

Der Ökonomist.

Der Krieg in seinen wirtschaftlichen Folgen.

Wertpapierpreise und Märkte.

Wien, 6. Juli.

Zum viertenmal im Weltkriege veröffentlicht die Börsekammer die amtlichen Schätzungen der auf dem Wiener Platz kotierten Wertpapiere. Von den täglichen Verlautbarungen der Preise, wie sie sich aus einem seiner Fesseln entledigten Verkehr frei entwickeln, sind wir noch weit entfernt, der Widerstand gegen das Stursblatt wurde weder in Wien und Budapest, noch in Berlin überwunden. Die Schätzwerte sind nur ein unvollkommener Ersatz, sie gehören an dem Tage, da sie veröffentlicht werden, bereits der Vergangenheit an und sollten dann für ein halbes Jahr vorhalten, sie entspringen nicht dem lebendigen Geschäft, sondern einer mit größter Sorgfalt angefertigten, aber doch einen Rest von Willkür in sich enthaltenden Veranschlagung. Gleichwohl sind sie von großer Bedeutung; sie stellen vorläufig die einzige überhaupt bestehende Wertbestimmung dar und bilden innerhalb gewisser Grenzen doch verlässliche Anhaltspunkte für eine Abschätzung großer und kleiner Vermögen, sie liefern dem Kapitalisten, der sein Geld in Papieren anlegen will und dem Betriebe des Marktes fern steht, die Möglichkeit vorausgehender Berechnung und Erwägung der Ertrags- und Gewinnaussichten sowie der Risiken und schätzen den Besitzer, der sich zur Abstoßung veranlaßt sieht, einigermaßen vor Uebervorteilung durch den Käufer. Als man sich im Januar 1917 zur Bekanntgabe der Wertpapierpreise nach jahrelangem Stillschweigen entschloß, war der erste, offiziell erklärte Zweck die Wahrung des Steuerinteresses des Staates; die Schätzkurse dienen aber auch den Bedürfnissen des Publikums und sind zu einer regelmäßig wiederkehrenden Einrichtung geworden, die man, so lange nicht die volle Freiheit der täglichen Mitteilungen besteht, nicht mehr missen möchte. In den sechs Monaten, seit der letzten Liste, haben sich in der Wirtschaft und auf dem Markte große Veränderungen vollzogen, das Schätzkursblatt bringt diese aber nur in geringerem Maße zum Ausdruck, die heutigen Preise weichen von den Feststellungen zum Jahresbeginne wenig ab. Die Liquidation und der Abbau der Hochkurse hatten im November begonnen, die Kurse vom Anfang Januar waren aber noch nicht der Tiefpunkt, der Rückgang fand vielmehr in den ersten Monaten des heurigen Jahres seine Fortsetzung. Erst als im Februar der Ostfriede auf der Bildfläche erschien, trat die Wendung nach aufwärts ein. Die Geschäftstille wurde zwar nur zum Teile durchbrochen, die alte Unternehmungslust ist noch lange nicht wiedergekehrt; allmählich zeigte es sich aber, daß die Börse, welche die Wirkung der ungünstigeren Auffassung durch größere Operationen nach abwärts verstärkt hatte, in ihrer Abschätzung dieser Faktoren zu weit gegangen war und daß das Publikum nicht folgte. Die Bilanzen der Banken und einzelnen, noch stark prosperierenden Unternehmungen machten ihren Einfluß geltend, die Wirkung der Abschlüsse jener Gesellschaften, die von der Ungunst der Zeiten hart getroffen wurden, erschien durch die Kursrückgänge bereits vorweggenommen. Die günstigen Ernteaussichten und das den Saaten förderliche Wetter der ersten Frühjahrsmonate gaben dieser Auffassung einen festen Boden; die andauernde Geldfülle und die Unmöglichkeit einer neuen Beschäftigung des eine Teilnahme an der Konjunktur suchenden Kapitals führten den Dividendenpapieren Käufer zu. Der Budapester Platz übernahm wieder die Führung und riß vorübergehend den Wiener Markt mit. Die Bewegung hat auch nicht annähernd die frühere Sprungkraft, ist bald wieder verlangsamt, hat aber doch genügt, um den Tiefstand im Februar auszugleichen und zur Halbjahreswende den Preis der Wertpapiere im großen Durchschnitt auf den Stand vom Jahresbeginne zurückzuführen.

Das ist das allgemeine Bild, in den einzelnen Gruppen der Anstellungen zeigen sich aber manche charakteristische Verschiebungen. Zunächst fällt die Aufwärtsbewegung der meisten Papiere der ungarischen Volkswirtschaft ins Auge, die aus dem Kriege den größeren Nutzen gezogen hat. Während die österreichischen Renten stationär sind, einzelne eher kleine Rückgänge zeigen, haben sich die Preise der ungarischen Staatspapiere noch über den bereits erhöhten Stand am Jahresbeginne ansehnlich gehoben, die meisten ungarischen Bankwerte und Industriaktien zeigen einen mehr oder minder ansehnlichen Vorsprung. Die günstige Entwicklung der Kriegsanleihen hält ununterbrochen an, die erste österreichische Schatzscheinemission hat schon zwei Jahre vor dem Verfallstermin den Paristand erreicht, die ungarischen Kriegrenten haben Besserungen um mehrere Prozente aufzuweisen. Von den übrigen Gruppen des Anlagemarktes sind manche Stadtanleihen, einzelne Prioritäten und namentlich alle Lose gestiegen; unter den Pfandbriefen erzielten die galizischen, Bukowinaer, dalmatinischen und Istrianer Titres, die alle von lokalen Interessenten bevorzugt werden, ansehnliche Besserungen. Der Preisstand der Bankaktien ist durch die günstigen Bilanzen, die durchwegs die Zahlung der höchsten je erreichten Dividenden ermöglichten, wenig beeinflusst worden; das führende Wiener Papier wurde erheblich gesteigert, die Aktien der meisten anderen Großbanken blieben eher rückgängig. Die Schiffahrtsaktien verminderten die Hochkurse zum Jahresbeginne nicht voll aufrechtzuerhalten; die Titres der wenigen Privatbahnen wurden durch die ungünstigen Jahresabschlüsse tiefer gedrückt. Unter den Industriewerten erzielten die Eisenpapiere trotz der schlechten Bilanzen und der auch im laufenden Jahre anhaltenden Produktionschwierigkeiten gegenüber dem Stande vor einem halben Jahre namhafte Erholungen, weil nach der Anschauung des Marktes in den Bewertungen am Jahresbeginne bereits der Konjunkturrückschlag zum Ausdruck kam und einzelne Erscheinungen auf eine heranahende Besserung der Ertragsaussichten hinzudeuten schienen. Von den übrigen mit der Metallindustrie zusammenhängenden Erzeugungsgruppen erlitten die Aktien der Maschinenfabriken, der Lokomotiv- und Waggonbauunternehmungen sehr erhebliche Einbußen im Preisstande, weil die Schwierigkeiten der Arbeit und Material-

beschaffung, zum Teile auch die neuen Konkurrenz ihren Einfluß geltend machten. Auch die Preise der österreichischen Kohlenaktien sind sämtlich zurückgegangen, da die Dividenden enttäuschend wirkten; dagegen weisen die ungarischen Kohlenwerte durchgehends erheblich Höherwertungen auf. Die Rüstungsaktien halten sich fast unverändert auf ihrem bisherigen Stande. Trotz verringerter Erzeugung sind die Aktien mancher mit der Ernährung zusammenhängender Industrien, der Bierbrauereien, Zucker- und Spiritusfabriken, Mühlen stark gestiegen, denn die phantastischen Verkaufspreise bieten einen Ersatz für den geschmäleren Absatz. Das Gleiche gilt von den Petroleum- und Holzaktien. Einzelne Gruppen haben aus dem Rückrücken des Friedens Nutzen gezogen; alle Baumwerte, Zementpapiere und chemischen Aktien sind erheblich gestiegen, weil die Unternehmungen ihren Schwerpunkt in der Friedensträtigkeit haben und von der kommenden Zeit große Anregungen erwarten.

Das Eigentümliche in der Bewegung der Wertpapiere während der Kriegsjahre zeigt sich in der grundlegenden Verschiebung der Rentabilitätsbasis. Das fester gesicherte Erträgnis wird weit weniger gesucht, alles drängt sich nach den Papieren, die einen Anteil an den großen Verdienstmöglichkeiten gewähren, und sucht so einen Bissel der Kriegskonjunktur zu erhaschen. In normalen Zeiten galt es als selbstverständlich, daß die Anlagewerte eine niedrigere Verzinsung lieferten als Dividendenpapiere, bei welchen den großen geschäftlichen Risiken, der Möglichkeit von Rückgängen des Ertrages und Verlusten am Stammvermögen in einer entsprechend niedrigeren Veranschlagung des Kapitalwertes Rechnung getragen werden mußte. Vier Prozent für Renten, sechs Prozent für Industriaktien war durch Jahrzehnte der normale Verzinsungsfuß. Im Kriege ist dieses Verhältnis in sein Gegenteil umgeschlagen. Die den Schwankungen des Ertrages entrückten Anlagewerte werfen jetzt zwischen fünf und sechs Prozent und darüber ab, die Industriaktien werden in einer Weise kapitalisiert, daß die bezahlten und in naher Zeit zu erwartenden Dividenden den auszuliegenden Betrag zumeist knapp mit vier, oft nur mit drei oder gar mit zwei Prozent verzinsen. Ganz losgelöst vom Ertrage sind die Schiffahrtsaktien, bei denen mit einer jahrelangen Dividendenlosigkeit gerechnet und doch ein Agio von vielen Hunderten von Prozenten bezahlt wird. Die Bankaktien stehen den Anlagewerten am nächsten und ihre Rentabilität pendelt zumeist um die Grenze von fünf Prozent; auch sie sind Konjunkturpapiere, die Dividenden sind aber in normalen Zeiten starken Schwankungen entrückt, dem Emporschnellen der Kurse wurde überdies durch die gewaltigen Aktienemissionen, die in zwei Jahren über anderthalb Milliarden neues Bankkapital schufen, eine natürliche Schranke gesetzt. Eisen- und Kohlenwerte geben ihren Besitzern in der Regel nur Verzinsungen zwischen 2½ und 3½ Prozent, bei Maschinen- und Waggonfabriken begnügt man sich mit drei bis vier Prozent, oft auch mit viel weniger; manche neuen Industriegruppen, wie die Automobil- oder die Flugzeugfabriken, scheinen in der neuen Zeit ganz unmaßbare Aussichten zu eröffnen und werden zu Liebhaberpreisen bezahlt, bei denen der Ertrag überhaupt kaum mehr eine Rolle spielt. Dividenden, die eine fünf- oder sechsprozentige Kapitalverzinsung darstellen, gehören zu den großen Seltenheiten; am ehesten sind sie noch in der eigentlichen Rüstungsindustrie zu Hause, weil dort im Unterbewußtsein die Empfindung mitspielt, daß mit dem Kriege der Rauber zu Ende ist und dann vielleicht sehr magere Jahre kommen werden, so daß die höhere Dividende eine Art Amortisation des Agios bewirken muß. In den meisten übrigen Werten stellen die jetzigen Preise sehr starke Einschätzungen der außerordentlichen Gewinnchancen der Kriegs- und der kommenden Friedenswirtschaft dar und hätten für ihre Rechtfertigung eine noch viel weitere Vorwärtsentwicklung zur Voraussetzung, von der es mindestens zweifelhaft ist, ob sie so bald in einer auch nur einigermaßen entsprechenden Höhe erreicht werden wird.

Auf dem Berliner Markte kommen jetzt erst ähnliche Erscheinungen zur Entwicklung, die der Wiener und der Budapester Platz bereits vor einem Jahre durchgemacht, vielleicht sogar schon zum Teile überwunden haben. Während in Berlin fast während der ganzen früheren Kriegsdauer eher eine gewisse Zurückhaltung gelibt und die in Deutschland naturgemäß gleichfalls sehr großen Kriegsgewinne nicht zum Ausgangspunkt einer über alle Stränge schlagenden Bewertung genommen wurden, scheinen jetzt auch die deutschen Plätze ihre frühere Rührerheit verloren zu haben. Der Präsident der Reichsbank und der Schatzsekretär warnen vor der wilden Ueberpekulation, der Reichstag will sie durch eine Versechszehnfachung der Umsatzsteuer zügeln. Die Berichte einzelner Banken und sonstigen unterrichteten Stellen erklären, daß das Spiel der außerhalb der Börse stehende Kreise einen großen Umfang erreicht habe; die Operationen der Angestellten, der „jungen Leute“, der Frauen, scheinen in den letzten Monaten allzu üppig in die Halme zu schießen. Die inneren Ursachen sind die nämlichen wie in unserer heimischen Wirtschaft. Durch die langdauernde Einschränkung der normalen Unternehmungsmöglichkeiten ist das Kapital, das Beschäftigung sucht, zur Untätigkeit gezwungen. Das Anlagebedürfnis findet hinreichenden Raum der Entfaltung in den Kriegsanleihen, jenes Kapital, das nicht ausschließlich feste Verzinsung aufstrebt, greift aber immer wieder auf die alten Aktien zurück, während die Eigentümer, die sie zumeist zu wesentlich niedrigeren Preisen in der Hand haben, sich von ihrem Besitz nicht trennen wollen. Auch in Deutschland zeigen sich die Erscheinungen der Roten Inflation mit ihren verberblichen Einwirkungen auf die Preise der Waren und Wertpapiere. Allerdings sind die Verhältnisse des Berliner Platzes viel gesünder. Die meisten Dividendenpapiere verzinsen sich doch noch immer mit sechs bis sieben Prozent, geringere Rentabilitäten sind ganz vereinzelt Ausnahmen, die Preise tragen der Vergänglichkeit der jetzigen hohen Gewinne und der Möglichkeit von Rückschlägen mehr Rechnung. Wenn im Frieden der Strom der Weltwirtschaft wieder in ein neues Bett einlenkt, die Kriegsgewinne nicht mehr fließen, vielmehr die großen Schwierigkeiten aus verteuerten Arbeitsbedingungen und drückenden Steuern ihren Einfluß geltend machen, wird auch an die Bewertungen der

Industriepapiere ein anderer, der ruhigen Erwägung mehr entsprechender Maßstab angelegt werden müssen; die Enttächtung wird aber vielleicht in Deutschland weniger empfindlich sein, weil Bewertung und Ertrag nicht in so schreiendem Mißverhältnisse stehen und der Abstieg nicht von einer derart in die Wolken emporgetürmten Höhe angetreten werden muß.