leihkapitale der großen am Weltverkehr teilnehmenden Banken. In dieser Richtung müssen wir das eigentliche Herrschaftsgebiet des Zinsfußes, wie es in seinen Rückwirkungen auf das internationale Wirtschaftsleben und die heimische Volkswirtschaft sich äußert, erblicken. Die Internationalität des Geld- und Kreditmarktes in Zeiten normalen weltwirtschaftlichen Verkehres bewirkt es, daß überhaupt nicht bloß das Kapitalangebot und die Kapitalbereitschaft der heimischen Volkswirtschaft, sondern auch jene der als internationale Geldgeber fungierenden ausländischen Volkswirtschaften mit in Betracht kommen. Dadurch wird zugleich das Problem der volkswirtschaftlichen Einzelentwickelung wesentlich vielseitig bedingter und komplizierter. Wenn auch auf dem internationalen Kapitalmarkte vorwiegend gewisse Volkswirtschaften (vor dem Weltkriege England, Deutschland, Frankreich) als hauptsächliche Geldgeber, als Kapitalexporteure fungieren, so ist dies doch nicht in ausschließlichem Sinne zu nehmen, da jede dieser Volkswirtschaften je nach der Situation des eigenen Marktes auch jeweils Empfänger von Kapital sein wird. Am charakteristischsten ist wieder das Bild des englischen Kapitalexportes [2]). In der Kon-

1) Die Finanzierung ausländischer staatlicher oder städtischer Anleihen kommt als unter Umständen wichtige, aber doch nur fallweise Ursache von Kapitalexport in Betracht. Soweit sie nicht wie in Frankreich überwiegend von politischen Momenten geleitet war, bot sie dem inneren Markte Ersatz für fehlende Anlagemöglichkeiten, ist aber jedenfalls kein Faktor, der als Mittel regulärer Beeinflussung des Kapitalmarktes und Zinsfußes eine Rolle spielen könnte.

2) Die Gesamtsumme der britischen Anlagen im Auslande belief sich Ende 1910 nach der Schätzung des »Statist« auf die gewaltige Summe von 3,2 Milliarden Pfund, einschließlich der nicht öffentlich erfolgten Anlagen sogar auf $3^1/_2$ Milliarden Pfund. Hievon entfallen etwa 53 Proz. auf Amerika, 16 Proz. auf Asien, 14 Proz. auf Afrika, 12 Proz. auf Australien, 5 Proz. auf Europa. Etwa 1560 Millionen sind von den britischen Kolonien und Besitzungen, 1640 Millionen von fremden Ländern, darunter 42 Proz. von den Vereinigten Staaten aufgenommen

zentrierung des gesamten Rembourskredites in London mit Hilfe der »colonial- and foreign banks« lag ein guter Teil der Weltherrschaft Englands auf dem Kapitalmarkte vor dem Kriege begründet, durch die deutsche Bankkonzentration in den 4 D-Banken, insbes. durch die Tätigkeit der »Ueberseebanken« hatte Deutschland begonnen, in ähnlicher Weise wirksam zu werden. Im allgemeinen wird für die Kapitalbewegung im internationalen Bankkredit der Stand des Zinsfußes im Gläubiger- bez. Schuldnerlande maßgebend sein, wodurch mittelbar das Gesamtverhältnis der Konjunkturen, der zeitliche Verlauf von Aufschwungs- und Depressionsperioden in den beteiligten Ländern Einfluß gewinnt. Durch das Medium des Zinsfußes tritt die internationale Kapitalbewegung mit dem Entwickelungsstande und der Bewegungsphase der einzelnen Volkswirtschaft in Beziehung.

Der hohe Zinsfuß einer Volkswirtschaft in deren Hausseperiode ist jedenfalls geeignet, den Zustrom ausländischen Kapitales ebenso zu verstärken, wie der niedrige Zinsfuß der Depressionsphase dieses fernhält und umgekehrt event. das Leihkapital des eigenen Landes zur auswärtigen Anlage veranlaßt [1]). Die unmittelbaren Wirkungen eines Kapitalzustromes während der Hausseperiode infolge hohen Zinsfußstandes werden nicht nur, wie *Liefmann* annimmt, eine Intensivierung der Aufschwungsphase, sondern in kapitalarmen Ländern, wenn sonst Kapitalmangel eingetreten wäre, eine spekulative Verlängerung derselben herbeiführen, die unter Umständen die krisenhafte Form des Umschwunges auszulösen oder zu verstärken vermag. Die Spannung des Zinsfußes wird hiedurch allerdings eine zeitweise Erleichterung erfahren, ohne daß aber die Gefährlichkeit der Situation selbst

worden. Von diesen 1640 Mill. Anlagen in fremden Ländern dienen 60 Proz. direkt oder indirekt dem Eisenbahnbau. Die 3,2 Milliarden öffentlicher Kapitalanlagen im Auslande geben einen jährlichen Ertrag von rund 166 Millionen Pfund. Ganz besonders zu beachten ist aber, daß das dem Ausland geliehene Kapital überwiegend nicht in bar, sondern in Erzeugnissen der britischen Industrie (insbes. Eisenbahnmaterial) ausgeführt wird, so daß wir es also auch hier nicht mit einer »Bargeldbewegung«, sondern, wie in der Regel auf dem Gebiete des Leihkapitals, mit einem »Handelskredite« zu tun haben. Die statistischen Daten stammen aus dem Deutschen Handelsarchiv, Jahrg. 1911, 2. Bd., S. 398.

1) Ein Teil dieser Kapitalbewegung kann sich unter Umständen gewiß auch in der früheren Form des Rückverkaufes ausländischer Effekten seitens inländischer Kapitalisten in der Hausse behufs Geldbeschaffung oder des Ankaufes ausländischer Effekten in der Depression behufs Geldanlage vollziehen.

gemildert würde, sobald einmal die realen Voraussetzungen des Aufschwunges zu schwinden drohen. Bei Fortdauer der Kapitalfülle (zumal in einem an sich reichen Lande) kann aber die infolge des ausländischen Kapitalangebotes gesteigerte Intensivierung der Produktion auch die entgegengesetzte Folge einer überstürzten Ausnützung und Abkürzung der Aufschwungsperiode nach sich ziehen. Jedenfalls vermag dies zu einer Verschärfung des Wendestadiums zu führen, so daß die internationale Kapitalbewegung dann als Krisenursache wirksam wird[1]). Der Grund ist darin gelegen, daß eben der Zustrom bez. die Heranziehung ausländischer Kapitalkräfte zur Finanzierung des Aufschwunges alle jene Gefahrmomente der Ungleichmäßigkeit zu erhöhen geeignet ist, die man im allgemeinen als die Ursachen des wellenförmigen Bewegungs- und Entwickelungsverlaufes der Volkswirtschaft bezeichnen kann[2]). Darunter spielt gewiß das von *Liefmann* in den Vordergrund gerückte Moment der »Disproportionalität zwischen der einmaligen Ausdehnung der Konsummittelindustrie und der dauernd gesteigerten Leistungsfähigkeit der Produktionsmittelindustrie« eine Hauptrolle, da durch das vom Auslande kommende Kapital zunächst nicht die Kaufkraft der breiten Massen, sondern nur das zu Gründungen und spekulativer Ausdehnung bereite Kapital der Banken und der Industrie vermehrt wird (S. 179). Doch deshalb den Kapitalimport vom Auslande in Zeiten der Hausse überhaupt nicht für eine günstige Erscheinung zu halten, scheint mir unzutreffend. Nur jene Volkswirtschaft wird hiedurch gefährdet werden können, die nicht auch selbst ihrerseits am Kapitalexport zu gegebener Gelegenheit teilnimmt, die weiters nicht ihrerseits eine starke Exportindustrie besitzt, welche ihr von vorneherein einen Anteil am Weltmarkte und ein Gegengewicht von Forderungsberechtigungen gegenüber der im Aufschwungsstadium leicht sprunghaft ansteigenden Summe von Auslandsverpflichtungen sichert. Aus diesem Grunde kann ich auch dem Schlußurteile *Liefmanns* nicht beistimmen, welcher deshalb »in der Hausse an sich nichts Gutes und nicht das Normale« zu erblicken vermag,

1) Speziell für Englands Volkswirtschaft dürfte dies des öfteren der Fall gewesen sein.

2) Siehe mein mehrfach zit. Buch: »Die Theorie des volkswirtschaftlichen Entwickelungsprozesses usf.«, II. Teil, 3. Kap. sub 1. —

In ganz besonderem Maße gilt dies natürlich für den ersterwähnten Fall an sich kapitalarmer Länder, welche ihren Aufschwung überwiegend mit ausländischen Mitteln finanzieren.

vielmehr annimmt, daß »die Zeit der Stagnation, die nach den Erschütterungen der Krise wieder eine größere Ruhe und Gleichmäßigkeit des Wirtschaftslebens bringt, der eigentlich naturgemäße Zustand der Volkswirtschaft ist« (S. 179). Es sei dies der Zustand, in welchem man, wie das Herabgehen des Diskontes zeige, fremdes Kapital nicht mehr brauche und die Geschäfte zwar nicht glänzend, aber befriedigend gehen. Weder des internationalen Kapitalverkehres, noch des »Aufschwunges« im eigentlichen Sinne kann die Volkswirtschaft wohl richtigerweise entbehren, nur die Ungleichmäßigkeit des Entwickelungsverlaufes erscheint als das Uebel, das aber durch die Solidität des Bankwesens, die Tragfähigkeit der Geld- und Krediteinrichtungen einer Volkswirtschaft und die gesellschafts- wie gemeinwirtschaftlichen Sicherungsmittel wenigstens in der heutigen Zeit erheblich abgeschwächt zu werden vermag.

Etwas schwieriger ist der Einfluß des internat. Kapitalverkehres auf den Mechanismus des Depressionsstadiums zu beurteilen. Die nächste Wirkung ist eine Zurückziehung, ein Abfließen des fremden Leihkapitales, schon infolge des gesunkenen Zinsfußes. Späterhin, nachdem die ersten Schwierigkeiten in der Liquidierung von Engagements, in der Erfüllung von Schuldverpflichtungen überwunden sind, wird die mangelnde Anlagegelegenheit für das inländische Kapital, insbes. die am internat. Kapitalverkehre beteiligten Bankinstitute, zum Kapitalexport in ähnlicher Weise wie zur Anlage in fremden, rentablen Werten veranlassen. Hier glaube ich in teilweiser Uebereinstimmung mit *Liefmann,* daß dieser Prozeß in keiner Weise eine Verlängerung oder Verstärkung der Baisse (so *Oldenberg*) bedeutet. Im ersten Momente allerdings kann unter Umständen die Zurückziehung des ausländischen Kapitales, wenn sie unter dem Eindrucke der Krisenfurcht in überschneller Weise erfolgt, die Depression verschärfen, event. den Krisenzustand im Wendungsstadium herbeiführen. Davon abgesehen aber ist die Zurückziehung des ausländischen Leihkapitales selbst bei kapitalstarken Volkswirtschaften nur ein natürlicher Ausgleichungsprozeß, der weder die Baisse notwendig verlängert noch verschärft. Speziell die Zuwendung von Teilen des heimischen Kapitales zu fremden rentablen Anlagen schafft neue Verdienstmöglichkeiten und kann eine Erleichterung der Lage bewirken. Anders allerdings wäre die Wirkung in beiden Richtungen im Falle kapitalschwacher,

stark vom Auslande gestützter Volkswirtschaften zu beurteilen. Hier müßte im Sinne *Oldenbergs* zumal bei rascher Kreditentziehung tatsächlich eine wesentliche Verstärkung und event. auch Verlängerung der Depression die Folge sein. So kann man denn im Gesamtergebnis der Ansicht *Liefmanns* vollständig zustimmen, daß die Zurückziehung des fremden Kapitales wie der teilweise Export eigenen Kapitales während der Baisse diese letztere weder notwendig intensivieren noch verlängern muß, daß es sich vielmehr, von besonders kapitalschwachen Volkswirtschaften abgesehen, nur um eine im Zinsfuße sich auch äußerlich darstellende Selbstregulierung des Kapital- und Geldmarktes handelt. Denn in erster Linie ist es doch nur die heimische Kapitalkraft, der Ertrag der gesamten nationalen Arbeit, der, wie *Liefmann* richtig betont, als »Volksreichtum« wieder die Ausnützung neuer Entwickelungsquellen ermöglicht, der als »Kapitalakkumulation« von der Baisse zum Wiederaufschwung überleitet. Die aus ausländischen Kapitalanlagen rücklangenden Zinsen und Unternehmergewinne sind hiezu nur ein allerdings wünschenswerter Beitrag. Die Bedeutung des eigenen Kapitalexportes aber liegt — und dem kann man wohl als damit zusammenhängendes Korrelat den Warenexport, die Versorgung fremder Märkte mit den hieraus resultierenden Unternehmergewinnen, Forderungsansprüchen und Kapitalrückflüssen an die Seite stellen —, vor allem in der Stärkung der weltwirtschaftlichen Stellung, in der Erweiterung der Absatzgebiete wie Einnahmequellen, in der darin liegenden Verteilung des Risikos und Ausgleichung des wirtschaftlichen Bewegungsverlaufes[1]).

1) *Oldenberg* (oben zit. Abhandlung, *Schmollers* Jahrb. 27. Bd. 1903, S. 69) erblickt in dem internationalen Kapitalverkehr eine der Hauptursachen der Krisen, welche fast gleichaltrig mit dem ersteren seien. »Viel gewaltiger als der internationale Warenverkehr wirke auf die Kaufkraft des inneren Marktes der andere Hauptfaktor der Zahlungsbilanz, die Wanderung des Geldkapitals von Land zu Land.« »Das erste Land, das, abgesehen von Holland, Kapital exportieren konnte, ist seit etwa 100 Jahren England und eben hier und seitdem haben die großen Krisen begonnen.« »Die werdenden Kapitalexportstaaten müssen also durch ein krisengefährliches Fegefeuer von einigen Jahrzehnten durchgehen, bis sie zu einer leidlich sicheren Zahlungsbilanz kommen, und auch dann kann ein gelegentlich größerer Kapitalexport die Zahlungsbilanz umstoßen und über den inneren Markt Depression oder Krise verhängen« (S. 71). Jedenfalls müsse »die internationale Beweglichkeit der Kapitalien den Wechsel der Konjunkturen schärfer akzentuieren, sowohl Hausse wie Baisse länger hinziehen.« »Je größere Dimensionen der internationale Kapitalverkehr annimmt, um so mehr wird er für die Krisen maßgebend.«

Doch die ganze Frage der Einflüsse des internationalen Kapitalverkehres auf den Bewegungsverlauf des einzelnen volkswirtschaftlichen Entwickelungsprozesses ist nicht bloß vom isolierten Standpunkte des letzteren, sondern auch vom vergleichenden Standpunkte des weltwirtschaftlich gleichzeitigen Geschehens aus zu betrachten. Entscheidend wird hier sein, wie Aufschwungs- und Depressionswellen auf dem gesamten Schauplatze der weltwirtschaftlichen Ereignisse in ihrer Gleichzeitigkeit oder wechselweisen Aufeinanderfolge verteilt sind. *Liefmann* bringt (S. 178) ein interessantes Beispiel zeitlicher Verschiedenheit der Aufschwungs- und Depressionsphasen und der dadurch gebotenen Möglichkeit wechselseitiger Ergänzung, für allerdings von einander auch geographisch weit getrennte Gebiete: es ist der internationale Kapitalaustausch, wie er zwischen Deutschland und Amerika in den 90er Jahren stattgefunden hat. In der Zeit der Depression in Amerika während des spanischen Krieges hat Amerika durch reichliche Kapitalzufuhr die Aufschwungs-

In allen diesen Beziehungen kann ich *Oldenberg* nicht zustimmen. Es ist ein zweifelloser Irrtum, daß der internationale Kapitalienverkehr als solcher krisenerzeugend wirke, gerade im Gegenteile, eine wesentliche Abschwächung der Krisenerscheinung und der Krisengefahr hat sich mit der neuzeitlichen Ausbildung des internationalen Kapitalverkehres eingestellt, wofür gerade das England der neueren Zeit das beste Beispiel bietet. An die Stelle scharfer Aufstiegs- und Abstiegsphasen ist mehr oder weniger eine Wellenbewegung des Wirtschaftslebens getreten, gerade weil der internationale Kapitalienverkehr ausgleichend auf den Geldmarkt gewirkt hat, indem das in der heimischen Volkswirtschaft unfruchtbar verbleibende Kapital Verwendungsgelegenheiten auf anderen Märkten fand. Die ältere Krisengeschichte Englands als Beispiel heranzuziehen, scheint mir ein Trugschluß. Nicht der internationale Kapitalienverkehr und seine erste und besondere Ausbildung in dieser Volkswirtschaft war die Ursache vieler Krisen, sondern das Gründungs- und Beteiligungsfieber eines starken wirtschaftlichen Expansionsdranges, das zum spekulativen Kapitalexport, d. h. zur unmittelbaren Kapitalinvestition in zweifelhaften Unternehmungen Südamerikas, den Vereinigten Staaten usf. geführt hat, nicht dagegen die sich mehr und mehr ausbildende Stellung Englands als hauptsächlicher Geldgeber der Welt, der internationale Kapitalverkehr als solcher. Im übrigen war gerade der Kapitalexport (oder richtiger die Eröffnung von »Handelskredit«) für England eine hauptsächliche Quelle des Warenexports, da das Leihkapital überwiegend in Form von Industrieprodukten ins Ausland ging. Dies war aber wieder ein Abflußventil für die Ueberproduktion auf dem heimischen Markte und eine Quelle für die Steigerung der heimischen Kaufkraft. Daß der Industriestaat durch Industriegründungen im Auslande, wie *Oldenberg* behauptet (S. 75), milliardenweise an Kaufkraft verliere und überdies das investierte Kapital nicht mehr zurückfließe, scheint mir eine allzu einseitige Beurteilung des Wertes und der Rückwirkungen einer wirtschaftlichen Betätigung im Auslande.

bewegung in Deutschland (1895—1900) namhaft verstärkt[1]). Als in Deutschland der Umschwung zur Depression der Jahre 1900 bis 1902 eintrat, dafür aber in Amerika nach Beendigung des spanischen Krieges (1899) eine Hausseperiode eintrat, hat umgekehrt deutsches Kapital die Intensität des Aufschwunges in Amerika nicht unwesentlich erhöht. Ein internationaler Kapitalaustausch dieser Art setzt hiebei wesentlich voraus, daß Aufschwung und Depression zeitlich verschieden in den einzelnen in Betracht kommenden Volkswirtschaften verteilt sind, während dann, wenn die Aufschwungsphase allgemeineren, event. sogar weltwirtschaftlichen Charakter trägt, ebenso wie im Falle einer solchen allgemeinen Depression gewiß der Einfluß des internationalen Kapitalaustausches auf die Phasenbewegung stark zurücktreten dürfte. Gerade dieser letztere Fall hat sich aber in der neueren Zeit bis zum Ausbruche des Weltkrieges wiederholt ereignet, der Entwickelungsverlauf wie der gesamte volkswirtschaftliche Prozeß in den am Weltverkehr beteiligten Staaten ist in manchen Grundzügen ein wesentlich gleichförmigerer geworden als vordem. Dieser Parallelismus oder richtiger diese wechselseitige Beeinflussung ging wohl zunächst von der Depressions- und Krisenseite aus, indem schwere Erschütterungen der einen, insbes. einer führenden Volkswirtschaft schon kraft der internationalen Abhängigkeitsbeziehungen des Geld- und Kreditmarktes auf die übrigen am Weltverkehre beteiligten Volkswirtschaften nachteilig rückwirkten und einer ausstrahlenden Wellenbewegung gleich auch bei diesen letzteren Rückstauungen, Stillstände und event. Krisen hervorriefen. Nicht ganz dasselbe kann man vielleicht vom umgekehrten Falle der entschiedenen Hausse eines auf dem Weltmarkte führenden Staatswesens sagen, der Kapitalzustrom, der hiedurch bewirkt wird, dürfte eher die Ausnützungsmöglichkeit einer parallelen Aufschwungsphase in anderen Ländern schwächen. Jedenfalls konnte man, wenigstens bis zum Kriegsausbruche teilweise Uebereinstimmungen im weltwirtschaftlichen Entwickelungsverlaufe konstatieren. Bei dem Mangel vergleichender internationaler, wirtschaftsstatistischer Spezialuntersuchungen

1) Daß sie hiedurch auch verlängert wurde, bestreitet *Liefmann*, indem er die außerordentlich lange Dauer dieser Aufschwungsperiode ausschließlich auf den in einer vorangegangenen langen Depression stark gestiegenen Kapitalreichtum Deutschlands, die bessere Organisation der Industrie in Kartellen und die größere Solidität des Bank- und Börsenwesens zurückführt.

ist es vorläufig nicht möglich, zu konkreten Schlußfolgerungen zu gelangen. Hier liegen kaum noch die Anfänge wissenschaftlicher Bearbeitung vor[1]).

2. Die Theorie von der sinkenden Tendenz des Kapitalzinses in einer evolutionären Volkswirtschaft (Minimumtheorie).

Das zweite hier zu erörternde Problem, die Lehre von der sinkenden Tendenz des Kapitalzinses in einer ihrem Grundcharakter nach evolutionären Volkswirtschaft, ist von großem wissenschaftlichen Interesse, denn im Sinne dieser bis heute herrschenden Lehre löst der Entwickelungsvorgang entgegengesetzte und auf den ersten Blick nicht miteinander in Einklang zu bringende Wirkungen auf den Kapitalzins aus: eine steigende Tendenz in der Zeit der augenfälligen konkreten Entwickelungsphase, eine im Durchschnittsbilde anscheinend sinkende Tendenz im Gesamtverlaufe der Entwickelung während einer längeren Epoche, wie auch im Vergleiche der höher gegenüber der niedriger entwickelten Volkswirtschaft. Letztere Bewegungserscheinung wurde insbes. an dem Zinsfuß der fest verzinslichen Anlagewerte bemessen, sodann aber als die allgemeine »Tendenz des Kapitalzinsfußes« im Gefolge der Entwickelung angesehen.

Die »Tendenz des Kapitalzinses auf ein Minimum zu sinken«, die sogen. Minimumtheorie hat schon die klassische National-Oekonomie beschäftigt, zumal ja Englands im allgemeinen niedriger und im Vergleiche längerer Perioden stark gesunkener Konsols- und Rentenzinsfuß zu einer theoretischen Behandlung der Frage stete Anregung bot. Insbes. *J. St. Mill* war es, der in seinem Werke der Entwickelungslehre ein eigenes Buch (4. Buch der »Grundsätze d. pol. Oek.«)[2]) gewidmet und speziell die Frage

1) Daß selbstverständlich eine Parallelität des Phasenverlaufes vielfach für jene Wirtschaftsgebiete zu konstatieren ist, deren Wirtschaftsverlauf infolge ihrer geographischen Lage oder ihrer politischen Zusammengehörigkeit von vorneherein gewisse Gemeinsamkeiten aufweist, ist nur selbstverständlich. So zeigt die Krisengeschichte Deutschlands und Oesterreich-Ungarns teilweise (keineswegs vollständig, so insbes. nicht in der Zeit der Balkankrise) gewisse Uniformitäten. (Siehe hiezu *Brezigar*, »Die wirtschaftlichen Konjunktur- und Depressionswellen in Oesterreich«, Zeitschr. f. Volksw., Sozp. u. Verw. 23. Bd. 1914.)

In noch größerem Maße gilt dies für den Wirtschaftsbereich von Mutterland und Kolonien, so insbes. im großbritannischen Wirtschaftsgebiete, ohne daß hiefür selbstverständlich bestimmte Regeln gelten könnten.

2) Im folgenden wird nach der Ausgabe *Soetbeer*, Hamburg 1852, zitiert.

der Bewegungstendenz des Kapitalzinses eingehend behandelt hat (Kap. IV u. V). Während *Smith* das Sinken des Kapitalgewinnes ganz allgemein auf die zunehmende Konkurrenz des Kapitales zurückführte, bringt *Mill* diese Erscheinung mit der Entwickelung in Zusammenhang. Er geht davon aus, daß in jedem Gesellschaftszustande ein gewisses räumlich und zeitlich bedingtes Minimum des Kapitalgewinnes existiert, das die Leute noch veranlaßt, Ersparnisse anzusammeln und auf produktive Weise zu verwenden. Dieses Minimum, welches noch vorhanden sein müsse, soll sich das Nationalkapital fernerhin vermehren, variiere nach der Stärke des Spartriebes und nach dem Grade der Sicherheit des anzulegenden Kapitales, es sei je nach dem Gesellschaftszustande höher oder niedriger. Der Inhalt dieser Theorie gipfelt nun im folgenden Satze: wenn ein Land durch längere Zeit im Genusse ungestörten Fortschrittes gestanden ist und so Produktion wie Kapitalansammlung angewachsen sind, so ist es charakteristisch für ein solches Land, daß der durchschnittliche Kapitalgewinn gewöhnlich nur wenig von jenem Minimum entfernt ist und das ganze Land dicht neben einem stationären Zustande steht (S. 204). Der Kapitalgewinn habe also die Tendenz, auf jenes Minimum zu sinken, in welchem eine weitere Vermehrung des Nationalkapitales nicht mehr stattfindet. Ist dieses Minimum erreicht, so sei das Land alsdann zu einem stationären Zustande gelangt, am Ende des sogen. progressiven Zustandes liege der stationäre. Letzterem zu entgehen, sei für ein im Fortschritte befindliches Land eine Unmöglichkeit, reiche und rasch fortschreitende Länder wie England stehen jederzeit ganz nahe an diesem Minimum. Allerdings gebe es eine Reihe von entgegenwirkenden Umständen, insbes. die Vergeudung oder Vernichtung von Kapital, die Erweiterung des »Beschäftigungsfeldes« der Produktion, d. h. die kapitalabsorbierenden Verbesserungen und Erweiterungen derselben, die Kapitalabwanderung (insbes. nach Kolonien usf.), die menschliche Auswanderung, aber dadurch werde der Prozeß der Herabdrückung des Kapitalgewinnes nur verlangsamt. Das allein bewirke, daß sich die Grenze immer wieder hinausschiebe, aber zum Erreichen des Minimums und damit zum Eintritt des stationären Zustandes sei nur ein Schritt. Das interessanteste aber sind nun in dieser Theorie die wirtschaftspolitischen Schlußfolgerungen, welche *Mill* aus ihr zieht. Der stationäre Zustand als

der Schlußpunkt weiteren Kapitalwachstumes sei keineswegs zu fürchten. Er würde, »im ganzen betrachtet, eine sehr beträchtliche Verbesserung im Vergleiche mit den gegenwärtigen sozialen Verhältnissen sein« (S. 225.) Hier tritt der überhaupt an vielen Stellen des Werkes erkennbare soziale Gesichtspunkt *Mills* deutlich hervor [1]). Er glaubt, daß im stationären Zustande der gegenseitige Kampf um möglichst großen Ertrag einem ruhigen, konkurrenzlosen, der kulturellen Wohlfahrt gewidmeten Nebeneinander der Menschen weichen würde. Der »stationäre Zustand des Kapitales und der Bevölkerung [2]) würde also keineswegs einen Stillstand auf den übrigen Gebieten der Entwickelung nach Meinung *Mills* bedeuten, diese kulturelle Wohlfahrt würde aber dann Gemeingut der Gesamtheit, nicht bloß einzelner begünstigter Klassen werden [3]). Hier mündet also die Entwickelungstheorie *Mills* in ein Idealbild aus, wieder ist es der Gedanke des ungestörten Gleichgewichtes in einem Zustande der höchsten Wohlfahrt (siehe die alte Gleichgewichtstheorie und das Maximumtheorem), der hier vorschwebt. [4]) [5]).

Die Minimumtheorie *Mills* entspringt einer an sich richtigen,

---

1) Wie sozial er im modernen Sinne denkt, geht insbes. aus seinen Ausführungen in Kap. VII des 4. Buches »über die wahrscheinliche Zukunft der arbeitenden Klassen« und den Wert einer Organisation der Industrie im Sinne einer Gewinnbeteiligung der Arbeiter an der Unternehmung hervor.

2) Hier denkt er im Anklange an *Malthus* an eine stärkere Einschränkung der Bevölkerungszunahme (S. 216 und 229).

3) Er steht in dieser Beurteilung des »am Ende der Entwickelung« stehenden stationären Zustandes übrigens in vollem Gegensatze zu *Smith*, der die Lage der großen Massen der Bevölkerung im stationären Zustande (niedriger Arbeitslohn) als ungünstig ansieht und nur im progressiven Zustande ihre Besserung für möglich hält.

4) So manche Konsequenzen der Minimumtheorie *Mills* sind außerordentlich interessant, so wenn er vom Standpunkte dieser Theorie für Länder, in denen der Kapitalgewinn niedrig steht, also ohnehin starke Kapitalvermehrung stattfindet, die Verwendung öffentlicher Gelder auch für unproduktive, aber im öffentlichen Interesse gelegene Zwecke, ferner die Umwandlung von umlaufendem in stehendes Kapital, die Anlage in Eisenbahnen usf. für unbedenklich, ja notwendig hält.

5) Auch *Ad. Smith* schwebte bereits in seiner Lehre vom »natürlichen Gleichgewichte« und den »natürlichen Preisen« als dem Mittelpunkt, gegen welchen die veränderlichen Marktpreise gravitieren, ein ähnlicher »Idealzustand« vor. Als Endziel erscheint ihm das ideale Land, welches zu dem vollen Reichtum gekommen ist, den es vermöge der Fruchtbarkeit seines Bodens, seines Klimas und seiner Lage gegen andere Länder erwerben kann. Hier müssen Arbeitslohn und Kapitalzins gleich niedrig stehen (Buch 1, Kap. 9, S. 159).

wenn auch, wie wir später nachweisen wollen, unzutreffenderweise verallgemeinerten Beobachtung von dem durchschnittlich niedrigeren Stand des »Kapitalzinsfußes« bei einer vorgeschritteneren gegenüber der minder entwickelten Volkswirtschaft und von seinem durchschnittlichen Sinken im Verlaufe längerer Entwickelungsepochen einer und derselben Volkswirtschaft. Wir wollen vorläufig diesen Erfahrungssatz in seiner Allgemeinheit unbestritten lassen bez. einer späteren Spezialuntersuchung vorbehalten und zunächst nur einerseits die Annahme behandeln, daß das mit der Entwickelung als Folgeerscheinung verbundene Wachstum des Kapitales trotz aller Abflüsse ein Sinken des Kapitalzinses herbeiführen müsse, andererseits die Schlußfolgerung, daß dieser Prozeß der Kapitalvermehrung stärker sei als die Vermehrung der Bevölkerung und Verwendungsgelegenheiten und sohin zu einem Minimum führen müsse, in welchem jeder weitere Anreiz zur Kapitalbildung aufhört und ein stationärer Zustand eintritt. Letzteres würde bedeuten, daß es gedankenmäßig eine in ihrem inneren Wesen begründete, zeitliche und sachliche Grenze der wirtschaftlichen Entwickelung geben könne und müsse, daß diese nicht als eine fortdauernde Erscheinung des menschlichen Lebensinhaltes gedacht werden könne.

Befassen wir uns zunächst mit der erstangeführten Voraussetzung, dem Wachstume des Kapitales als angeblichen Hauptgrund einer dauernd sinkenden Tendenz des Zinsfußes. Wir haben bereits a. a. O. den Nachweis zu erbringen versucht[1]), daß die Entwickelungsbewegung in einer privatwirtschaftlichen Organisation der Volkswirtschaft aus gewissen inneren Ursachen notwendig den Charakter einer Ungleichmäßigkeit nach Richtung und Intensität an sich tragen müsse. In den bisherigen Stadien der volkswirtschaftlichen Entwickelung drückte sich dies in einem Phasenwechsel aus, einem wechselnden, aber innerlich zusammenhängenden und wechselseitig begründeten Aufstieg und Wiederabstieg sei es in ausgeprägter Gestalt einer Wellenlinie, sei es in einer bloß wenig von der Gleichmäßigkeit entfernten Kurvenlinie, mit einer die Gesamtentwickelung anzeigenden mehr oder weniger scharf ausgeprägten ansteigenden Grundbewegung. Dies ist das äußere formale Bild

1) Siehe meine »Theorie des volkswirtschaftlichen Entwickelungsprozesses usf.«, II. Teil, 3. Kap.

des wirtschaftlichen Bewegungs- und Entwickelungsprozesses, das wir uns hier in Erinnerung rufen. Die materielle Konsequenz seiner Ungleichmäßigkeit ist ein Schwanken des Kapitalbedarfes, eine Ungleichmäßigkeit des letzteren in zeitlicher wie quantitativer Hinsicht, die sich in dem schon besprochenen Schwanken des Leihzinsfußes anzeigt und alle Teilbewegungen der Phasen begleitet. Diese Ungleichmäßigkeit verhindert von vorneherein ein Gleichbleiben des Zinsfußes, sei es nun auf einem dauernd hohen oder dauernd niedrigen Stand in der Gegenwart oder in einem beliebigen Stadium der Zukunft. Die »Entwickelung« als solche, d. h. die Intensivierung und Extensivierung der wirtschaftlichen Produktion und kommerziellen Betriebstätigkeit einer gegebenen Volkswirtschaft und die zusammenhängende Vermehrung des Kapitalbedarfes, kann an sich nur eine steigende Tendenz des Zinsfußes als primäre Wirkung wegen der damit steigenden Verwendungsmöglichkeiten des Kapitales nach sich ziehen. Vom Standpunkte des Entwickelungsvorganges kann nur die Nachfrageseite des Kapitales in Betracht kommen und von ihr kann nur eine Steigerung, nicht eine fallende Tendenz, auch nicht im Sinne einer von den Teilphasen unabhängigen Grundtendenz ausgehen. Die konkrete tatsächliche Entwickelung einer Volkswirtschaft kann also unmittelbar nicht Ursache eines Sinkens des Zinsfußes sein.

Die Kapitalsakkumulation ist gegenüber dem Entwickelungsvorgange zunächst etwas Akzidentielles, Sekundäres und ihrer Größe nach stets relativ zu Beurteilendes, sie findet statt, weil Vorsorge für die Zukunft wie Aussicht auf wirtschaftlichen Erfolg hiezu veranlaßt. Solange diese Akkumulation (oder vermehrtes »Sparen«) stattfindet, ohne daß noch im selben oder einem größeren Maße der durch tatsächliche Entwickelungsvorgänge bewirkte Kapitalbedarf, also die Kapitalverwendung und -absorption oder der Kapitalabfluß nach auswärtigen Verwendungsgelegenheiten einsetzt, wird sich das Sinken des Zinsfußes oder ein längerer Niedrigstand einstellen, um dann erst einer wechselnden Aufwärtsbewegung zu weichen. So wechseln Akkumulations- mit Resorptionsperioden des Kapitales[1]).

1) Soweit die Kapitalakkumulation selbst als stimulierendes Element zum Wiederaufstieg drängt und aus sich selbst heraus Entwickelungsfaktor ist, sucht sie selbst Verwendungsgelegenheiten auf und ist so sogar im entgegengesetzten Sinne gegen eine dauernde Erniedrigung des Zinsfußes wirksam.

Wir sehen aus dieser Argumentation vorläufig zweierlei, einmal daß die Entwickelung an sich überhaupt kein Grund für dauernden Niedrigstand wie andauerndes Sinken des Zinsfußes sein kann, so wenig als die Kapitalakkumulation an sich, die nur als relative Größe in Betracht gezogen werden darf und nur im Verhältnis zum jeweils wechselnden Kapitalbedarf und damit zur Intensität des Entwickelungsantriebes ihre Wirkung auf den Zinsfuß äußern kann, ferner daß also jedenfalls das zweifellos tatsächlich stattfindende absolute Wachstum des Kapitales im Verlaufe längerer Entwickelungsepochen keine selbständigen Rückwirkungen, insbes. hinsichtlich des Zinsfußniveaus üben kann.

Betrachten wir vielmehr die Kapitalbildung der neueren und neuesten Zeit im Zusammenhange mit unseren Erörterungen über den internationalen Kapitalaustausch, so läßt sich die Schlußfolgerung nicht als unbegründet von der Hand weisen [1]), daß, wenigstens für den Bereich der am internationalen Geld- und Kreditverkehr normaler Friedenszeiten teilnehmenden Volkswirtschaften und soweit es sich um die Form des Geldkapitales, um internationales Leihkapital handelt [2]), es eine absolute und allgemeine Ueberkapitalisation nicht geben kann, da das größere Kapitalangebot an der einen Stelle durch den Kapitalbedarf an anderen Stellen ausgeglichen wird, so daß der größere internationale Kapitalmarkt und zwar bei zunehmender weltwirtschaftlicher Entwickelung in steigendem Maße die Ungleichmäßigkeiten des nationalen Einzelmarktes auszugleichen tendiert [3]). Insolange es immer wieder neue Verwendungen für

1) Einen schlüssigen Beweis kann man hiefür jedenfalls heute ohne eine umfassende internationale Wirtschaftsstatistik nicht erbringen.

2) Nur Geldkapital, nicht bereits investiertes, bez. bereits in andere Form umgewandeltes Kapital kommt hier für die Zinsfußfrage in Betracht.

3) So wird denn auch die Ausbreitung des internationalen Kapitalverkehres auf die Höhe des Leihzinsfußes zwar ausgleichend, d. h. relative und partielle Ueberkapitalisationen vermindernd wirken, aber keinesfalls notwendig als Faktor anzusehen sein, der auf das Zinsfußniveau im allgemeinen drückt. Nur die Spannung zwischen dem jeweiligen Zinsfußmaximum und -minimum am selben Platze und Differenzen der Zinsfußhöhe an verschiedenen Plätzen werden hiedurch unter Umständen eine relative Verringerung erfahren.

All dies setzt allerdings eine Weiterbildung des weltwirtschaftlichen Verkehres aller Nationen untereinander voraus. Wie sich in dieser Hinsicht die Verhältnisse nach dem Weltkrieg gestalten werden, kann heute niemand voraussagen. Gewiß dürfte sich eine Tendenz zum innigeren Zusammenschluß gewisser aufeinander angewiesener Wirtschaftsgebiete einerseits und zu ihrem teilweisen Ab-

Kapital auf dem Gebiete der wohl nach menschlichem Ermessen unerschöpflichen, durch Entwickelung gesteigerten Wirtschaftsbetätigung im Bereiche der eigenen, wie fremder Wirtschaften gibt, kann es eine absolute, auf den Zinsfuß drückende Ueberkapitalisation als Allgemeinerscheinung einer Volkswirtschaft sowenig als eine »Sättigung« oder eine Grenze der kulturellen wie auch der wirtschaftlichen Entwickelung geben.

Die Annahme, daß der Zinsfuß je so tief sinken könnte, daß der Anreiz zur Kapitalbildung aufhört, übersieht gerade die Relativität des ganzen Zinsproblems. Ein den Verhältnissen angepaßtes Sinken des Zinsfußes ist an sich überhaupt noch kein Grund dafür, daß deshalb der Anreiz zur Kapitalbildung geringer werden müßte, übrigens wird letzterer nicht nur durch die Höhe des durchschnittlich zu erlangenden Kapitalgewinnes bei mittlerem Risiko, sondern auch durch die Spannung der bei geringerer Sicherheit zu erlangenden Höchstverzinsungen beeinflußt, für welche die Entwickelung immer neue Wege eröffnet[1]). Je tiefer der Leihzins sinkt, desto größer wird auf der anderen

---

schluß oder vielleicht richtiger geschlossenen Auftreten gegenüber den anderen Wirtschaftsgebieten andererseits herausbilden. Doch scheinen mir jene Ansichten, welche nunmehr eine gänzliche Umwälzung oder dauernde Unterbrechung der weltwirtschaftlichen Beziehungen auch zwischen den sich heute als Feinde gegenüberstehenden Völkern prophezeien wollen, doch allzu weitgehend. Mag auch vielleicht nach Ende des Krieges ein gewisser handelspolitischer Gegensatz fortbestehen und zu einem wirtschaftlichen Positionskampf führen, — der naturgemäße wirtschaftliche Drang aller beteiligten Völker nach einer Freiheit des Weltverkehres wird alsbald auch diese Schranken niederwerfen und was heute unter dem Eindruck der alles beherrschenden Gegenwart unmöglich scheint, nach einer Uebergangszeit der Beruhigung und Besinnung zur Wahrheit werden lassen. So liegt auch heute die weitere Ausbildung eines weltwirtschaftlichen Verkehres aller Volkswirtschaften nicht außerhalb des Bereiches der Möglichkeiten, wenn auch wahrscheinlich als hauptsächliche reale Kriegsfolge zunächst eine schärfere Trennung der wirtschaftlichen Betätigungsgebiete der am Weltkriege beteiligten führenden Nationen und damit des Wirkungsgebietes der »wirtschaftlichen Entwickelung« sich ergeben wird.

1) *Mills* Theorie könnte nur unter der Voraussetzung einen, allerdings auch dann sehr eingeschränkten Anspruch auf Richtigkeit haben, wenn die gesamten Ersparnisse eines Landes jährlich im Lande selbst nach Art einer isolierten Wirtschaft zu produktiver Anlage kämen, ohne daß sich neue Abzugskanäle nach außen eröffnen, so daß event. eine gewisse Sättigung einer solchen reinen »Binnenwirtschaft« denkbar wäre. Aber auch diese Annahme, auf den größeren Rahmen auch nur irgendeiner nationalen Volkswirtschaft übertragen, dürfte bei der Unbegrenztheit auch der Entwickelung nach innen und von innen heraus ihre Verifizierung in der Wirklichkeit nicht finden können.

Seite der Anreiz zur kapitalabsorbierenden Unternehmertätigkeit sein, da hiedurch ein wichtiger Produktionskostenfaktor verbilligt wird. Und so mündet denn die ganze Frage, ob es ein Minimum des Kapitalzinses geben kann, in welchem jeder Anreiz zu weiterer Kapitalbildung aufhört, ein stationärer Zustand eintritt, in die Hauptfrage aus, ob es ein Ende der menschlichen und wirtschaftlichen Entwickelung gibt und geben kann, das der Unternehmungslust und der Kapitalbildung, überhaupt dem Wirken der organischen, jedem »Wirtschaften« innewohnenden Entwickelungsfaktoren eine Grenze setzt[1]).

Hier läßt sich nur auf empirischer Grundlage aus unserer gesamten Wirtschaftserfahrung der Schluß ziehen, daß nach menschlichem Ermessen der Entwickelung tatsächlich keine Grenzen gesetzt sind, sohin auch keine Grenzen für ihre wirtschaftlichen Folge- und Begleiterscheinungen, die Kapitalbildung mit ihren Einflüssen auf die Bewegung des Wirtschaftsverlaufes und der Zinsfußhöhe im besonderen, selbstverständlich immer den heutigen privatwirtschaftlichen Rahmen vorausgesetzt. Im Sinne einer organischen Auffassung des Entwickelungsbegriffes ist eine solche Grenze übrigens auch nach seinem inneren Wesen undenkbar, denn »wirtschaftliche Entwickelung« ist hiernach eine den organischen Grundlagen menschlicher Wirtschaftstätigkeit immanente Bewegungserscheinung »Wirtschaft ohne Entwickelung« als Abschluß von Aeonen wirtschaftlicher Betätigung, würde ein Aufhören dieser Wirtschaftstätigkeit in dem ihr eigenen Sinne und einen Ersatz dieses Begriffes durch eine andere Form der Güterversorgung, sei es autoritärer, kommunistischer oder wie immer sonst geordneter Art bedeuten, würde ein Aufgeben der initiativen einzelwirtschaftlichen Güterversorgung und mit dieser Grundlage eine Aenderung der privatwirtschaftlichen Organisation als solcher wenigstens gedankenmäßig zur Voraussetzung haben.

Für die Schlußfolgerung der Minimumtheorie *Mills*, die

1) Auch *Philippovich* erblickt das entscheidende Moment nicht in dem Zins aus reinem Kapitalbesitz, sondern in der Verwertungsmöglichkeit durch die Unternehmertätigkeit. Ein Sinken des Leihzinses auf ein Minimum müßte die letztere erhöhen und erst wenn sich dieser keine Aussichten eröffnen, könnte die Kapitalbildung erlahmen (Grundriß S. 370). So liegt letzten Endes in der Entwickelung und der Frage nach ihren Grenzen der Kernpunkt des Problemes.

Wahrscheinlichkeit, ja Notwendigkeit eines stationären Zustandes als Ende und Abschluß der wirtschaftlichen (nicht auch der sonstigen) Entwickelung lassen sich also ebensowenig logische Gründe finden wie für den von der statischen Theorie in ihrer modernen Gestalt an den Anfang aller Wirtschaftstätigkeit gesetzten »statischen Zustand« und die Annahme einer »statischen Wirtschaftsweise« als eine der Grundtatsachen jeder, auch der ausgebildeten Volkswirtschaft.

In der späteren nationalökonomischen Literatur finden wir die Minimumtheorie *Mills* in einer neuen Gestalt oder eigentlich einen neuen Erklärungsweg für das alte Theorem von der sinkenden Tendenz des Kapitalzinses. Es ist die »Lehre von der abnehmenden Produktivität der neuen Kapitalien.« Insbes. *W. St. Jevons* hat diese Lehre in Verbindung mit der Theorie vom Grenznutzen entwickelt, indem er sagt, der Zinsfuß hänge von der Produktivität des letzten noch mit Nutzen verwendeten Kapitalteiles ab. (»the rate of interest depends on the advantage of the last increment of capital«) [1]). Als Beispiel verweist auch er wieder auf die bekannte Erscheinung, daß in Ländern alter Kultur wie England der Zinsfuß niedriger sei als in solchen jüngerer Kultur, weil die Anwendung von mehr Kapital, als schon benützt wird, weniger Ertrag liefern würde. Die Verminderung der Produktivität des Kapitales verringere die Nachfrage nach neuem Kapital, was dieselbe Wirkung wie eine Vermehrung des Kapitalangebotes habe und den Zinsfuß herabsetze. Auch *P. Leroy-Beaulieu* [2]) vertritt der Hauptsache nach die gleiche Anschauung wie *Jevons*, daß der Zinsfuß von der Produktivität des letzten zur Verfügung stehenden Kapitalteiles bestimmt wird. Er spricht geradezu von einem »Gesetze der geringeren Produktivität der neuen Kapitalien« [3]). Wenn einmal der Kapitalverbrauch eine gewisse Grenze überschritten hat, werde das Kapital immer weniger gewinnbringend. Diesem Gedanken schließt sich auch *d'Aulnis* in seiner interessanten Abhandlung: »Der Zinsfuß,

---

1) Theory of political Economy, London 1871, S. 242.

2) Essai sur la repartition des richesses et sur la tendance à une moindre inégalité des conditions, Paris 1881.

3) Allerdings hat *Leroy-Beaulieu* außerdem ganz richtig noch andere Gründe für das Sinken des Zinsfußes angeführt, nämlich, daß die Gelegenheit zu sicherer Kapitalanlage größer geworden ist und daß das Sparen im allgemeinen, also die Kapitalbildung, zugenommen hat.

die Ursachen seines Sinkens und seine nächste Zukunft« an[1]), wobei er insbes. auf die geringere Produktivität der dem Eisenbahnbau zugewendeten Kapitalien hinweist, sobald einmal ein Land über ein seinem Entwickelungsstand und seinen Verkehrsbedürfnissen entsprechendes Eisenbahnnetz verfügt. Auch auf den »Sättigungszustand«, der in den neu der Kultur erschlossenen Ländern stets nach einem gewissen Zeitraum, insbes. nach der Entwickelung einer eigenen Kapitalproduktion eintritt und die Verwendung neuer Kapitalien weniger ergiebig macht, beruft er sich. Auf dieser »Sättigung unseres Kulturzustandes« mit Kapital beruhe im großen und ganzen die rückläufige Tendenz des Zinsfußes in unserem Zeitalter. Dazu komme die dauernde »Fixierung« großer Kapitalmengen, die in der Vermehrung der Staatsschulden liegende kräftigere Kapitalnachfrage usf. Insbes. das »fixe«, d. h. in allen möglichen Formen festgelegte Kapital sei ein Hindernis gegen die Anlage und fruchtbringende Verwertung neuer Kapitalien. Im Endresultate gelangt also auch *d'Aulnis* zu dem »stationary state« *Mills*, indem er glaubt, daß bei harmonischer Entwickelung zwar ein mit den Verhältnissen übereinstimmendes Wachsen aller Teile zu konstatieren sei, aber für die Anlage neuer Kapitalien wenig Raum bleibe. Diese Phase der geringeren Produktivität neuer Kapitalien habe unsere Gesellschaft jetzt erreicht.

Auch in der herrschenden national-ökonomischen Lehre der Gegenwart finden wir ähnliche Erklärungswege zu der übrigens stets ohne nähere Unterscheidung der hauptsächlichen Zinskategorien als erwiesene wirtschaftliche Tatsache angenommenen »sinkenden Tendenz des Kapitalzinsfußes« im Laufe der Entwickelung. Doch nicht das absolute Wachstum des Kapitales oder die geringere Produktivität neuer Kapitalien für sich allein, sondern die Annahme der relativ rascheren Zunahme des Kapitales gegenüber dem durch die Entwickelung hervorgerufenen Bedarf steht nun im Vordergrunde der Betrachtung. Darin liegt ein wesentlicher Fortschritt der Auffassung. So geht *v. Wieser*[2]) bei der Erklärung dieser Erscheinung von der Annahme aus, daß die Kapitalvermehrung als der stärkere Faktor gegenüber der Entwickelung wirksam ist und so die eigentliche Ursache

1) Jahrb. f. Nationalök. u. Stat., N. F., 18. Bd. 1889, S. 377.

2) »Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft«, Grundriß der Sozialökonomik I, Wirtschaft und Wirtschaftswissenschaft, Tübingen 1914, S. 368—377.

für das Sinken des Kapitalzinses bildet. »Im gesamten Laufe der Entwickelung hat der produktive Zinsfuß die Tendenz zu sinken, weil die fortschreitende Kapitalvermehrung trotz aller Fortschritte der Technik den Grenzbeitrag herabsetzt« (S. 370). Ebenso vom Standpunkte der Grenznutzentheorie noch deutlicher: »Die Vermehrung des Produktivkapitales, wenn sie nicht von Fortschritten der Technik begleitet wird, mindert den Produktivzins, weil sie den Grenzbeitrag des Kapitales mindert; Fortschritte der Technik erhöhen ihn zunächst, sie bereiten aber zugleich für die Folge seine Minderung vor, weil sie durch Steigerung des Ertrages den Fonds erhöhen, aus welchem Kapitalzurücklegungen zu machen sind.« (S. 368). Auch *v. Philippovich* spricht in Erörterung des Minimumproblems (Grundriß I, S. 369/370) die Meinung aus, daß »die Kapitalvermehrung im Laufe der letzten Jahrhunderte stärker gewachsen ist als die Bevölkerung und als die Verwendungsgelegenheiten«. Das sei der Grund für die tatsächlich zu beobachtende sinkende Tendenz des Kapitalzinsfußes. In Kritik des Minimumproblems aber sagt *Philippovich* sehr richtig, daß ein Zinsminimum, bei dem die Kapitalbildung aufhören würde, weil der Kapitalzins nicht mehr als genügende Entschädigung für den Entgang einer Verwendung der Ersparnisse zum eigenen Gebrauch angesehen wird, unmöglich sei. Solange überhaupt noch Zins aus Kapitalbesitz gewonnen wird, werde noch ein Ansporn zur Kapitalbildung vorhanden sein. Das Entscheidende sei gar nicht in dem Zins aus dem Kapitalbesitz, sondern in der Verwertungsmöglichkeit durch Unternehmertätigkeit gelegen. Ein Sinken des Darlehenszinses auf ein Minimum müßte die Unternehmertätigkeit erweitern, und erst wenn sich dieser keine Aussichten eröffnen, könnte die Kapitalbildung erlahmen (S. 370). Letzten Endes liegt also die Lösung doch nur in der Beantwortung der Frage nach den Grenzen der wirtschaftlichen Entwickelung, sowie ob diese letztere eine organische, fortdauernd aus sich selbst heraus wirksame Grundtatsache aller menschlichen Wirtschaft oder nur ein von außen in die Wirtschaft hereinreichendes, in späteren Kulturstadien vielleicht nicht mehr wirksames Moment sei — kurz in der Klarstellung jener Probleme, die wir hier in den Mittelpunkt unserer Arbeit gestellt haben [1]).

1) Die Lehre von der sinkenden Tendenz des Kapitalgewinnes hat in allerdings wesentlich veränderter Form eines »Gesetzes von der fallenden

Wie wir sehen, liegen der modernen Lehre vom Sinken des Kapitalzinsfußes letzten Endes, wenn auch modifiziert, dieselben Gedanken zugrunde, wie jener *J. St. Mills*, nämlich die Annahme einer Sättigung unseres Wirtschaftsstandes mit Kapital (relative Ueberkapitalisation) und die Frage einer Begrenzung der Entwickelungs- und damit der Verwendungsmöglichkeiten für weitere Kapitalsbildung. Ihrem Inhalte nach aber ist sie eine Uebertragung des an sich für die Ableitung der Höhe des Kapitalzinses im Einzelfalle gültigen und richtigen Grenznutzengesetzes (der für den letzten noch zur Verwendung gelangenden Kapitalteil gezahlte Zins wird bestimmend für alle Teile) auf den gesamten Prozeß der Kapitalbildung und -verwendung. Diese Verallgemeinerung wird den tatsächlichen Verhältnissen nicht gerecht. Es ist zunächst nicht richtig, daß sich bei der Uneinheitlichkeit und Differenzierung des Kapitalmarktes im Durchschnitte der sämtlichen Verwendungsmöglichkeiten die Zinsfußhöhe nur nach der Produktivität der neuen zusätzlichen Kapitalien richtet. Vor allem kommt für die Bildung des jeweiligen durchschnittlichen Zinsfußniveaus nicht nur das neu in Verwendung tretende Kapital, sondern die Gesamtheit des in industriellen, gewerblichen Unternehmungen usf. werbend bereits angelegten Kapitales und seine, zum Teil auch in der Kurswertbildung zum Ausdruck kommende Ertragsfähigkeit mit ihren Schwankungen in Betracht und damit des weiteren, ob sich diese Ertragsfähigkeit in einem Stadium des Aufschwunges oder des Rückschrittes befindet. Entwickelung und Rentabilität der Unternehmertätigkeit, sowie die von ihr ausgehenden neuen Verwendungsmöglichkeiten sind die primären Faktoren für die Bestimmung der Zinshöhe, zunächst in den führenden Industriewerten,

---

Profitrate« durch *Marx* eine außerordentliche Wichtigkeit für die sozialistische Krisentheorie erlangt. Die Profitrate ist hier ein Teil des durch Arbeit erzeugten Mehrwertes, der im Zuge der Entwickelung, der steigenden Produktivität des Kapitales und seiner Vermehrung abzunehmen tendiert. Daran knüpft die sozialistische Doktrin ihre weiteren Lehren vom Sinken der Löhne, Unterkonsumtion, Krisen, Zusammenbruch usf. *Tugan-Baranowsky* hat in seiner Kritik der *Marx*schen Mehrwerttheorie ausführlich und treffend die Unrichtigkeit des ganzen Gesetzes von der fallenden Profitrate nachgewiesen. Im übrigen berührt er sich mit *Marx* in der Annahme, daß die privatwirtschaftliche Produktion und Kapitalverwertung notwendig zu einem Mißverhältnis zwischen Produktion und Konsumtion führen müsse, das nur in einem sozialistischen Staate mit autoritärer Regelung der Produktion behoben werden könne.

dann im Durchschnitte der Gesamtheit. Die Rentabilität des schon angelegten Kapitales und ihre von der Entwickelung beeinflußten Schwankungen, die von dieser letzteren gebotenen Verwendungsmöglichkeiten für neues Kapital sind also das Entscheidende. Letztere aber hängen wieder von der Kardinalfrage ab, ob der Entwickelung tatsächlich Schranken gesetzt sind. Diese Frage haben wir oben bereits zu beantworten versucht. Verwendungsgelegenheiten und Kapitalnachfrage schwanken zwar zweifellos ebenso wie der Entwickelungsverlauf des Wirtschaftslebens selbst und auf Perioden des Aufschwunges und intensiver Kapitalverwendung bei hohem Zinsfuß folgen solche des Stillstandes oder der Rückläufigkeit bei stationärem oder niedrigem Zinsfuß, aber von einer »Sättigung« unseres Kulturzustandes und einer kontinuierlichen Abnahme der Verwendungsgelegenheiten für Kapital kann man gewiß nicht sprechen [1]). Auch auf dem Gebiete der Wirtschaft wissen wir sowenig als auf jenem des Geisteslebens oder der allgemeinen Kultur, welche Entwickelungsmöglichkeiten noch die Zukunft birgt. Zwingende Gründe für eine dauernd rückläufige Bewegung des Kapitalzinses mit Zunahme der kulturellen Entwickelung lassen sich jedenfalls auf diesem Wege nicht ableiten.

Doch wenn es nicht die engen Grenzen der Entwickelung als solcher, das über die Verwendungsmöglichkeiten hinausgehende Wachstum des Kapitales und die davon abhängige abnehmende Produktivität neuer Kapitalien sind, worauf gründet sich dann die tatsächliche Erscheinung des Sinkens des durchschnittlichen Kapitalzinsfußes im Verlaufe einer längeren Entwickelungsepoche und im Vergleiche verschiedener, auf verschiedener Entwickelungsstufe befindlichen Volkswirtschaften? Als allgemeines Moment läßt sich mit Recht wohl nur ein einziger Umstand ins Treffen führen, der tatsächlich mittelbar mit dem wirtschaftlichen Entwickelungsprozeß zusammenhängt: es ist die Verminderung des Geldwertes, welche mit Zunahme der Kapitalbildung, des

1) Uebrigens ist es ganz falsch anzunehmen, daß die Periode der großen Erfindungen, Entdeckungen usf., wie *d'Aulnis* meint, endgültig vorbei sei. Im Gegenteile gerade wichtige technische Erfindungen und Fortschritte, zu denen zum Teile auch die Kriegszeit unmittelbaren Anlaß gegeben hat, auf dem Gebiete der Chemie, der Elektrizität, der Nutzbarmachung von Wasserkräften, der Schiffsbautechnik, die im Kriege gewaltig entwickelte Luftschiffahrt usf. können ein Zeitalter ungeahnter wirtschaftlicher Umwälzungen mit sich bringen.

Kapitalreichtumes in Verbindung mit einer durchschnittlichen Steigerung der Warenpreise im Vergleiche verschiedener Entwickelungsstadien einer und derselben Volkswirtschaft ohne Zweifel eingetreten ist. Dieser Prozeß hängt gewiß auch mit der zunehmenden Edelmetallgewinnung der Welt, mit der ganzen Geschichte des Geldwesens, mit dem erst relativ späten Ersatz der Papiergeld- bez. Silberwährung durch eine immer allgemeiner vordringende Goldwährung zusammen. Speziell für die Verschiedenheit des Zinsfußes im Vergleiche verschiedener Volkswirtschaften aber scheint der Grund vor allem eben in der Verschiedenheit ihrer inneren wirtschaftlichen Verfassung, der Verschiedenheit der sich in ihnen bietenden Entwickelungsmöglichkeiten, dem verschiedenen Sicherheitsgrade und der verschiedenen Sicherheitsbewertung für Kapitalanlagen zu bestehen. Dagegen läßt sich eine Tendenz zu einer internationalen Ausgleichung des Zinsfußes und Geldwertes nicht mit Anspruch auf Allgemeingültigkeit nachweisen und erscheint die bekannte Lehre der klassischen Quantitätstheorie, daß der Geldwert sich international automatisch auszugleichen strebe, zweifellos ebenso einseitig und unrichtig als die weitere dem zugrundeliegende, von der Gleichgewichtsidee getragene Theorie von der notwendigen Ausgleichung der Zahlungs- bez. Handelsbilanz. Sehr richtig bemerkt *v. Wieser* (in »Theorie der gesellschaftl. Wirtschaft«, S. 432): »In ähnlicher Weise lassen sich auch die Abstufungen des Geldwertes, die zwischen den Zonen der Volkswirtschaft bestehen, nicht ausgleichen. Sie vermindern mit der Verringerung der Transportkosten ihre Höhe, aber sie werden niemals schwinden.« Außerdem hemmen geschichtliche Mächte die Ausgleichsbewegung. »Erst wenn die Hemmungen nicht mehr wirken sollten, die heute der Ausgleichung des internationalen Zinsfußes und der internationalen Lohnsätze im Wege stehen und wenn sonst alle nationalen Hemmungen der preisausgleichenden Tendenz weggefallen sein sollten, wird der Abstand der nationalen Tauschwerte auf das Maß herabgedrückt sein, welches durch die Transport- und Handelskosten der Warenversendungen gegeben ist, ein Zustand, der aber nicht früher verwirklicht sein kann, als bis nicht die Volkswirtschaften aufgelöst und zu Zonen einer einheitlichen Weltwirtschaft geworden sind . . . . .«

Die bisherige Behandlung des Minimumproblems in der theoretischen Nationalökonomie von der Zeit der Klassiker bis herauf zur Gegenwart scheint mir in zweifacher Richtung mangelhaft zu

sein. Zunächst einmal wird meist mit gewaltigem Gedankensprunge der Zinsfuß der ältesten Zeiten mit jenem der Gegenwart in Vergleich gesetzt, ohne daß auf die Verschiedenheit des volkswirtschaftlichen Zustandes irgend Rücksicht genommen würde. Und doch dürfte diese Verschiedenheit unleugbar so weit gehen, daß die Volkswirtschaft von damals und heute — nahezu ein anderes Untersuchungsobjekt darstellt. Der hohe Zinsfuß längst vergangener Zeiten einer noch so gut wie kapitallosen Wirtschaft im Vergleiche mit dem Zinsfuße unseres kapitalistischen Zeitalters liefert keinen hinreichenden Beweis für irgendeine fortdauernde und grundsätzliche Bewegungstendenz, denn inzwischen liegt ein gewaltiges Stück nicht nur wirtschaftsgeschichtlicher, sondern allgemeiner und kulturgeschichtlicher Veränderungen. Will man von einer andauernden, d. h. auch gegenwärtig und für die nächst absehbare Zukunft wirksamen und allgemein begründeten Bewegungstendenz sprechen, dann muß der kontinuierliche Zusammenhang zwischen dem Entwickelungsverlauf und dem Zinsfuße im Verlaufe eines Zeitraumes verfolgt und geprüft werden, in welchem wenigstens die Grundlagen und Anfänge unserer heutigen Entwickelungsfaktoren bereits erkennbar wirksam waren. Dies ist aber nur für die neuere Entwickelungsgeschichte, also etwa frühestens seit der Neugestaltung Europas nach Abschluß der napoleonischen Kriege — bis zu jener gewaltigen Zäsur, die der jüngste Weltkrieg im Entwickelungsleben aller beteiligten Völker verursacht hat, mit Recht anzunehmen.

Der zweite Fehler betrifft die Sache selbst und ist darin gelegen, daß in der Regel nur der »Kapitalzinsfuß« oder »Kapitalgewinn« ohne nähere Unterscheidung seiner Art zum Gegenstande der Untersuchung gemacht und so in der Erscheinung des Zinsfußes nicht weiter differenziert wird. Doch scheint mir dies gerade für die Frage der Bewegung des Zinsfußes von ausschlaggebender Wichtigkeit. Die hauptsächlichste Unterscheidung, die von vorneherein in die Augen springt, ist jene zwischen dem Zinsfuß des kurzfristigen, einer besonderen, über die gewöhnlichen Geschäftssicherheiten (Wechselsicherheit, Depotkonto) hinausgehenden Sicherstellung entbehrenden Leihgeschäftes (Wechseleskompte, Lombard-, Kontokorrent-, Depositen-, Report-, Deportgeschäft), welcher bestimmt wird durch den jeweiligen Diskontsatz der Notenbank (Bankrate) und dem Zinsfuß der langfristigen Kapitalanlage, welche sich durch besondere

Sicherstellung auszeichnet, mag diese nun in unbeweglichen Gütern (Hypotheken, Pfandbriefen) oder in der Haftung größerer, öffentlicher Kontrolle (Rechnungslegung) unterliegender oder durch ihre Kapitalkraft sicherer Wirtschaftssubjekte des öffentlichen oder privaten Rechtes bestehen (Obligationen des Staates, der Gemeinde oder sonstiger öffentlicher Körper, Spareinlagen bei Sparkassen und Depositenbanken[1]), Raiffeisenkassen, Genossenschaften usf., des weiteren aber auch Obligationen von Pfandbriefinstituten, Bahnen, Banken, Versicherungsgesellschaften usf.)[2]). Beide Zinsfußkategorien sind im Wesen durch das Moment der Sicherheit, des Sicherheitskoeffizienten, voneinander geschieden, indem die Kategorie des gewöhnlichen Leihzinsfußes gleichsam den Aufschlag einer »Risikoprämie« für die im Vergleiche mit der mittleren langfristigen Kapitalanlage geringere Sicherheit enthält. Die qualitative Verschiedenheit beider Zinsfußkategorien gibt sich also im allgemeinen in dem steten, wenn auch wechselnden Spatium ihrer Höhe kund. Der Begriff des »durchschnittlichen« oder »mittleren«, auch »landesüblichen« Zinsfußes bezieht sich auf die zweite Kategorie der längeren, sicheren Kapitalanlagen. Beide Kategorien, und dies muß festgehalten werden, machen eine zwar nicht voneinander vollständig unabhängige, aber immerhin relativ selbständige Bewegung durch, müssen sohin bei Erörterung der letzteren scharf auseinander gehalten werden.

Allerdings darf die Unterscheidung zwischen langfristiger Anlage und dem eigentlichen Leihkapitale, zwischen dem Anlagezinsfuß und dem Leih- oder Eskomptezinsfuß selbstverständlich nicht in dem Sinne aufgefaßt werden, als ob zwischen beiden Kategorien und ihrer Bewegungsrichtung keine Beziehung bestände bez. sich nicht vielfache Uebergänge ergeben können.

---

1) Ueber die Bedeutuug der Spareinlagen bei Depositenbanken siehe unten im Text.

2) Daß heute vielfach auch Aktien von Erwerbs- bez. Industrieunternehmungen, insbes. Banken, Versicherungsgesellschaften, mit zugleich als Anlagepapiere fungieren, steht außer Zweifel. Sie tragen aber nicht reinen Anlagecharakter und ihr Zinsfuß bez. ihre Dividende entfernt sich vom eigentlichen Anlagezinsfuß ebenso wie ihr Sicherheitsgrad. Für die Untersuchungen des »Anlagezinsfußes« und seiner Bewegung werden wir daher stets nur die eigentlichen Anlagewerte im engeren Sinne, welche die Kategorie des jeweiligen mittleren Zinsfußes repräsentieren, d. i. öffentlich kontrollierte Anlagen mit Ausschluß aller Arten von Aktien, zugrundelegen.

Die sehr wichtigen Spareinlagen bei Depositenbanken werden ebenso wie die nicht zur »Kapitalsanlage« zu rechnenden Einlagen im Kontokorrentverkehr hauptsächlich produktiven Zwecken dienen und daher in ihrer wirtschaftlichen Funktion und tatsächlichen Verwendung den im Wege des kurzfristigen Depositengeschäftes beschafften Leihkapitale außerordentlich nahestehen. Kurzfristige und langfristige Kapitalanlage treten vielfach nebeneinander. Ebenso verbindet sich in den auch als »Anlagewerte« geschätzten Aktien gewisser durch ihre relative Sicherheit ausgezeichneter Banken, Versicherungs- und auch Industrieunternehmungen Anlagezweck und »Anlagezins« mit darüber hinausgehendem Erwerbszweck und »Unternehmergewinn«. Diese Grenzfälle und Uebergänge werden uns in der grundsätzlichen Scheidung des typischen Anlage- bez. Leihzinsfußes nicht beirren dürfen, indem Dauer der Anlage, Sicherheit derselben und überwiegender Anlagezweck die Kategorie des ersteren kennzeichnen. Gewiß aber wird die Bewegung des »Leihzinsfußes« nicht ohne Einfluß und Rückwirkung auf jene des typischen »mittleren« Anlagezinsfußes sein.

Wir wollen nun die Bewegung des Kapitalzinsfußes im Zusammenhange mit dem Entwickelungsvorgange in ihren beiden typischen Hauptkategorien näher untersuchen. Hiebei werden wir insbesondere von der Bewegung des Kapitalzinsfußes in England ausgehen, aber auch die Zinsfußverhältnisse der anderen Volkswirtschaften zum Vergleich heranziehen.

Die Bewegung des Leihzinsfußes [1]).

(Hiezu Tabelle I, II, III auf S. 176, 177 und 178.)

Betrachten wir zunächst die Bewegung des Diskontsatzes der Bank von England an Hand der Tabellen I und II für die Zeit von 1800 bis 1913, so würde eine äußerliche Beurteilung allerdings den Anschein erwecken, als ob der Diskontsatz von seinem

1) Siehe insbes. *Roscher*, System der Volkswirtschaft I und III; *Knies*, Kredit, 2. Bd., S. 30 ff.; *Böhm-Bawerk*, Positive Theorie des Kapitales, 2. Bd., 3. A. 1912, S. 486 f.; *Philippovich*, Grundriß I, S. 369 f.; *Marx*, Kapital III, 1, S. 342 f.; *Kahn*, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland, 1884; *Voye*, Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten, 1902; *d'Aulnis*, Der Zinsfuß. Ursache seines Sinkens und seine nächste Zukunft, Abhandl. in Jahrb. f. Nationalök. u. Stat., 52. Bd., 1889; *Hermann*, Staatswirtschaftl. Untersuchungen, 1874, S. 532 f.; *Hainisch*, Die Entstehung des Kapitalzinses, 1907; *Kulischer*, Abhandl. »zur Entwickelungsgeschichte des Kapitalzinses«, J. f. Nationalök. u. Stat. III. F., Bd. 18, 19, 25.

Tabelle I.

Diskontsätze der Bank von England in der Zeit von 1801—1851[1]).

Jahr	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Jahr	Durchschnitt	Maximum	Minimum
1801	5	—	—	1827	4	—	—
1802	5	—	—	1828	4	—	—
1803	5	—	—	1829	4	—	—
1804	5	—	—	1830	4	—	—
1805	5	—	—	1831	4	—	—
1806	5	—	—	1832	4	—	—
1807	5	—	—	1833	4	—	—
1808	5	—	—	1834	4	—	—
1809	5	—	—	1835	4	—	—
1810	5	—	—	1836	4,75	5	4,5
1811	5	—	—	1837	4,75	5	4,5
1812	5	—	—	1838	4,25	4,5	4
1813	5	—	—	1839	5	6	4
1814	5	—	—	1840	4,5	5	4
1815	5	—	—	1841	4,5	5	4
1816	5	—	—	1842	4	4	4
1817	5	—	—	1843	4	4	4
1818	5	—	—	1844	3,25	4	2,5
1819	5	—	—	1845	3	3,5	2,5
1820	5	—	—	1846	3,25	3,5	3
1821	4	—	—	1847	5,5	8	3
1822	4	—	—	1848	2,75	3	2,5
1823	4	—	—	1849	2,75	3	2,5
1824	4	—	—	1850	2,75	3	2,5
1825	5	—	—	1851	2,75	3	2,5
1826	5	—	—				

Durchschnitte:

1801—1810:	5 Proz.	1831—1840:	4,35 Proz.
1811—1820:	5 »	1841—1850:	3,62 »
1821—1830:	4,2 »		

1) Sämtliche Daten wurden dem Werke »Des Crises commerciales« von *Clement Juglar*, Paris 1889, und zwar auf Grund des »Tableau des bilans de la Banque d'Angleterre« S. 292 entnommen.

Die Durchschnittsziffern vom Jahre 1836 an wurden nach dem arithm. Mittel aus dem Maximal- und dem Minimalzinssatze berechnet. Sie sind infolgedessen nicht vollständig gleichwertig den in der folgenden Tabelle für die Zeit von 1851 bis 1913 mitgeteilten Durchschnittsziffern, da diese letzteren den tatsächlichen Jahresdurchschnittssatz (berechnet aus sämtlichen Monatsdurchschnittsziffern) darstellen. Die Abweichungen sind aber nicht so wesentlich, daß sie den Vergleichswert erheblich beeinträchtigen würden.

Tabelle II.

Diskontsätze der Bank von England in der Zeit von 1851—1914[1]).

Jahr	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Jahr	Durchschnitt	Maximum	Minimum
1851	2,75	3	2,5	1883	3,57	5	3
1852	2,—	2,5	2	1884	2,96	5	2
1853	3,50	5	2,5	1885	2,93	5	2
1854	5,—	5,5	5	1886	3,05	5	2
1855	4,75	7	3,5	1887	3,38	5	2
1856	5,75	7	4,5	1888	3,30	5	2
1857	6,75	10	5,5	1889	3,55	6	2,5
1858	3,25	8	2,5	1890	4,54	6	3
1859	2,75	4,5	2,5	1891	3,32	5	2,5
1860	4,25	6	4	1892	2,52	3,5	2
1861	5,25	8	3	1893	3,05	5	2,5
1862	2,25	3	2	1894	2,11	3	2
1863	4,50	8	3	1895	2,—	2	2
1864	7,50	9	5,5	1896	2,48	4	2
1865	4,75	7	3	1897	2,64	4	2
1866	7,—	10	3,5	1898	3,25	4	2,5
1867	2,50	3,5	2	1899	3,75	6	3
1868	2,25	2	2	1900	3,96	6	3
1869	3,25	4,5	2,5	1901	3,72	5	3
1870	3,13	6	2,5	1902	3,33	4	3
1871	2,91	5	2	1903	3,75	4	3
1872	4,10	7	3	1904	3,30	4	3
1873	4,79	9	3	1905	3,01	4	2,5
1874	3,69	6	2,5	1906	4,27	6	3,5
1875	3,23	6	2	1907	4,93	7	4
1876	2,61	5	2	1908	3,01	7	2,5
1877	2,90	5	2	1909	3,10	5	2,5
1878	3,78	6	2	1910	3,72	5	3
1879	2,51	5	2	1911	3,47	4,5	3
1880	2,76	3	2,5	1912	3,77	5	3
1881	3,48	5	2,5	1913	4,77	5	4,5
1882	4,15	6	3	*1914*	*4,04*	*10*	*3*

Durchschnitte:

1851—1860:	4,075 Proz.	1891—1900:	2,908 Proz.
1861—1870:	4,238 »	1901—1910:	3,614 »
1871—1880:	3,328 »	1911—1913:	4 »
1881—1890:	3,491 »		

1) Die Ziffern bis zum Jahre 1871 sind den »Statistical Abstracts for the United Kingdom«, jene ab 1871 dem Statist. Jahrb. f. d. Deutsche Reich, intern. Uebers., entnommen.

Tabelle III.

Durchschnittliche Diskontsätze der Deutschen Reichsbank der Bank von Frankreich und der österr.-ungar. Bank in der Zeit von 1871—1914[1]).

Jahr	Durchschnittl. Diskontsatz			Jahr	Durchschnittl. Diskontsatz		
	Deutsche Reichs-bank	Bank von Frankreich	Oesterr.-ungar. Bank		Deutsche Reichs-bank	Bank von Frankreich	Oesterr.-ungar. Bank
1871	4,16	5,72	5,49	1893	4,07	2,50	4,24
1872	4,29	5,16	5,66	1894	3,12	2,50	4,08
1873	4,95	5,15	5,22	1895	3,14	2,10	4,30
1874	4,38	4,30	4,87	1896	3,66	2	4,09
1875	4,71	4	4,58	1897	3,81	2	4
1876	4,16	3,40	4,54	1898	4,27	2,20	4,16
1877	4,42	2,26	4,50	1899	5,04	3,06	5,04
1878	4,34	2,21	4,50	1900	5,33	3,25	4,58
1879	3,70	2,58	4,17	1901	4,10	3	4,08
1880	4,24	2,84	4	1902	3,32	3	3,55
1881	4,42	3,87	4	1903	3,84	3	3,50
1882	4,54	3,77	4,20	1904	4,22	3	3,50
1883	4,05	3,07	4,11	1905	3,82	3	3,70
1884	4	3	4	1906	5,15	3	4,33
1885	4,12	3	4	1907	6,03	3,46	4,90
1886	3,28	3	4	1908	4,76	3,04	4,28
1887	3,41	3	4,12	1909	3,93	3	4
1888	3,32	3,10	4,17	1910	4,35	3	4,19
1889	3,68	3,09	4,19	1911	4,40	3,14	4,39
1890	4,52	3	4,48	1912	4,95	3,38	5,15
1891	3,78	3	4,40	**1913**	**5,88**	**4**	**5,95**
1892	3,20	2,69	4,02	*1914*	*4,89*	*4,22*	*5,03*

Durchschnitte:

	Deutsche Reichsbank	Bank von Frankreich	Oesterr.-ungar. Bank
1871—1880:	4,335	3,762	4,753
1881—1890:	3,934	3,290	4,127
1891—1900:	3,942	2,530	4,291
1901—1910:	4,352	3,050	4,003
1911—1913:	5,076	3,506	5,163

1) Sämtliche Ziffern sind dem »Statist. Jahrb. f. d. Deutsche Reich«, intern. Uebers., entnommen.

Hochstand zu Beginn des 19. Jahrhunderts (5 Proz.) allmählich bis auf ca. 3,5—4 Proz. im Durchschnitt herabgesunken wäre. Berücksichtigt man aber die äußeren Begleitumstände dieser wirtschaftsgeschichtlichen Periode und die einzelnen Phasen des Entwickelungsverlaufes, dann ergibt sich ein wesentlich anderes Bild.

Der in den ersten 20 Jahren ständig gleich hohe Diskontsatz von 5 Proz. ist offensichtlich ein Zinsfuß der Kriegszeiten zu Beginn dieses Jahrhunderts und ihrer unmittelbaren Folgen. Er gehört keiner normalen Periode der Volkswirtschaft an und kann also für die Beurteilung der Gesamtbewegung richtigerweise nicht als Ausgangspunkt in Frage kommen. Eine Zeit der ruhigeren und mehr oder weniger nur durch wirtschaftliche Störungen unterbrochenen Entwickelung setzt erst seit den 20er Jahren ein. Von da an ist aber auch bereits die Periode des ständigen 5 Proz. Zinsfußes vorbei und bewegt sich der Durchschnitt überwiegend auf 4 Prozent.

Was die Folgezeit anbelangt, so ergibt schon ein Blick auf die einzelnen Jahresdiskontsätze, daß von einer »sinkenden Bewegung des Zinsfußes auf ein Minimum«, überhaupt von einer sinkenden Tendenz des Leihzinsfußes keine Rede sein kann. Der durchschnittliche Zinsfuß schwankt je nach der jeweiligen Bewegungsphase der Volkswirtschaft in der Regel zwischen 2 und 5 Prozent und zwar bis zur Gegenwart, ohne daß irgendeine Verminderung des Zinsfußes, die dauernd und von durchschnittlichem Charakter wäre, zu bemerken ist. Doch verfolgen wir nun die Bewegung des Zinsfußes im einzelnen.

Die Berechnung der 10jährigen Durchschnitte (also ohne Berücksichtigung des Phasenwechsels), wie sie den Tabellen selbst nachfolgt, zeigt, daß der mittlere Leihzinsfuß seit 1820 sich zwischen 3 und 4 Proz. bewegt. Instruktiver und für unsere Zwecke zugleich brauchbarer ist die Verfolgung des durchschnittlichen Zinsfußes für jede einzelne Phase des volkswirtschaftlichen Bewegungsprozesses und zwar immer je für eine Aufstiegs- und eine Abstiegsphase [1]). Hiebei erscheint immer je eine gleichartige

1) Ueber die Phasenbewegung speziell der hier der Untersuchung zugrundegelegten englischen Volkswirtschaft siehe die ausführliche Darstellung in meinem Buche: »Die Theorie des volkswirtschaftlichen Entwickelungsprozesses usf.« (siehe Zitat eingangs), insbes. I. Teil, 2. Kap., sowie die demselben beigegebenen Kurventafeln. In dem zweiten Diagramme der Tafeln I und II sind die Kurven des Diskontsatzes und des Barvorrates der Bank von England in der Zeit von 1868 bis 1894 bez. 1894 bis 1913 ersichtlich.

Zinsfußbewegung zusammengefaßt und die einzelnen Ziffern sind dann (von kleineren Auf- und Abbewegungen abgesehen) nicht das gemischte Resultat verschiedener Bewegungstendenzen.

Der durchschnittliche Zinsfuß betrug in den Phasen [1]):

1820—1825:	4,3 Proz.	1879—1882:	3,32 Proz.
1826—1832:	4,14 »	1883—1885:	3,15 »
1833—1837:	4,30 »	1886—1890:	3,56 »
1838—1839:	4,60 »	1891—1895:	2,60 »
1840—1847:	4,00 »	1896—1900:	3,22 »
1848—1857:	3,87 »	1901—1902:	3,52 »
1858—1867:	4,40 »	1903—1907:	3,85 »
1868—1873:	3,40 »	1907—1908:	3,01 »
1874—1876:	3,17 »	1909—1913:	3,76 »
1877—1878:	3,34 »		

Das Auf und Ab des Zinsfußes ist aus vorstehender Uebersicht deutlich zu erkennen. In der Zeit von 1820—1867 hat sich der durchschnittliche Leihzinsfuß in England überwiegend über 4 Proz. bewegt, 1868—1913 überwiegend unter 4 Proz. Das würde an sich den Anschein einer sinkenden Bewegung des Zinsfußes ergeben, zumal wenn man noch den 5 proz. Zinsfuß der älteren vorwiegenden Kriegszeit dem entgegenhält. Hiebei ist aber wohl zu beachten, daß der zweit erwähnte Zeitraum wieder in zwei ganz verschieden zu beurteilende Teilperioden zerfällt: nämlich den noch durch heftigere Schwankungen gekennzeichneten Zeitraum von 1868 bis etwa 1894 und den durch eine deutlich aufsteigende Grundbewegung charakterisierten Zeitraum von 1894—1913. Im Durchschnitte beider ist natürlich das Gesamtbild getrübt. Des weiteren kommt in Betracht, daß im Vergleiche der beiden Zeiträume unverkennbar eine Aenderung der Phasenstärke, bez. der Abweichungsintensitäten des Zinsfußes nach oben und unten eingetreten ist. Die Spannweiten zwischen Maximal- und Minimalzinsfuß sind in der zweiten Periode im allgemeinen wesentlich geringer als in der ersten (siehe insbes. die Jahre 1855—1866), was mit dem mehr gleichmäßigen Verlaufe des Wirtschaftsprozesses, der geringeren Schärfe der Wendungsstadien im allgemeinen seit den 90er Jahren bis zur Gegenwart zusammenhängt [2]).

---

1) Für die Zeit von 1800—1819 bewegt sich der durchschnittliche Zinsfuß um ca. 5 Proz. Die Phasen von 1820—1868 sind auf Grund der von *Juglar* in seinem Werke »crises commerciales« angenommenen Perioden angesetzt worden.

2) Insbes. die Maximalsätze werden im Verlaufe der Jahre zusehends niedriger, was auch eine Verminderung der Durchschnittsziffern im Gefolge hat. Verfolgt man die aus unserer Tabelle über den englischen Diskontsatz seit 1850 ersicht-

Vollständige Klarheit über die Bewegungstendenz des durchschnittlichen Leihzinsfußes verschafft aber erst ein Blick auf die faktische Bewegung desselben während des zweitangeführten Zeitraumes, d. i. von 1868—1913, den wir aus diesem Grunde auch einer spezialisierten Untersuchung unterzogen haben. Betrachten wir den Bewegungsverlauf des Diskontsatzes in dieser Zeit, so sehen wir, daß in dem ersten Teile des Zeitraumes 1868—1894, der noch heftigere Schwankungen und schärfere Phasenerscheinungen aufweist, der Zinsfuß im allgemeinen auf demselben Niveau verblieben ist, d. h. überhaupt keine Grundbewegung zeigt (1868: 2,25 Proz., 1894: 2,11 Proz., Gesamtdurchschnitt 3,25 Proz.). Anders im zweiten Teile des Zeitraumes, nämlich von 1894—1913, der im allgemeinen von geringeren und kürzeren Unterbrechungen abgesehen ein Zeitraum aufsteigender Entwickelung ist. Hier ist auch im Durchschnitte des ganzen Zeitraumes zweifellos eine aufsteigende Bewegung des Diskontsatzes festzustellen (1894: 2,11 Proz., 1913: 4.77 Proz., Gesamtdurchschnitt: 3,41 Proz.) [1]).

Werfen wir noch vergleichsweise einen Blick auf die Bewegung des Diskontsatzes im Deutschen Reiche, in Frankreich und in Oesterreich-Ungarn. Hierüber gibt die Tabelle III für die Zeit von 1871—1914 Auskunft. Bei den Diskontsätzen der Deutschen Reichsbank erkennen wir deutlich den, wenn auch mit Unterbrechungen und Schwankungen, aber mit deutlich ausgeprägter Grundbewegung sich vollziehenden Aufstieg, der auch von einer steigenden Tendenz der für je 10jährige Perioden berechneten Bankrate begleitet ist. Bei der Bank von Frankreich zeigt sich nach der Anspannung der 70er Jahre eine ziemliche Stabilität, die dem auch relativ schwächeren Entwickelungsgange entspricht. Anders in Oesterreich-Ungarn. Hier treten starke Schwankungen

---

lichen Differenzen zwischen dem höchsten und niedrigsten Satze der einzelnen Jahre, so ergeben sich folgende Differenzziffern: Nach der Stagnationsperiode von 1848—1852 (Differenz nur 0,5) betrugen die Differenzen in dem Zeitraum 1853—1867 in der Reihenfolge der Jahre: 2,5, 0,5, 3,5, 2,5, 4,5, 5,5, 2, 2, 5, 1, 5, 3,5, 4, 6,5, 1,5. In dem Zeitraum von 1868—1894: 0, 2, 3,5, 3, 4, 6, 3,5, 4, 3, 3, 4, 3, 0,5, 2,5, 3, 2, 3, 3, 3, 3, 3, 3,5, 3, 2,5, 1,5, 2,5, 1. Endlich in dem Zeitraum von 1895—1913: 0, 2, 2, 1,5, 3, 3, 2, 1, 1, 1, 1,5, 2,5, 3, 4,5, 2,5, 2, 1,5, 2, 0,5.

1) Noch deutlicher tritt dies bei Gegenüberstellung der Durchschnittsziffern für die Zeiträume 1868—1897: 3,16 Proz. und 1898—1913: 3,47 Proz. hervor. Siehe auch hiezu die Diagramme zu dem Kurvenverlaufe des Diskontsatzes in meinen dem obzitierten Buche beigegebenen Kurventafeln.

zutage, die Flut und Ebbe der Wirtschaftsbewegung kennzeichnen, die Aufstiegsbewegung des Zinsfußes in der zweiten Hälfte der Zeitperiode, insbesondere seit 1903 ist, wenn auch mit markanten Rückschlägen der Jahre 1908 und 1909, unverkennbar, auch eine teilweise Parallelität der Erscheinungen mit Deutschland ist zu konstatieren.

Aus all dem dürfte immerhin zur Genüge hervorgehen, daß von einer sinkenden Tendenz des Leihzinsfußes als einer nicht bloß vorübergehenden, dem Phasenverlaufe entsprechenden Erscheinung, sondern als einer dem gesamten volkswirtschaftlichen Bewegungsverlaufe eigentümlichen Grunderscheinung jedenfalls in keiner Weise gesprochen werden kann. Es hat sich vielmehr gezeigt, daß der Zinsfuß des leihgeschäftlichen Kapitales ganz unter dem Einflusse der Angebots- und Nachfrageverhältnisse des Kapitalmarktes steht, auf welche wieder die Entwickelungsbewegung infolge der von ihr ausgehenden Kapitalanziehung wie Kapitalabsorption eine unmittelbar ausschlaggebende Wirkung übt. Wenn und soweit aber diese Entwickelungsbewegung dem Verlaufe des volkswirtschaftlichen Prozesses ihren Stempel aufdrückt, kann auch der Zinsfuß keine dauernd rückläufige Bewegung einhalten.

Daß in den Zeiten geringer Kapitalbildung und noch auf tieferer Stufe stehender volkswirtschaftlicher Organisation (von Zeiträumen, die rein durch äußere Einflüsse wie Kriege u. dgl. hervorgerufene abnorme Wirtschaftsverhältnisse und Geldverteuerung aufweisen, hier überhaupt nicht zu sprechen) der Leihzins eine gegen heute unvergleichbare Höhe besaß, ist noch kein Beweis für eine sinkende Tendenz desselben in der Folgezeit im Zuge der Entwickelung, von welcher nur eine zinsfußsteigernde Wirkung ausgehen kann. Deshalb aber etwa das Gegenteil, eine durchschnittlich steigende Tendenz des Leihzinsfußes anzunehmen, weil, wie oben an der Hand unserer Untersuchungen über den Verlauf der englischen Wirtschaftsgeschichte gezeigt wurde, die Grundbewegung des Wirtschaftsprozesses einen ausgesprochen evolutionären Charakter besitzt, geht ebensowenig an. Denn ob der Leihzins ansteigt oder fällt, hängt immer in erster Linie davon ab, ob die Kapitalbildung bez. das Angebot des unmittelbar für produktive Verwendung zur Verfügung stehenden Kapitales hinter dem durch die Entwickelung sich steigernden Bedarf zurückbleibt oder nicht, worauf wieder insbes.

mehr und mehr der internationale Kapitalverkehr mit seiner in dieser Hinsicht ausgleichenden Wirkung (ebenso wie der Kapitalausgleich innerhalb größerer Wirtschaftsgebiete selbst) Einfluß übt [1]). Wäre dem anders, dann müßte man im Rahmen einer organischen Entwickelungstheorie, welche von dem immanenten Entwickelungsleben jeder, durch äußere Einflüsse nicht aus den normalen Bahnen abgelenkten Volkswirtschaft ausgeht, im allgemeinen eine dieser Grundbewegung entsprechende steigende Tendenz des Leihzinsfußes voraussetzen. Daß aber eine solche analoge einheitliche Grundtendenz des Leihzinsfußes sich nicht herausbilden kann, dafür sorgt nicht nur die von den verschiedensten äußeren Faktoren des Geldmarktes bedingte ausgleichende Wirksamkeit des Kapitalverkehres, dann die mittelbar durch die Entwickelung selbst hervorgerufene gesteigerte Thesaurierung und Kapitalbildung aus den gesteigerten Produktionserträgen, sondern überhaupt die ebenfalls in der heutigen privatwirtschaftlichen Organisation der Volkswirtschaft von uns als immanent erkannte Ungleichmäßigkeit des Wirtschaftsverlaufes, die sich als eine notwendige und innerhalb gewisser Grenzen auch in Zukunft nicht auszuschaltende Folgeerscheinung dieses organisatorischen Charakters der Volkswirtschaft darstellt [2]).

Diese Ungleichmäßigkeit bewirkt, daß nach Aufstiegsphasen der Entwickelung wie des Zinsfußes ebenso Zeiträume des Abstieges folgen, welche den Zinsfuß immer wieder auf ein normales oder unternormales Maß zurückführen, so daß die Gesamtbewegung des letzteren einer Wellenbewegung gleich stets zum Ausgangspunkte zurückzukehren tendiert. Von einem unbegrenzten Fallen wie von einem unbegrenzten Steigen kann hier, soweit es sich um Phasenbewegung handelt, keine Rede sein. Eine Grundbewegung im aufsteigenden Sinne aber wird über mehrere Phasen hinaus sich nur dann äußern und feststellen lassen, wenn die Aufstiegsbewegung durch diese längere Zeit die überwiegende

---

1) Daß die Zeiten des Kapitalmangels gegenüber dem Entwickelungsdrange auch gegenwärtig nicht überwunden sind, zeigen die allgemeinen Wirtschaftsverhältnisse des Jahres 1913. Hier herrschte ein außerordentlicher Mangel an Kapital auf dem internationalen Geldmarkte, der allerdings auch durch die Zurückhaltung des Kapitales infolge der Balkankrise verursacht war (Statist. Monatsschrift, Wirtschaftl. Chronik, Jahrg. 1914, S. 139).

2) Siehe näheres im oben mehrfach zitierten Buche des Verfassers.

und vorherrschende war, und zwar in einem solchen Maße, daß hiedurch die Kapitalbildung bez. das Kapitalangebot hinter dem Kapitalbedarfe zurückblieb und wenn weiters die Abstiegsphasen während dieser Zeit von verhältnismäßig geringerer Intensität waren. (Siehe z. B. den Zeitraum von 1894—1913 in England.) Die Relativität dieser Erscheinung, ihr Zusammenhang mit dem Geldwert wird aber dabei immer im Auge behalten werden müssen. Die Konsequenzen dieser unserer Feststellungen für das Minimumproblem sind klar. Der Leihzinsfuß als die mit der Entwickelungsbewegung in unmittelbarem Zusammenhange stehende Hauptkategorie des Zinsfußes scheidet aus seinem Bereiche als untaugliches Objekt völlig aus. Der Zinsfuß des mobilen, werbend im Dienste der Volkswirtschaft tätigen Leihkapitales weist überhaupt weder eine dauernd, bez. durchschnittlich sinkende, noch eine dauernd, bez. durchschnittlich steigende Tendenz, sondern eine vollständig dem Phasenwechsel des Entwickelungsverlaufes sich anpassende Bewegung auf, die aber allerdings im Zusammenhange längerer Entwickelungsperioden für Zeiträume, in denen die Aufschwungsphase überwiegt, eine durchschnittlich steigende Richtung einhält [1]).

Die Bewegung des Anlagezinsfußes.

(Hiezu Tabelle IV, V auf S. 185, 186 und 187.)

Nach dieser ersten und wichtigsten Korrektur, die wir an der Minimumtheorie *Mills*, wenigstens in ihrer verallgemeinerten

1) Ganz richtig sagt daher in dieser Beziehung übereinstimmend *Schumpeter:* »Unter sonst gleichen Umständen steigt und fällt der Zins mit den Unternehmergewinnen. Der Unternehmergewinn ist ja seine Quelle und deren Veränderungen ziehen unmittelbar durch das Medium des Steigens und Fallens der Nachfrage nach Kaufkraft gleichgerichtete Veränderungen des Zinses nach sich« (Theorie der wirtschaftl. Entw. S. 411). Nicht stimme ich dagegen seiner Meinung zu, daß wir »in einem relativ zu den Verhältnissen einer konkreten Volkswirtschaft niedrigen Kapitalzins zwar im allgemeinen ein Symptom des Reichtums, zugleich aber auch ein Symptom, wenn nicht des Stillstandes, so doch schwächerer Weiterentwickelung sehen werden« (S. 412). Auch hier zeigt sich der Mangel näherer Unterscheidung. Denn, soweit diese Erscheinung den Anlagezinsfuß betrifft, beruht sie auf ganz anderen unmittelbaren Gründen, und nur soweit auch von ihr der Leihzinsfuß betroffen wäre, könnte sie in der angegebenen Richtung schwacher Entwickelung gedeutet werden. In Wahrheit aber liegt hierin zunächst nur ein sicheres Anzeichen für eine die Entwickelung begleitende bez. durch sie hervorgerufene Steigerung des Kapitalreichtums im allgemeinen. (Siehe England.)

Tabelle IV.

Durchschnittskurse der 3proz. englischen Konsols in der Zeit von 1855—1888.

Jahr	Durchschnittskurs pro Jahr	Jahr	Durchschnittskurs pro Jahr	Jahr	Durchschnittskurs pro Jahr
1855	90,50	1867	93,00	1879	97,50
1856	93,13	1868	93,88	1880	98,38
1857	91,88	1869	92,88	1881	100,00
1858	96,88	1870	92,50	1882	100,50
1859	95,13	1871	92,75	1883	101,19
1860	94,00	1872	92,50	1884	101,00
1861	91,50	1873	92,50	1885	99,33
1862	93,00	1874	92,50	1886	100,80
1863	92,63	1875	93,75	1887	101,80
1864	90,13	1876	95,00	1888	101,00
1865	89,50	1877	95,38	Konversion ab 5. IV. 1889 in $2^3/_4$ proz. Kons.	
1866	88,00	1878	95,19		

Fassung vornehmen mußten, erübrigt noch die Untersuchung des »Anlagezinsfußes«, d. h. des Zinsfußes der längeren, sicheren Kapitalsanlage, den man auch als mittleren, oder durchschnittlichen, landesüblichen Zinsfuß zu bezeichnen pflegt. Auf diese Kategorie ist eigentlich die in der neueren Nationalökonomie in vielfach mißverstandener und irreführender Weise verallgemeinerte Erscheinung des sinkenden Kapitalzinsfußes in erster Linie zurückzuführen. Und tatsächlich, auf dem Gebiete der durch besondere Sicherheiten ausgestatteten Anlage zeigt sich die vielerörterte Tendenz zu einer Senkung des durchschnittlichen Zinsfußes im Verlaufe der wirtschaftlichen Entwickelungsgeschichte aller größeren Volkswirtschaften. Diesem Rückgang der Verzinsung entspricht auch die Kursbewegung der maßgebenden Anlagewerte. So wie wir für das geschäftliche Leihkapital den Diskontsatz als markanten typischen Vertreter der diesbezüglichen Erscheinungen verwendet haben, so ist es hier insbesondere der Kurs und der Zinsstand der Staatsrente, bez. staatlichen Schatzscheine, in denen sich die Veränderung des Anlagezinsfußes widerspiegelt. Die auf diesem Gebiete stattfindenden Konversionen auf einen niedrigeren Zinsfuß sind ein spezielles markantes Anzeichen eingetretener Veränderungen der allgemeinen Zinsfußverhältnisse.

Tabelle V.

Durchschnittskurse einiger Staatspapiere in der Zeit von 1877—1914[1]).

Jahr	3 proz. bez. ab 1889 $2^3/_4$ Proz. Engl. Konsols in London (ab 6. IV. 1903 zu $2^1/_2$ Proz.)[2])	4 proz. Deutsche Reichsanleihe in Berlin (ab 1. X. 1897 zu $3^1/_2$ Proz.)[3])	$3^1/_2$ proz. Deutsche Reichsanleihe in Berlin	3 proz. Deutsche Reichsanleihe in Berlin	3 proz. Französ. Rente in Paris	Preuß. Konsols		
						4 proz.[4])	$3^1/_2$ proz.	3 proz.
1877	95,38	95,69	—	—	70,57	—	—	—
1878	95,19	95,72	—	—	74,61	—	—	—
1879	97,50	97,89	—	—	80,02	—	—	—
1880	98,38	99,89	—	—	83,54	—	—	—
1881	100,00	101,46	—	—	84,18	—	—	—
1882	100,50	101,53	—	—	81,62	—	—	—
1883	101,19	102,09	—	—	78,40	—	—	—
1884	101,00	103,13	—	—	77,19	103,04	—	—
1885	99,33	104,25	—	—	79,57	103,93	99,06	—
1886	100,80	105,96	102,88	—	81,61	105,48	102,15	—
1887	101,80	106,31	99,79	—	80,13	106,06	99,89	—
1888	101,00	107,94	102,48	—	81,64	**107**,33	103,09	—
1889	98,01	**108**,16	103,69	—	84,94	107,14	104,43	—
1890	96,49	106,74	100,42	87,05	90,72	106,10	100,52	86,60
1891	95,73	105,99	98,38	85,10	94,28	105,57	98,46	85,12
1892	96,68	106,87	99,97	86,27	97,39	106,79	100,04	86,28
1893	98,37	107,24	100,38	86,27	97,22	107,12	100,54	86,30
1894	101,07	106,59	102,39	90,73	100,05	106,46	102,48	90,76
1895	106,20	105,68	104,44	98,91	102,03	105,36	104,43	99,15
1896	110,89	105,48	**104**,57	**99**,22	102,16	105,35	**104**,61	**99**,38
1897	**112**,40	103,64	103,58	97,65	**103**,33	103,64	103,68	98,06
1898	110,96	102,65	102,64	95,51	102,85	102,59	102,65	96,21

1899	107,18	99,75	99,77	90,71	101,24	99,61	99,72	90,71
1900	99,63	**95**,81	95,82	86,74	100,60	**95**,66	95,82	86,78
1901	94,29	99,52	89,54	89,27	101,22	99,25	99,45	89,27
1902	94,35	102,06	102,06	92,18	100,60	101,94	101,99	91,98
1903	90,75	102,29	102,30	91,49	98,13	102,14	102,20	91,48
1904	88,28	101,92	101,94	90,02	97,54	101,79	101,89	90,07
1905	89,83	—	101,33	90,08	99,21	—	101,41	90,06
1906	88,32	—	99,54	87,73	97,65	—	99,59	87,73
1907	84,14	—	94,66	84,15	94,85	—	94,89	84,14
		4 proz. Deutsche Reichsanleihe vom J. 1908				4 proz. v. J. 1908 ab		
1908	86,04	100,39	**92,58**	**83**,24	96,24	100,37	**92**,61	**83**,12
1909	83,81	102,92	95,15	85,84	97,77	102,91	95,14	85,81
1910	81,07	102,09	93,17	84,41	97,98	102,23	93,18	84,36
1911	79,32	102,09	93,32	83,65	95,61	102,43	93,31	83,54
1912	76,13	100,92	89,90	80,11	92,46	100,96	89,80	80,09
1913	**73,61**	**98,54**	**85**,82	**75**,89	**87**,08	**98**,56	**85**,93	**75**,91
1914 [5]	*74,84*	*98,71*	*86,62*	*77,35*	*85,72*	*98,68*	*86,63*	*77,32*

1) Sämtliche Daten sind dem »Statist. Jahrb. f. d. Deutsche Reich«, Jahrg. 1914, 1909 und 1903, »Internationale Uebersichten«, entnommen, ausgenommen der Kurs der 3 proz. Konsols pro 1877—1888. (Aus Statistical Abstracts.)

2) Engl. Konsols: Konversion der 3 proz. Konsols im Jahre 1888 in $2^3/_4$ proz. Konsols mit Wirkung vom 5. IV. 1889, dann Konversion ab 6. IV. 1903 in $2^1/_2$ proz.

3) 4 proz. Deutsche Reichsanleihe: Konversion ab 1. X. 1897 in $3^1/_2$ proz. (unkündbar bis 1905), Neuausgabe 4 proz. Deutscher Reichsanleihe 1908, unkündbar bis 1. IV. 1918, zur Zeichnung aufgelegt am 11. IV. 1908 zum Kurse von 99,50.

4) 4 proz. Preuß. Konsols: Konversion ab 1. X. 1897 zu $3^1/_2$ proz., unkündbar bis 1905, Neuausgabe 4 proz. preuß. Konsols 1908, unkündbar bis 1. IV. 1918, zur Zeichnung aufgelegt am 11. IV. 1908 zu einem Kurse von 99,50.

5) Die Daten des Jahres 1914 beziehen sich nur auf die Zeit vom Januar bis Juli.

Betrachten wir zunächst die Kursbewegung der englischen Konsols. Sie zeigt uns mehr noch als die fallweisen Konversionen, welche immer nur mehr oder weniger einer bereits im Verlaufe der Jahre durchgebildeten Veränderung des mittleren Zinsfußes tatsächlich Rechnung tragen, die Schwankungen des Zinsfußniveaus, wie sie im Zusammenhange mit wirtschaftlichen und politischen Ereignissen auftreten und ähnlich, wenn auch minder scharf wie auf einem anderen Gebiete im Diskontsatze, hier im Kurswerte zum Ausdruck kommen. Für ihre Beurteilung müssen wir uns vergegenwärtigen, daß ein Kurs unter Pari bei den genannten Staatseffekten im allgemeinen, von anderen Ursachen abgesehen, anzeigt, daß ihre Nominalverzinsung sich unter dem »durchschnittlichen« Zinsfuß bewegt, während ein Ansteigen auf den Parikurs sowie ein Stand über Pari vom Standpunkte des Zinsfußes ein Anzeichen dafür wäre, daß die Nominalverzinsung der betreffenden Effekten über den mittleren Zinsfuß hinausgeht, letzterer also eine Senkung erfahren hat. Den Ausgleich gegenüber dem tatsächlich geltenden jeweiligen mittleren Zinsfuß bildet eben, von sonstigen ablenkenden Einflüssen abgesehen, die Kursbewegung, welche bewirkt, daß das reale Zinserträgnis der betreffenden Papiere mit dem tatsächlichen Zinsniveau im Einklange bleibt. Da aber auf den Kurs selbstverständlich vielfach andere wirtschaftliche und außerwirtschaftliche Umstände Einfluß üben, so werden diese Schlüsse stets nur mit Vorsicht und unter Berücksichtigung etwaiger besonderer Abweichungsursachen zu ziehen sein.

In der ersten Hälfte des 18. Jahrhunderts[1]) finden wir einen verhältnismäßig hohen Kursstand der englischen 3 proz. Konsols: 1731 stehen sie 99, 1732: 101, 1733: 103, um nach kurzem Rückschlag 1736—1738 Kurse von 105—107 zu erreichen. 1739 bis 1743 standen sie nahe an 100, dann folgte eine durch kriegerische Ereignisse verursachte Periode des Tiefstandes auf 75, 76 in den Jahren 1744—1748, schon 1749 standen sie wieder über Pari und erreichten in den Jahren 1748—1755 ihren Höchststand mit 106—108.

Diese Zeitperiode des 18. Jahrhunderts zeichnete sich durch einen im Vergleiche mit der Folgezeit bis zur Gegenwart außer-

1) Wir folgen hier in der Hauptsache einem von *Stanley Jevons* seinen »Investigations in Currency and Finance« (London 1884) beigegebenen Diagramm, welches die Kursbewegung der 3 prozentigen Konsols von 1731—1883 zeigt.

ordentlich niedrigen »mittleren« Zinsfuß von im allgemeinen $3^1/_2$ bis 3 und unter 3 Proz. aus, wofür der Hochstand der Konsols den besten Beweis liefert. Wie steht nun diese im übrigen nicht auf England beschränkte Erscheinung [1]) mit dem »Erfahrungssatze« in Einklang, daß ein niedriger Zinsfuß ein Kennzeichen hoher wirtschaftlicher Entwickelung sein soll, wenn in Zeiten ausgesprochen niedrigen industriellen und kommerziellen Wirtschaftsstandes der Zinsfuß bereits einmal ein ähnliches Niveau, wie es heute üblich ist, einnahm? Schon *d'Aulnis* hat mit vollem Rechte auf diesen viel zu wenig beachteten Umstand hingewiesen und hiefür eine Reihe von näheren Daten beigebracht (S. 399). Zweifellos hat es sich um Zeiten gehandelt, wo die Rechtssicherheit noch verhältnismäßig gering, der internationale Kapitalverkehr noch wenig ausgebildet, die Produktionskraft des eigenen Marktes noch gering war, die kulturelle und wirtschaftliche Entwickelung auf einer verhältnismäßig niedrigen Stufe stand. Und doch beobachten wir in England sowohl, als auch im übrigen Europa in der zweiten Hälfte des 17. Jahrhunderts und im 18. Jahrhundert einen relativ sehr niedrigen Zinsfuß. Hier steht offenbar Zinsfußniveau und Entwickelungsstand nicht in der vorausgesetzten Relation und tatsächlich ist auch die Ursache des niedrigen Zinsfußes der damaligen Zeit in ganz anderer Richtung zu suchen. Der Hauptsache nach dürfte sie im protektionistischen Wirtschaftssystem der letzteren, in dem merkantilistischen Prinzip der Kapitalansammlung, der Verhinderung aller Geldabflüsse und damit des internationalen Kapitalverkehres gelegen sein, woraus sich zeitweise Kapitalüberfüllung ergeben mußte. Dafür spricht, daß wir den niedrigen Zinsfuß nicht nur in England, sondern auch in Deutschland, den reichen Niederlanden usf. in dieser Zeit beobachten können [2]). Vor allem aber, und das ist besonders zu beachten, handelt es sich hiebei um eine Erscheinung, die sowohl den Anlagezinsfuß, wie den eigentlichen Leihzinsfuß in gleicher Weise umfaßt.

1) Siehe die von *d'Aulnis* (a. a. O. S. 399) beigebrachten interessanten Daten bezüglich der Niederlande: der Leihzinsfuß betrug um 1671: $3^1/_2$ Proz., ja sogar 3 Proz., im Laufe des 18. Jahrhunderts sank er noch weiter. Die Obligationen der Provinz Holland standen, obwohl sie nur $2^1/_2$ Proz. Zins gewährten, al pari und darüber. Die Aktien der ostindischen Kompagnie standen so hoch, daß sie trotz der großen Dividende nicht mehr als den damals gewöhnlichen Zins von $2^3/_4$ Proz. gaben.

2) Siehe vorige Anmerkung.

Erst von der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts ab kommen längere Perioden andauernden Tiefstandes der englischen Konsols vor. Sie bewegen sich durchweg unter Pari etwa zwischen 86 und 90 [1]). Hierin dürfte die mit einer freieren Entwickelungsbewegung der englischen Volkswirtschaft einsetzende Steigerung des Zinsfußniveaus ihren Ausdruck finden. Die weltbewegenden Ereignisse um die Wende des 18. Jahrhunderts und insbesondere in den Jahren 1800—1815 bewirken einen abnormalen Tiefstand der Konsols (50—70), der dem gestiegenen Zinsfuß der Kriegszeiten entspricht. Erst von da ab läßt sich wieder ein engerer Zusammenhang zwischen Kursstand und Zinsfußniveau bez. Entwickelungsvorgang erkennen. In der Zeit von 1816—1844, einer Zeit des allerdings von Krisen unterbrochenen Aufstieges schwankte der Kursstand ziemlich tief zwischen 70 und 95. Ebenso verblieb der Konsolkurs, von einem vorübergehenden Paristand 1844 und 1852 abgesehen, in den Jahren 1855—1874 (siehe Tabelle IV) dauernd unter Pari mit durchschnittlich 92—93 (Jahre höheren Standes 1858—1860, niedrigeren Standes 1864—1866). Diese ganze Periode ist aber eine Zeit ausgesprochener und hochgradiger Entwickelung in England; mit der Steigerung des Diskontzinsfußes dürfte bei stärkerem Kapitalbedarf auch eine Steigerung des mittleren Anlagezinsfußes (und eine Senkung des Konsolkurses) parallel gegangen sein [2]).

Erst seit 1874, nachdem die große Zeit der Gründungen, Erfindungen, des raschen und nie aussetzenden Kapitalverbrauches im großen und ganzen vorbei war und nunmehr an Stelle der großen Gewinnstmöglichkeiten eine etwas ruhigere und gleichmäßigere, dafür aber in sichereren Bahnen verlaufende Entwickelung getreten ist, zeigt der Konsolkurs ein verändertes Bild. (Siehe unsere Tabelle.) Er steigt allmählich von 92,50 im Jahre 1874 auf 100 im Jahre 1881 und bewegt sich dann von 1882 bis 1884 über Pari. Das deutet auf das beginnende Sinken des Anlagezinsfußes in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts hin, welches die Aera der Konversionen einleitet.

1) Von einzelnen durch politische Ereignisse verursachten besonderen Preisstürzen in den 70er Jahren abgesehen.

2) Im allgemeinen läßt sich bei Vergleich der Tabelle II (Diskontsatz der Bank von England) und der Tabelle III (Konsolkurs) feststellen, daß bei hohem Diskontsatz ein niedriger Konsolkurs gilt, sohin die allgemeine Steigerung des Zinsfußes auf den Konsolkurs drückend rückwirkt.

Ueber diese Zusammenhänge siehe noch unten.

Die Kurssteigerung war der tatsächliche Vorläufer der kurz darauf im Jahre 1888 erfolgten Konversion der Konsols von 3 Proz. auf $2^3/_4$ Proz. Die Konversion erfolgte bezeichnenderweise unter der Bedingung, daß nach 15 Jahren (also 1903) der Zinsfuß der Konsols sich automatisch auf $2^1/_2$ Proz. zu ermäßigen habe. Aber auch die im Zinsfuß ermäßigten Konsols stiegen von 1892 ab (siehe Tabelle V) wieder im Kurs, um in der Zeit von 1894—1899 den Parikurs ganz wesentlich zu übersteigen (Höchststand 1897: 112,40, im übrigen 106—110), was wohl den besten Beweis für die auch tatsächlich eingetretene und fortgesetzte Senkung des Anlagezinsfußes liefert. Es ist dies die Einleitung zur zweiten (automatischen) Konversion im Jahre 1903 auf $2^1/_2$ Proz. Von nun ab tritt aber eine fast ununterbrochene Senkung des Konsolkurses von 90,75 im Jahre 1903 bis auf 73,61 im Jahre 1913 ein. Da letztere in eine unbestrittene, wenn auch gleichmäßigere Aufschwungsperiode fällt, so müßte dies an sich auf ein Wiederansteigen des Anlagezinsfußes schließen lassen. Doch betrachten wir vorerst die Kursbewegung der Staatspapiere in einigen anderen Staaten. (Siehe Tabelle V.)

Zwei Kongruitäten sind vor allem festzustellen. Von den 70er Jahren an zeigt sich allenthalben eine auffallende und auch andauernde Aufwärtsbewegung der Kurse führenden Staatspapiere bis gegen die Wende des 19. Jahrhunderts. In den Jahren 1896, bez. 1897 erreichen ähnlich wie bei den Konsols auch die $3^1/_2$ proz. und 3 proz. Deutsche Reichsanleihe, die 3 proz. französische Rente und die $3^1/_2$ proz. und 3 proz. preußischen Konsols einen Höchststand. Dann folgt in ebenfalls ganz analoger Weise, wenn auch allerdings mit vereinzelten Schwankungen die Abwärtsbewegung der Kurse im letzten Jahrzehnt bis zur Gegenwart (bez. bis zum Kriegsausbruch). Die $3^1/_2$ proz. Deutsche Reichsanleihe sinkt von 104,57 (1896) auf 85,82 (1913) die 3 proz. Deutsche Reichsanleihe von 99,22 (1896) auf 75,89 (1913), die $3^1/_2$ proz. preußischen Konsols von 104,61 (1896) auf 85,93 (1913), die 3 proz. preußischen Konsols von 99,38 (1896) auf 75,91 (1913), die 3 proz. französische Rente von 103,33 (1897) auf 87,08 (1913), die englischen Konsols von 112,40 (1897) auf 73,61 (1913). Diese auffällige Erscheinung kann nur dahin gedeutet werden, daß im Zusammenhange mit dem stärkeren Kapitalbedarfe einer Aufschwungszeit auch der Anlagezinsfuß nicht eine sinkende, sondern eine steigende Tendenz einge-

halten hat. Dafür spricht auch, daß noch im Jahre 1908 sowohl bei der Deutschen Reichsanleihe als bei den preußischen Konsols die neuerliche Ausgabe eines 4 proz. Typus nahezu zum Parikurse (99,50) möglich war, der auch weiterhin aufrechterhalten werden konnte. Dies würde darauf hinweisen, daß gerade in der letzten Zeit der mittlere Anlagezinsfuß, der vorher wenigstens für die kontinentalen Mächte auf $3^1/_2$ bis $3^3/_4$ gesunken war, sich nun wieder auf 4 Proz. (Deutschland) bez. $3^1/_2$ Proz. (Frankreich) erhoben hat, während für England in der letzten Zeit der bereits bis auf $2^1/_2$ Proz. herabgegangene Zinsfuß wieder auf $2^3/_4$—3 Proz. gestiegen war. Speziell in Frankreich ist unzweifelhaft eine, wenn auch relativ geringere Steigerung des Anlagezinsfußes auf etwa $3^1/_2$ Proz. eingetreten [1]).

Betrachten wir nun an Stelle des bloß mittelbaren Rückschlusses aus den Kursveränderungen führender Anlagepapiere die Bewegung des Anlagezinsfußes an der Hand einiger diesen letzteren unmittelbar betreffenden konkreten Ziffern und im Vergleiche der ältesten Zeiten bis zur Gegenwart.

England: Während im 12. bis 14. Jahrhundert ein Zinsfuß von 20 Proz. die Regel war und der gesetzliche Zinsfuß noch unter Heinrich VIII. 10 Proz., dann 8 Proz. und 1651 6 Proz. betrug, sank er zu Anfang des 18. Jahrhunderts auf 5 Proz. In der nun folgenden Periode protektionistisch-merkantilistischen Wirtschaftssystemes fiel der mittlere Zinsfuß noch tiefer bis auf $3^1/_2$ und 3 Proz. (Siehe Hochstand der 3 proz. Konsols.) 1757 wurde der größte Teil der englischen Staatsschuld zu 3 Proz. konvertiert. In der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts setzt wieder eine aufsteigende Bewegung des Zinsfußes im Zusammenhang mit der allgemeinen Entwickelung des Wirtschaftslebens ein (bei tiefem Stande des Konsolkurses), die mit mannigfachen Schwankungen und Unterbrechungen bis in die 70er Jahre des 19. Jahrhunderts andauerte. Seit 1874, nachdem die Hochflut der raschen, intensiven Entwickelung vorbei war, tritt wieder eine sinkende Bewegung des Anlagezinsfußes (steigende Kurswerte der

1) Der »Realzinsfuß« im Verhältnis zum Kurswert betrug im Jahre 1913: Bei den $2^1/_2$ proz. engl. Konsols 3,3 Proz.; bei der 4 proz. Deutschen Reichsanleihe 4,06 Proz.; bei der $3^1/_2$ proz. Deutschen Reichsanleihe 4,08 Proz.; bei der 3 proz. Deutschen Reichsanleihe 3,9 Proz.; bei der 3 proz. französischen Anleihe 3,45 Proz.; bei den 4 proz. preuß. Konsols 4,06 Proz.; bei den $3^1/_2$ proz. preuß. Konsols 4,07 Proz.; bei den 3 proz. preuß. Konsols 3,95 Proz.

Konsols) ein, die äußerlich durch die erwähnten Konversionen der Konsols im Jahre 1888 auf $2^3/_4$ Proz. und im Jahre 1903 auf $2^1/_2$ Proz. markiert ist. Nunmehr beginnt wieder in der Folgezeit bis zur Gegenwart ein Steigen des Anlagezinsfußes in der Richtung auf 3 Proz. hin.

Deutschland: Auch hier beobachten wir einen Wechsel in der Bewegungstendenz des Anlagezinsfußes. In den ältesten Zeiten herrschte ein verhältnismäßig hoher Zinsfuß (10—20 Proz.)[1]), der im Zeitalter des Merkantilismus um die Wende des 17. und in der ersten Hälfte des 18. Jahrhunderts dem sehr niedrigen Zinsfuß von durchschnittlich 3 Proz. Platz macht[2]). Dann steigt der Zinsfuß wieder im Zusammenhange mit den äußeren politischen Verhältnissen, um in der Kriegszeit (1800—1815) 8 Proz. und darüber zu erreichen. In der Zeit von 1815—1845 sank er bis auf durchschnittlich 3 Proz. für sichere Anlagen. In der nun folgenden Periode (bis zu den 70er Jahren) rascher wirtschaftlicher Entwickelung, des Eisenbahnbaues, der Gründung von Aktiengesellschaften usf. stieg der Zinsfuß allmählich wieder bis auf 5 Proz. für beste Sicherheiten. Seit den 70er Jahren können wir auch hier wie in England eine langsame Senkung des Anlagezinsfußes bis gegen 3 Proz. beobachten. Von 1900 an steigt der letztere wieder auf $3^1/_2$ Proz. bis 4 Proz.

Frankreich: Hier ist ebenso nach einem Sinken des Zinsfußes (kontinuierliches Steigen des Rentenkurses bis 1896) ein Wiederansteigen desselben (kontinuierliches Sinken des Rentenkurses bis 1913) zu verzeichnen.

Oesterreich: Der durchschnittliche Anlagezinsfuß der Sparkassen betrug in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts meist 4 Proz., stieg 1872 auf 5 Proz. und erhielt sich auf diesem Stande bis 1877. Dann setzt eine sinkende Bewegung ein: 1882: 4,4 Proz., 1887: 4,3 Proz., 1892: 4 Proz., 1897: 3,9 Proz., 1902: 3,9 Proz., von da bis 1912 steigt der Anlagezinsfuß wieder auf 4 Proz. [3]).

Fassen wir unsere Untersuchung über die tatsächliche Bewegung des Anlagezinsfußes zusammen, so kommen wir zu folgendem Resultate:

---

1) Frankfurter Stadtanleihen wurden z. B. im 14. Jahrhundert zu 13, 18, 26 und 45 Proz. untergebracht.

2) Siehe auch *Ad. Smith*, Inquiry usf. II, chap. IV.

3) Aus »Statist. Rückblicke aus Oesterreich«, der XIV. Tagung des Internat. Statist. Inst. überreicht von der k. k. Statist. Zentralkommission, Wien 1913, S. 65.

1. Die Lehre vom Sinken des Zinsfußes stützt sich vor allem auf einen Vergleich der heute üblichen Zinshöhe mit jener weit zurückliegender Zeiten, ferner auf die seit den 70er Jahren einsetzende und bis in das erste Dezennium des 20. Jahrhunderts reichende fallende Bewegung des Anlagezinsfußes, welche den Eindruck einer dauernden Erscheinung machte. Ein Vergleich mit den seinerzeitigen Zinssätzen des Mittelalters beweist aber für die Bewegungstendenz des Anlagezinsfußes eigentlich überhaupt nichts, da die volkswirtschaftlichen Verhältnisse jener Zeiten von denen der späteren bis zur Gegenwart derart verschieden sind, daß jede Vergleichbarkeit ausgeschlossen erscheinen muß. Erst die neuere Zeit kommt hiefür in Betracht. Gerade da zeigt sich aber trotz einer im großen und ganzen zusammenhängenden und vorherrschenden Entwickelungsbewegung keine ebenso einheitliche Grundtendenz des Sinkens, denn die in den 70er Jahren begonnene Senkung des Anlagezinsfußes hat nicht angehalten, sondern in der neuesten Zeit wieder einer aufsteigenden Bewegung Platz gemacht. In Wahrheit weist auch der Anlagezinsfuß ein, wenn auch schwächeres Schwanken nach oben oder unten auf, das unverkennbar mit der Allgemeinbewegung der Volkswirtschaft, ihrer Aufstiegs- oder Abstiegsphase und der hiedurch bedingten Lage des Geld- und Kapitalmarktes im allgemeinen zusammenhängt [1]). Aus diesen Einflüssen und Rückwirkungen des volkswirtschaftlichen Gesamtprozesses auf den Anlagemarkt lassen sich aber gewiß keine

1) So zeigt der Kurs der englischen Konsols bez. die Bewegung ihres Realzinsfußes, d. h. des auf den Kurs zurückberechneten realen Zinserträgnisses in der Zeit von 1877 bis 1913 immerhin einige charakteristische Züge, welche auf diesen Zusammenhang mit der Entwickelungsphase und den im Diskontsatze viel deutlicher zum Ausdruck kommenden Veränderungen des Geld- und Kapitalmarktes hinweisen. Die Zeiten des hochstehenden Konsolkurses und der sinkenden Bewegung des Realzinsfußes sind auch solche ausgesprochener Depression und niedrigen Diskontsatzes (1894—1897). Vom Jahre 1898 ab beginnt in Uebereinstimmung mit dem Ansteigen des Diskontsatzes der Kursrückgang der Konsols und das Ansteigen ihres Realzinsfußes. Beides entspricht der nun einsetzenden längeren, wenn auch nicht ununterbrochenen Entwickelungsepoche bis zur Gegenwart. Die dazwischen liegenden Senkungen des Diskontsatzes (1905 und 1908) zeigen sich auch in einer Kurssteigerung der Konsols gegen das Niveau des Vorjahres (1905: 89,83 gegen 88,28 im J. 1904 und 88,32 im J. 1906; 1908: 86,04 gegen 84,14 im J. 1907 und 83,81 im J. 1909), ebenso wie der Hochstand des Diskontsatzes 1903 und 1907 in einer Kurssenkung der Konsols (1903: 90,75 gegen 94,35 im J. 1902; 1907: 84,14 gegen 88,32 im J. 1906) zum Ausdruck kommt.

weitergehenden Schlüsse ziehen. Insbesondere konnten wir keinen unmittelbaren und kongruente Bewegungen auslösenden Zusammenhang zwischen Entwickelungsbewegung bez. konkretem Entwickelungsvorgang und Bewegung des Anlagezinsfußes feststellen. Wohl aber ließ sich ein gewisser mittelbarer Einfluß, der sich in einem, im Vergleiche längerer Zeiträume zutagetretenden Wechsel in der Höhe des mittleren Anlagezinsfußes äußerte, konstatieren. Er findet aus den Zusammenhängen und Rückwirkungen aller Vorgänge auf dem Geld- und Kapital- bez. Effektenmarkte, insbes. den Rückwirkungen allgemeiner Geldknappheit und Geldverteuerung oder Geldflüssigkeit auch auf den Zinsfuß des Anlagemarktes hinreichende Erklärung. Daraus gehen auch die früher erörterten mannigfachen Kongruenzen zwischen der Bewegung des Leihzinsfußes und des Anlagezinsfußes hervor. Aber eine einheitliche Grundtendenz des Anlagezinsfußes in der neueren Zeit, insbes. ein fortdauerndes Sinken konnten wir zum mindesten in einem unmittelbaren Zusammenhange mit der Entwickelungsbewegung nicht herauslesen. Eine Verifikation der *Mill*schen Minimumtheorie wie überhaupt der herrschenden Lehre von der sinkenden Tendenz des Kapitalzinses läßt sich sohin vom Standpunkte der Entwickelungstheorie, wie des Mechanismus der Entwickelungsbewegung auch in dieser Hinsicht jedenfalls nicht finden. Soweit eine solche Grundtendenz wenigstens im Vergleiche längerer Wirtschaftsepochen tatsächlich nachgewiesen werden kann, müssen hiefür besondere, anderweitige Ursachen allgemeiner Natur maßgebend sein, deren Erörterung wir uns nunmehr zuwenden wollen.

2. Es wäre zweifellos eine vollständig einseitige Betrachtungsweise, wollte man die Bewegung des Anlagezinsfußes und ihrer äußeren Erscheinung, die Kursbewegung der fest verzinslichen Papiere, nur vom Standpunkte der konkreten Entwickelungsvorgänge und im Vergleiche mit der Bewegung des Diskontsatzes, also vom allgemeinen Gesichtspunkte des Geld- und Kapitalmarktes aus beurteilen. Hieraus lassen sich nur gewisse zeitliche Schwankungen und Beeinflussungen des Anlagezinsfußes erklären, nicht aber genügende Anhaltspunkte für eine Grundbewegung desselben finden. In letzterer Hinsicht kommen vielmehr m. M. n. ausschließlich die inneren Veränderungen des Anlagemarktes selbst mit ihren Konsequenzen für Effektenkurs und

Anlagezinsfuß in Frage. Auch in dieser Beziehung bietet die Geschichte der englischen Konsols wohl das markanteste Untersuchungsobjekt in der Wirtschaftsgeschichte.

Der Kurs der Konsols hatte im Jahre 1897 bekanntlich den Höchststand von 112,40 erreicht, von hier ab und insbes. nach Durchführung der automatischen Konversion des Jahres 1903 auf $2^1/_2$ Proz. trat eine rapide und ununterbrochene Kurssenkung bis zur Gegenwart ein. Der Fall der Konsols, welcher die übrigen sogenannten »Goldschnittpapiere« zum Teil nach sich zog, war in einzelnen Jahren mit empfindlichen äußeren Folgen, insbes. großen Abschreibungen an den Effektenbeständen bei den Banken, wie Vermögenseinbußen der privaten Besitzer verknüpft. Als besondere Ursachen für diese Erscheinung werden aber in den Berichten des Deutschen kaiserl. Generalkonsulates in London folgende Momente hervorgehoben. In erster Linie kommt die Vermehrung der britischen Staatsschuld, insbesondere die fortdauernde Ausgabe von staatlich garantierten Anleihen in Betracht, wodurch der Kreis der als sicher gewerteten Papiere unausgesetzt sich ausdehnte. Gesetze, welche die Anlage des von Treuhändern zu verwaltenden Vermögens erleichterten und den Umfang der hiefür in Betracht kommenden Wertpapiere erweiterten, wirkten in gleicher Richtung. Von besonderer Bedeutung war aber überhaupt die rege Emissionstätigkeit an den englischen Börsen, welche den Effektenmarkt alljährlich um namhafte Beträge bereicherten. Die Emissionen in öffentlich aufgelegten Aktien und Schuldverschreibungen betrugen:

1905:	167,2 Mill. Pfd.	1910:	232,0 Mill. Pfd.
1906:	120,2 » »	1911:	190,7 » »
1907:	123,6 » »	1912:	212,0 » »
1908:	192,2 » »	1913:	246,0 » »
1909:	182,3 » »		

Große Beträge hievon betrafen fremde Staatssicherheiten mit teilweise gegenüber der einheimischen wesentlich höherer Verzinsung. Ueberhaupt hatte sich in den letzten Jahren der Kredit vieler überseeischer Länder, der in den 90er Jahren sehr erschüttert war, befestigt. Infolgedessen suchte das britische Kapital in letzteren Effekten gerne lohnende Anlage und vernachlässigte die gering verzinslichen heimischen Papiere. Endlich hatte gerade der Kursrückgang der Konsols ihren Besitzern gezeigt, daß diese trotz der Sicherheit für die Verzinsung doch keine Gewähr gegen Kapitalverluste bieten, da bei ihnen keine

Einlösungspflicht zum Nennwerte besteht, also dem Staate gleich einer dauernden Rente keine Rückzahlung zum vollen Nennwerte obliegt. Der Mangel der Auslosungs- und Amortisationspflicht hat sich also hier als ein die Sicherheitsqualität wesentlich vermínderndes Moment erwiesen. Darin lag einer der Hauptgründe für die Vernachlässigung der Konsols seitens des anlagesuchenden Publikums. Dazu kam ganz im allgemeinen die stete Erweiterung des Kreises höher verzinslicher und doch relativ sicherer Dividendenpapiere, die auch die Wertschätzung der »festverzinslichen« Staatseffekten wesentlich herabzusetzen geeignet war. Die steigende Rentabilität der übrigen Effekten, insbes. der Dividendenpapiere hat so auf den eigentlichen und ursprünglichen Anlagemarkt entwertend gewirkt.

Das Beispiel der englischen Konsols zeigt also, daß in der neueren Zeit auf dem Anlagemarkte gewisse Veränderungen vor sich gegangen sind, die auch auf den Anlagezinsfuß im allgemeinen nicht ohne Rückwirkung geblieben sind, indem sie auf der einen Seite in steigerndem Sinne, auf der anderen zinsdrükkend wirken und so jeweils um die Vorherrschaft ringen. Sie entspringen teils allgemeinen volkswirtschaftlichen Gründen, teils den speziellen organisatorischen Verhältnissen dieses Marktes.

Zunächst ist im allgemeinen eine Aenderung eingetreten in dem Werte und in der Bedeutung, welche der »sicheren Kapitalanlage« in den vorgeschrittenen Stadien der Volkswirtschaft gegenüber den älteren Entwickelungsstadien beigemessen wird. Die Wertschätzung des »Sicherheitselementes« in der Kapitalsanlage sank in eben dem Maße, als mit steigender Produktivität und zunehmender Entwickelung der Volkswirtschaft, insbes. Konsolidation ihrer geld- und kredittechnischen Einrichtungen wie der gesamtstaatlichen Grundlagen der relative Sicherheitsgrad der Kapitalanlagen überhaupt in einem geordneten volkswirtschaftlichen Gemeinwesen stieg. In weiterer Folge mußte sich auch die im Zinsfuß liegende »Gefahrprämie« bei vielen Kapitalkategorien vermindern[1]), mit der zunehmenden Rechtssicherheit und der Sicherheit volkswirtschaftlicher Anlagen und

1) Die Bedeutung des Sicherheitsmomentes für die Bildung der Höhe des Kapitalzinses betont sehr richtig insbes. *Knies* (Der Kredit, Berlin 1879, 2. Hälfte, S. 8 f.). Er stellt insbes. eingehend dar, daß es sich hiebei nicht um eine Assekuranz-, sondern um eine Risikoprämie handelt, die im Zinse steckt und dem Gläubiger für die Verlustgefahr an Kapital und Zinsen gezahlt wird.

Unternehmungen sank aber auch die Wertung der »besonderen Sicherheiten« in der Kapitalanlage.

Aber nicht nur die relative Sicherheit als qualitatives Moment steigt in einem vorgeschrittenen Stadium der Volkswirtschaft, auch die Zahl und Menge der Kapitalanlagen, denen auf dem Markte diese Eigenschaft zuerkannt wird, ist in der modernen Volkswirtschaft in deutlich erkennbarer Ausdehnung begriffen. In zweifacher Richtung vollzog sich die Erweiterung des Anlagemarktes und damit die Vermehrung der Anlagegelegenheiten. Vor allem durch Vermehrung der hinsichtlich Kapital wie Verzinsung seit jeher als sicher gewerteten Anlagepapiere im Wege immer neuer Emissionen staatlicher, kommunaler oder sonst von öffentlichen Verbänden, Eisenbahnen usf. ausgegebener Schuldverschreibungen. Es genügt hier, auf das Ansteigen der Staats-, Kommunal-, Eisenbahnschulden usf. im allgemeinen hinzuweisen. Von ganz außerordentlicher Bedeutung aber für die Ausdehnung des Anlagemarktes und für die Heranziehung auch der kleinsten verfügbaren Kapital- bez. Sparbeträge eines volkswirtschaftlichen Gebietes für »Anlagezwecke« war die Entwickelung des »Spareinlagewesens« durch die dezentralistische Ausgestaltung der Sparkassen, insbes. der Postsparkassa, dann der durch die Banken mit ihrem gewaltigen Filialensystem in den verschiedenen Gestalten der »Spareinlage«, des »Depot- und Kontokorrentkontos«, gebotenen Gelegenheit zur nicht minder sicheren Kapitalanlage. Hiedurch werden große Massen von Kapital auf den Anlagemarkt gelenkt[1]).

Des weiteren kommt noch hinzu das in der Neuzeit charakteristische Uebergreifen des Anlagecharakters auf Papiere, welche auch eine relativ höhere als die bisher übliche Anlageverzinsung der eigentlich »sicheren Anlagewerte« bieten, infolge der finanziellen Fundierung und wirtschaftlichen Stellung der betreffenden Institute aber an Sicherheit den letzteren ziemlich nahe kommen. Dies gilt von einer immer zunehmenden Zahl an sich rein auf den Gewinnzweck eingerichteter privat-

1) Hiebei ist nicht zu verkennen, daß nach dem Verwendungszwecke der auf diesem Wege aus der Volkswirtschaft gesammelten Kapitalien auch diese Sparkapitalien in weiterer Linie dem produktiven Unternehmerzwecke zugeführt werden und so mittelbar ähnlich wie das kurzfristige Darlehen, das Leihkapital dies unmittelbar tut, den gesamten Kapitalmarkt und den Leihzinsfuß mit beeinflussen.

wirtschaftlicher Unternehmungen. Während in früheren Zeiten nur Staatspapiere, Sparkasseneinlagen, gewisse Pfandbriefe und Prioritätsobligationen als »sichere« Anlagen galten, ist heute auch eine Reihe von Aktien großer Privatunternehmungen, insbes. der großen Bankinstitute, vieler Versicherungsgesellschaften, selbst mancher Industrieunternehmungen in den Kreis der, wenn auch nicht vom Gesetz, so doch vom finanziellen und wirtschaftlichen Gesichtspunkte als sicher betrachteten und um ihrer höheren Verzinsung willen sogar gerne geschätzten Kapitalanlagen getreten. Wenn auch diese Papiere noch deshalb selbstverständlich nicht zum Anlagemarkte schlechtweg zu rechnen sind und sowohl der Spekulation bezüglich der Kursschwankungen Gelegenheit geben, als zugleich einen Unternehmeranteil an dem wirtschaftlichen Reingewinn in Form der Dividende gewähren, so bilden sie doch einen Uebergang zum eigentlichen industriellen Effektenmarkte und insbes. eine Konkurrenz für den Anlagemarkt. Speziell das Hinzutreten vieler Bankaktien, welche mit einem relativ hohen Grad von Sicherheit auf Grund ihrer Reservefonds und ihrer sonstigen, finanziell wohl fundierten wirtschaftlichen Position die Möglichkeit höherer und unter normalen Verhältnissen auch wenig schwankender Dividendenbezüge verbinden, hat auf den eigentlichen Anlagemarkt mit ungünstig rückgewirkt und zur Vernachlässigung oder Niedrigerwertung der gering verzinslichen Sicherheiten wesentlich beigetragen.

Das vierte und speziell für die Bewegung des Anlagezinsfußes wichtigste Moment, welches zur Vermehrung der Anlagegelegenheiten in Beziehung steht, ist die in der modernen Entwickelung zu beobachtende relative Zunahme des zur Anlage bereiten Geldkapitales, d. h. des zur sicheren, eventuell auch dauernden Anlage, statt zur kurzfristigen, dafür aber unmittelbaren und höher rentierenden Kapitalsverwertung drängenden »Sparkapitales« —, wenn man sagen will »des Sparens« im allgemeinen, wobei insbesondere der früher erwähnten Organisation der Banken und Sparkassen mit ihrem auch zur Heranziehung der mittleren und unteren Einkommensschichten geeigneten Apparat ein Hauptanteil an der Sammlung und Weiterleitung des verfügbaren Sparkapitales zukommt. Letzten Endes liegt hier also der Druck auf den Anlagezinsfuß in der Masse des zur Anlage drängenden, unter Umständen auch über den momentanen Bedarf von Industrie und

Handel für produktive Verwendungszwecke hinausgehenden Sparkapitales. Wirkt die Vermehrung der Anlagegelegenheiten speziell zu Ungunsten der ursprünglichen Sicherheiten, insbes. der Staatseffekten, so wirkt die absolute Zunahme des anlagebereiten Kapitales als allgemeiner Faktor auf die Höhe des auf dem Markte geltenden Zinsfußes überhaupt, wieder gewiß in erster Linie aber innerhalb der verschiedenen Anlagemöglichkeiten zum Nachteile der fest und niedrig verzinslichen absoluten Sicherheiten. Jedenfalls dürfte in dem starken Zustrom von Sparkapitalien in der jüngeren Entwickelungsgeschichte der Volkswirtschaft ein hauptsächlicher Erklärungsgrund für die relative Senkung des Anlagezinsfußes im Vergleiche der neueren und der älteren Wirtschaftsepochen gelegen sein[1]).

Wie wir aus all dem ersehen, ist es also nicht die stets einseitig in den Vordergrund gehobene absolute »Kapitalvermehrung« als solche, insbes. nicht der m. M. n. unzutreffende Umstand, daß das Kapital rascher als die Bevölkerung und seine Verwendungsgelegenheiten gewachsen sei, sondern die Zunahme des zu einer sicheren Anlage in ihren vielfachen neuzeitlichen Formen, statt zu unmittelbarer produktiver unternehmungsweiser Verwertung, jedoch unter teilweiser Bevorzugung der höher verzinslichen Anlagegelegenheiten drängenden Geldkapitales einerseits, die qualitative Aenderung des Sicherheitsgrades, wie der Wertschätzung dieser Sicherstellung im heutigen Stand der Volkswirtschaft andererseits, endlich die relative Vermehrung der als sicher anzusehenden Anlagegelegenheiten im allgemeinen und die vielfach zu einer Uebersättigung des Marktes speziell in den niedrig verzinslichen sicheren Anlagen führenden öffentlichen Emissionen —, welche in ihrer Gesamt- und Gegenwirkung schließlich jene allerdings nur im Vergleiche längerer, auch weiter zurückliegender Entwickelungsepochen zu beobachtende Senkung des Anlagezinsfußes auf sein heutiges Niveau verursacht haben. All die angeführten Momente sind aber weder als gleichwertig zu betrachten, noch wirken sie alle in derselben Richtung.

---

1) Ein gutes Beispiel bietet in dieser Hinsicht Frankreich, wo bekanntlich die Bildung von Sparkapital verhältnismäßig in die weitesten Schichten vorgedrungen ist und auch infolgedessen die Popularisierung der Rente vor dem Kriege die meisten Fortschritte gemacht hat. Die Senkung des französischen Anlagezinsfußes dürfte ganz insbes. auf diese Bevorzugung der sicheren Anlage seitens des französischen Publikums zurückzuführen sein.

Fassen wir das Gesagte zusammen, so ist also strenge zu unterscheiden zwischen den aus dem Zusammenhange mit den Erscheinungen des allgemeinen Geldmarktes hervorgehenden zeitlichen Schwankungen des Anlagezinsfußes nach aufwärts oder abwärts, wie diese in den Veränderungen des Einlagezinsfußes der Sparkassen und Banken, des Zinsfußes der staatlichen Emissionen, des Kurses und damit des Realzinserträgnisses der Anlagewerte zum Ausdruck kommen — und der Grundbewegung des Anlagezinsfußes als der Resultierenden all der verschieden wirkenden, auf dem Anlagemarkte selbst aufgetretenen inneren Veränderungen.

Bei dieser Grundbewegung handelt es sich aber nicht um eine bestimmt begrenzte, in bestimmten Bahnen verlaufende Bewegung, sondern nur um eine, in dem uns bisher vorliegenden Stück der Wirtschaftsgeschichte erkennbare Gesamttendenz, die eben das schließliche Endresultat der verschiedenen teilweise entgegengesetzten Bewegungsvorgänge und einwirkenden Ursachen darstellt. Von einer einheitlichen, ununterbrochenen und fortdauernden Abwärtsbewegung des Anlagezinsfußes kann jedenfalls keine Rede sein, im Gegenteile weist auch er, und dies gerade in der letzten Zeit einer einsetzenden Entwicklungsperiode, zeitweise aufsteigende Bewegungen auf. Nur im Vergleiche der gesamten Entwickelungsgeschichte (und zwar seit dem Zurücktreten der protektionistischen Wirtschaftsideen) mit dem gegenwärtigen Niveau ergibt sich ein Rückgang des Anlagezinsfußes, der, wie erwähnt, das Gesamtergebnis der inneren Veränderungen auf dem Gebiete des Anlagemarktes ist. Mit Rücksicht auf diese spezielle Verursachung läßt sich auch in keiner Weise die weitere Bewegung für die Zukunft vorhersagen, ein weiteres Sinken des Anlagezinsfußes auf irgend ein Minimum zu prophezeien geht ebensowenig an, als dies für den Leihzinsfuß zulässig wäre[1]). Die Minimumtheorie *Mills* ist also auch auf diesem Gebiete nicht aufrechtzu-

1) Normale Entwickelungsverhältnisse für die Zukunft vorausgesetzt, würde sich im Gegenteile im allgemeinen wohl eine mit der Steigerung des Leihzinsfußes zusammenhängende Steigerung des Anlagezinsfußes, schon mit Rücksicht auf die Erweiterung der Anlagesicherheit auch auf höher verzinsliche Werte annehmen lassen. Der Weltkrieg, welcher vielleicht die Einleitung einer neuen, von teilweise anderen Grundlagen ausgehenden Entwickelung im Gefolge haben dürfte, wird wohl auch auf den Zinsfuß in stark erhöhendem Sinne einwirken.

Siehe auch *Knies*, Kredit, S. 98; *Philippovich*, Grundriß, S. 369.

erhalten, die herrschende Lehre von dem »Sinken des Kapitalzinsfußes« aber muß die im vorstehenden angegebenen Einschränkungen erfahren.

Es erübrigt noch zum Schlusse die Frage, welche Zusammenhänge zwischen der Bewegung des Anlagezinsfußes und der Entwickelungsbewegung im allgemeinen bestehen. Daß erstere nicht unmittelbar durch letztere, so wie die Bewegung des Leihzinsfußes hervorgerufen wird, sondern zunächst aus besonderen Veränderungen des Anlagemarktes hervorgeht, wurde schon betont. Mittelbar ist aber auch sie eine Konsequenz jener Faktoren, welche auf Abschwächung der Ungleichmäßigkeiten des Wirtschaftslebens überhaupt hindrängen. Letztere mußten bis zu einem gewissen Grade notwendig zu einer relativen Verminderung des Zinsfußes von sicheren Kapitalanlagen führen, ohne daß selbstverständlich hohe Geschäftsgewinne, eine hohe, ja steigende Verzinsung des produktiv und spekulativ angelegten Kapitals ausgeschlossen wären, bez. das relative Maß dieser Maximalverzinsung in einem fortgeschrittenen Stadium der Volkswirtschaft geringer sein müßte [1]). Wie wir sehen, ist die ganze Erscheinung der Hauptsache nach

1) Eventuell ließe sich hier sogar eine dritte Kategorie der höher rentierenden, wenn auch der besonders qualifizierten Sicherheiten entbehrenden Kapitalanlagen (als Quelle von »Kapitalgewinnen« im eigentlichen Sinne) unterscheiden. Hieher gehörte dann das Dividendeneinkommen, insbes. von Industrieunternehmungen. Vergleicht man die Dividendenerträge führender Unternehmungen in älteren Zeiten und der Gegenwart, dann ist die »steigende Tendenz« dieser Kapitalerträge außer Zweifel. Aber bei dieser Kapitalskategorie handelt es sich richtiger- und eigentlicherweise überhaupt nicht um einen Zinsertrag bez. ein »Zinseinkommen«, sondern (zumal in der Form der Aktiengesellschaften, Gesellschaften m. b. H. usf.) mindestens zugleich um ein »Unternehmereinkommen«. Zu beachten ist übrigens, daß in der neuesten Zeit auf dem Kapitalmarkte gewisse Einrichtungen entstanden sind, welche auch hier die mittelbare Kapitalanlage in höher rentierenden und riskanteren Unternehmungen unter Ausgleichung des Risikos erleichtern. Es sind dies die von *Liefmann* als einer der Hauptfälle der Effektensubstitution aufgeführten »Kapitalanlagegesellschaften« (auch investment trusts), welche anlagesuchenden Kapitalien die Beteiligung an solchen Unternehmungen durch Zwischenschiebung einer die Finanzierung übernehmenden und dafür selbst Effekten ausgebenden Gesellschaft erleichtern. Im Wege solcher »Finanzierungsgesellschaften« ist es häufig überhaupt erst möglich, das anlagesuchende Publikum für diese Zwecke heranzuziehen. Denn das Publikum sucht meist Anlage in solchen Effekten, die jederzeit an der Börse verkäuflich sind, was speziell bei Unternehmungen, die erst in der Entwickelung stehen oder lokaler Natur sind, nicht der Fall ist. Hier hat die »Effektensubstitution«, die wichtige Funktion, die Kapitalsanlage durch Risikoverteilung und Sicherung der Realisierbarkeit des Kapitals zu erleichtern.

eine Konsequenz der zunehmenden Konsolidation der finanziellen und finanztechnischen Einrichtungen unserer Wirtschaft wie des ihr zugrundeliegenden Staatswesens, welche den Risikokonfizienten vieler Kapitalien wesentlich reduziert hat. Mittelbar ist also auch dieses Resultat eine Folge der Entwickelung, aber hier keineswegs ausschließlich der wirtschaftlichen, sondern der allgemein kulturellen und insbesondere der gesamtstaatlichen wie gesellschaftlichen Entwickelung. Daraus ergibt sich auch von vornherein, daß jede Bewegung des Anlagezinsfußes, so wie ihre hauptsächliche Ursache, die Konsolidation der wirtschaftlich-technischen Verhältnisse, sich naturgemäß in relativ engen Grenzen bewegen müsse, jedenfalls engeren, als jene des Leihzinsfußes sind. Selbst eine ununterbrochene Entwickelungsbewegung vorausgesetzt, die es tatsächlich nicht gibt und nicht geben kann, könnte sich hieraus auf keinen Fall eine ebenso ununterbrochene Senkung des Anlagezinsfußes bis auf ein die weitere Kapitalbildung ausschließendes Minimum ergeben, jedenfalls ist aber jedes zeitlich beobachtete Zinsmaß eben etwas vollständig Relatives, vom Geldwert wie auch gewiß von der jeweiligen Rentabilitätshöhe der übrigen Kapitalanlagen mit abhängig. Ein Vergleich für verschiedene Zeitepochen ist schon darum nur mit Vorsicht vorzunehmen. Jedenfalls handelt es sich hier um keine so dauernde, zeitlich unbegrenzte, dem ganzen Wirtschaftsleben immanente Erscheinung wie bezüglich des Entwickelungsproblemes selber, sondern stets ist daran festzuhalten, daß jeder Zinsfuß nur eine Verhältniszahl darstellt, die in ihrer Bedeutung mit Wert und Bedeutung jener Elemente, von denen sie abhängig ist, wechselt[1]).

1) An das »Fallen des Zinsfußes« sind weitgehende Folgerungen geknüpft worden. Man hat (so z. B. *d'Aulnis* S. 378) von einer »geänderten Einkommensverteilung« gesprochen, bei der die Kapitalisten nun um 1/8 oder eine noch höhere Quote weniger bekommen und so eine fühlbare Niederlage erlitten hätten. Soweit diese Erscheinung bleibenden Charakter habe, komme sie einer »Enteignung« des Kapitales gleich u. dgl. Alle diese Betrachtungen übersehen die Relativität des ganzen Problemes. Ganz abgesehen davon, daß hauptsächlich Veränderungen im Geldwerte für die Beurteilung der Zinsfußhöhe verschiedener Zeiten eine große und unbestreitbare Rolle spielen, ist zu bedenken, daß es sich eben tatsächlich nicht um dauernde Zinsfußveränderungen handelt, indem allerdings speziell der Kurssturz der zu nieder verzinslichen Werte den alten Besitzern der letzteren Verluste verursacht, für die neue Thesaurierung hiedurch aber die Anschaffung eines höheren Nominalkapitales zu günstigerem Realzinsfuß ermöglicht wird, während im Falle sinkenden Zinsfußes die Konvertierung für die Besitzer der alten Werte nie ohne Entschädigung vor sich zu gehen pflegt.