

Die Vorsorge für unseren Kapitalbedarf im Friedensvertrag.

Von Dr. Karl Schlesinger.

Budapest, 12. Oktober.

Das wesentlichste Ziel, dem unsere Friedensunterhändler bei der Behandlung finanzieller Probleme nachzustreben haben werden, ist die Sinausschließung jener unserer Zahlungsverbindlichkeiten, die aus aufgelaufenen Kupons unserer in feindlichem Besitz befindlichen Titres und aus kurzfristigen, in Deutschland und bei den Neutralen aufgenommenen Darlehen stammend, mangels besonderer Vereinbarungen kurz nach Friedensschluß fällig würden, sowie die Beschaffung frischer, zur Bezahlung unserer Importe benötigter, ausländischer Zahlungsmittel.

Bei Prüfung der Frage, ob und auf welche Weise wir hoffen dürfen, dieses Ziel um einen für uns löblichen Preis erreichen zu können, ist zu beachten, daß selbst bei einem relativ hohen Zinsfuß oder bei großen wirtschaftlichen Sondervorteilen, die wir unseren Gegenkontrahenten für die Prolongierung fälliger Verbindlichkeiten und für die Gewährung neuer Darlehen einräumen, der Ausfuhrüberschuß, mit dem wir letzten Endes diese Zinsen und sonstigen Konzessionen werden bezahlen müssen, geringer sein wird, als die Einkommensminderung, die unsere Volkswirtschaft erleiden würde, wenn die Zahlung der Fälligkeiten durch einen weiteren Rückgang des Devisenkurses ermöglicht werden müßte, beziehungsweise geringer sein wird als die Steigerung, die die Produktionsfähigkeit unserer Volkswirtschaft durch die Einfuhr neuen Kapitals in Form von Rohstoffen und von Konsumartikeln, die zur Wiederherstellung der vollen Leistungsfähigkeit unserer industriellen Arbeiterkraft notwendig sind, erfahren würde; der Enigelt, den wir unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte gewähren können, ist wesentlich höher, als jene Verzinsung, die England und Amerika, die in der Abnutzung ihrer Produktionsanlagen und in der Erschöpfung ihrer Vorräte ungleich weniger fortgeschritten sind als wir, durch Investierung des gleichen Kapitals in der eigenen Volkswirtschaft erzielen können. Andererseits ist darauf hinzuweisen, daß die Besserung unserer Valuta im eigensten Interesse des Auslandes liegt, das für diese Milliarden auf Kronen lautende Emissionen der Monarchie im Besitze hat. Sollte daher ein Friede zustande kommen, der in der Tat alle Feindschaften begräbt und in wirtschaftlichen Fragen nur das rein wirtschaftliche Interesse entscheiden läßt, so wird die Möglichkeit, im Friedensvertrage fremdes Kapital in einer den Interessen beider Teile entsprechenden Art zugesichert zu erhalten, nur davon abhängen, ob das Ausland die Sicherheit, die wir für die Verzinsung seines Kapitals bieten, für genügend erachtet.

Nun ist es ein tiefgewurzelter Vorurteil des Kapitalistenpublikums aller Länder, daß Forderungen, die auf bestimmte Teile des Nationalvermögens inkubiert sind, wie z. B. Pfandbriefe, eine — zumindest theoretisch — sicherere Anlage bedeuten als die Anleihen des Staates selber. Mit diesem Vorurteil muß als mit einer gegebenen Tatsache gerechnet werden, mag es auch — wie es in der Tat unter allen Umständen der Fall ist — noch so unberechtigt sein; eine Darlehensgewährung in einer Form, die hypothekariische Sicherheiten bietet, könnte von den komparierenden Staaten im Namen des durch sie repräsentierten nationalen Privatkapitals viel leichter zugestanden werden, als die Übernahme einer einfachen Staatsanleihe. Im Folgenden soll daher eine Art der Kapitalbeschaffung in Vorschlag gebracht werden, die diese Sicherheiten bietet und überdies gewisse spekulative, dem mit festverzinslichen Anlagen übersättigten Privatkapital zugängliche Chancen gewährt.

Die Kapitalbeschaffung hätte durch den Verkauf von Pfandbriefen oder pfandbriefähnlichen Titres zu erfolgen, die dem Inhaber einen bestimmten Ertrag und eine bestimmte Einlösungssumme in fremder Währung zusichern, und ihm gleichzeitig das Recht gewähren, die Einlösung in Kronen zu einem bestimmten Kurs, der oberhalb des gegenwärtigen Wechselkurses, aber unterhalb der Parität liegt, zu fordern. Würde beispielsweise, um den einfachsten Fall zu analysieren, ein 6prozentiger Francs-pfandbrief mit dem Recht, statt der Francs eine Einlösung in Kronen zum Kurs von 100 Francs zu 50 Kronen zu fordern, emittiert, so würde sich die Anlage für den Fall einer Steigerung des Pariser Kronenkurses auf 75 mit 9 Prozent, im Falle einer Steigerung auf 100 mit 12 Prozent verzinsen. Diese Chance würde — es zeigt dies die Hausse, die unsere Valuta bei jeder Friedensnachricht an den ausländischen Märkten erfährt — von den ausländischen Kapitalisten hoch eingeschätzt werden; demgegenüber würde uns diese Konstruktion nur nach Maßgabe unserer fortschreitenden wirtschaftlichen Kräftigung steigende Lasten auferlegen, überdies dadurch, daß der gewährte Zinsfuß im Anfange mäßig ist, keine direkte Rückwirkung auf den Kurs unserer älteren Emissionen ausüben. Ein Gesichtspunkt, der im Interesse der Stabilität unserer Kreditwirtschaft und der nationalen Vermögensstruktur sorgfältigster Rücksichtnahme bedarf.

Der erste Schritt auf dem Wege der technischen Durchführung der vorgeschlagenen Maßnahme wäre, daß sich der Staat die Pfandbriefe dadurch beschafft, daß er in inländischem Besitze befindliche Kronenpfandbriefe älterer Emission gegen Kriegsanleihe einzutauschen sucht. Für diesen Tausch dürften, sobald der Friede in greifbarer Nähe ist, Versicherungsgesellschaften und Fonds ohne weiteres, und auch Privatkapital bei geeigneter Propaganda und

eventueller Gewährung von Prämien freiwillig zu haben sein; selbst zwangsweise, und pro rata der Verzinsungen durchgeführt, würde er nur die Vorurteile verlegen, aber keine effektive Belastung des Kapitaleinkommens bedeuten.

Für das weitere Vorgehen sind zwei Alternativen denkbar. Die eine wäre, daß der Staat diese Pfandbriefe mit einer Garantieerklärung versehen, wonach er für die Einlösung der Coupons und der verlosenen Titres in fremder Währung, etwa zu einem Kurse von 50 Francs für 100 Kronen sorgen werde und sie an das Ausland zu einem Preise begiebt, der auf Basis obiger Minimalrelation inklusive Verlosungschance eine 6prozentige Verzinsung bietet.

Die durch die hypothekariische Sicherheit nicht gedeckte Quote der Forderung des Pfandbriefgläubigers ist in diesem Falle gleich jener Quote, um die der jeweilige Wechselkurs unterhalb des festgesetzten Garantiekurses steht; eine Differenz, für deren Dedung der Staatskredit auf alle Fälle als hinreichend erachtet werden dürfte. So lange — um dies an dem gewählten Beispiel zu veranschaulichen — der Kronenkurs in Paris unter 50 steht, wird der französische Kapitalist von der Garantieerklärung des Staates Gebrauch machen und das Darlehen wird unserer Volkswirtschaft 6 Prozent kosten; sobald der Wechselkurs über 50 steigt, wird der Kupon in Kronen einfließen, und die Zinsenlast, die das Darlehen der Volkswirtschaft auferlegt, steigt — so wie sie auch im Falle einer bei ungünstigen Wechselkursen gegen Ueberlassung fremder Valuta übernommenen auf Kronen lautenden Schuldenpflichtung steigen würde — parallel dem Devisenkurs. Eine zweite Frage ist, wie der Staat die Lasten, welche ihm die Valutagarantie auferlegt, auf diejenigen, die die beschaffte Valuta von ihm in Anspruch nehmen, überwälzen soll; es ist dies aber eine Frage, die für die prinzipielle Entscheidung über die vorgeschlagene Maßnahme unwichtig ist.

Die zweite Alternative wäre, daß die beschafften Pfandbriefmengen in eine Finanzierungsgesellschaft eingebracht werden, die auf ihrer Grundlage eigene sechsprozentige, nach Wahl des Gläubigers in Francs oder in Kronen, zum Kurs von 50 Francs für 100 Kronen zahlbare Obligationen zum Pariskurs, nach dem Francs-nominale gerechnet, emittiert. Durch entsprechende Festsetzung der Relation zwischen dem Betrag der hinterlegten Pfandbriefe und dem Betrag der emittierten Obligationen kann die für die letzteren gebotene sachliche Sicherheit beliebig erhöht und auch für den Fall eines etwaigen weiteren Rückganges unserer Wechselkurse Dedung geboten werden. Nebenbei besitzt die zweit-erwähnte Modalität der ersterwähnten gegenüber auch den weiteren Vorzug, daß dem ausländischen Kapitalisten eine formal einfache Obligation mit runden Kupons und Nominalbeträgen, rundem Emissionskurs und mit einer Verzinsung geboten wird, die in dem Kupon voll verkorper ist und nicht zu einem erheblichen Teile als — singular ungewisse — Verlosungschance erscheint und daß bei Durchführung der Emissionen an den bereits bestehenden Kredit, den guten Namen und die Organisation ausländischer, Obligationen emittierender Institute angeknüpft werden könnte. Je ingere Kapitalbeträge könnten, nach Ansicht guter Kenner der bezüglichen Märkte, unter den vorgeschlagenen Modalitäten auch aus dem neutralen Auslande, ohne die Intervention der betreffenden Staatsgewalten in Anspruch zu nehmen, durch direkten Kontakt mit dem dortigen Finanzkapital beschafft werden, und zwar noch vor Abschluß des Friedens.