

2. II. 1918

Der Krieg in seinen wirtschaftlichen Folgen.

Der Rückschlag auf dem Wertpapiermarkt.

Wien, 1. Februar.

Der Abstieg vom höchsten Gipfel vollzog sich in geordnetem Rückzug, keiner der Teilnehmer ist bisher auf dem Platze geblieben, die Verluste sind aber beträchtlich, und manche Stockwerke des lustigen Kartenhauses sind von ihrer schwindelnden Höhe bereits abgetragen. Reichlich die Hälfte der Steigerungen aus dem bewegten Jahre 1917 ist wieder eingebüßt worden. Eine führende Bankaktie war im letzten Hochsommer um mehr als 500 Kronen höher bezahlt worden und ist jetzt von diesem Stande wieder um etwa 270 Kronen heruntergeglitten. Eine maßgebende Transportaktie, deren Phantasie in Domänen und Industriewerten liegt, war um 600 Kronen emporgeschwollen und ist jetzt wieder um etwa 320 Kronen herabgesunken. Eine der größten Eisenaktien hat eine gleiche Bewegung durchgemessen, war weit über 700 Kronen gesteigert worden und wird jetzt um mehr als 300 Kronen niedriger bezahlt. Eine maßgebende böhmische Kohlenaktie ist mit mehr als 2000 Kronen bezahlt worden, ihr Preis stellt sich jetzt um 500 Kronen billiger. Eine der marktgängigsten Bankaktien des Budapester Platzes hatte am Beginne des Herbstes eine Höhe von mehr als 1500 Kronen erreicht und wird jetzt um 300 Kronen niedriger bewertet. Eine phantastische Entwicklung mit noch nie dagewesenen Schwankungen haben die Schiffsahrtswerte durchgemacht. Als die vollständige Absperrung des Seeverkehrs beim Anfang des Krieges in die Erscheinung trat, war für eine maßgebende Seeschiffsahrtaktie kaum der Parikurs zu erzielen; im letzten Sommer war ein Stand von nahezu 2800 Kronen, eine Versiebensfachung der früheren Bewertung gestreift worden, und jetzt sind diese Werte ohne eine erkennbare äußere Ursache auf kaum viel mehr als die Hälfte dieses Standes gestürzt. Gleichfalls sehr heftig vollzogen sich die Preisbewegungen der Rüstungswerte. Die Anteile der größten Kanonenfabrik sind vom Stande am Beginne des Krieges um rund 700 Kronen emporgegangen und dann um etwa 330 Kronen gesunken. Die Aktien der größten Waffenfabrik des Kontinents sind erst um 1800 Kronen emporgeschwollen und dann um 1000 Kronen herabgestürzt. Eine ähnliche Spannweite des Aufstieges und Rückschlages ist bei vielen anderen Konjunkturpapieren zu beobachten. Dagegen ist der Anlagemarkt von der niedergleitenden Bewegung der Aktien ganz unberührt geblieben. Die Kriegsanleihen sind trotz der gewaltigen Emissionen von 30 Milliarden nahezu auf dem höchsten Stande, die Renten haben im Kriege Besserungen von 6 bis 10 Prozent erreicht, Prioritäten und Pfandbriefe werden nahe dem Paristande bewertet.

Die entscheidende Ursache des Rückschlages liegt in der vorausgegangenen tollen Uebervwertung durch eine wilde Börsenbewegung, die längst jede innere Berechtigung verloren hatte. Auf keinem der großen europäischen Plätze, vielleicht Budapest ausgenommen, hatten sich die Preise, die für Dividendenpapiere ausgelegt wurden, so maßlos weit vom Ertrage entfernt. Die sichersten Schuldversprechungen des Staates, die Kriegsanleihen, werfen eine Verzinsung von mehr als 6 Prozent ab; der Ertrag des in Bankpapieren oder Industrieaktien veranlagten Kapitals ließ sich, gemessen an den höchsten Kursen, mit kaum viel mehr als 3 bis 4 Prozent herausrechnen. Die gegenwärtigen Dividenden sind ja für den Marktpreis nicht allein entscheidend, sollten aber doch zum mindesten einen gewissen Ausgangspunkt bilden. Die Einbildungskraft der Spekulation rechnete aber mit erhofften starken Steigerungen wie mit sicheren Tatsachen und ist deshalb doppelt getroffen, weil diese Erwartungen nicht ausreifen und manche der am meisten begünstigten Unternehmungen schon jetzt nicht ohne Absicht ankündigen, daß sie in keinem Falle mehr als die Dividende des Vorjahres zur Ausschüttung bringen werden. Der Erwartungsandel kapitalisierte die großen Kriegsgewinne, unsichere Schätzungen von Verdiensten, die ein Mehrfaches des Anlagekapitals übersteigen sollten, gingen von Mund zu Mund; aber irgend einmal mußten doch solche Konjunkturgewinne als Konjunkturdividenden in die Erscheinung treten und der sichtbare Niederschlag in den Bilanzen ist immer wieder ausgeblieben. Papiere, die gar kein Erträgnis geben und voraussichtlich noch auf längere Zeit dividendenlos bleiben dürften, wurden am höchsten, mit einem Agio von 700 bis 800 Prozent, bezahlt. Das drastischste Beispiel der Tollheit waren die Aktien der neuen Triester Schiffsverwerft, deren Anlagen in dem vom Feinde besetzten Gebiet, wie ganz allgemein bekannt war, zum großen Teile zerstört sind, so daß der Verlust des ganzen Aktienkapitals eine Rekonstruktion durch eine Kapitalvermehrung vorerst als aussichtslos erscheinen läßt; solche Verhältnisse hinderten nicht, daß die Anteile des Unternehmens im freien Handel bis zu einem Agio von 750 Prozent emporgewirbelt wurden. Papiere dieser Art, wo dem buchmäßigen Kapital so gut wie gar kein realer Wert gegenübersteht, sind die Ausnahme; der Marktverkehr erfaßte zum größten Teil gute Unternehmungen, die stets mit Vorsicht buanziert, im Kriege große Gewinne erzielt und erhebliche Teile davon zurückgestellt hatten. Die innere Qualität wurde aber zu Bewertungen ausgenützt, die durch eine noch so glänzende Entwicklung niemals oder erst nach geraumer Zeit gerechtfertigt werden könnten; als die Zweifel über das rasche Reifen der Frucht immer gegründeter wurden, mußte die Ernüchterung mit Notwendigkeit folgen.

Die Bewegung stürmte noch zu einer Zeit weiter, als es längst sichtbar war, daß die Konjunktur der Kriegswirtschaft ihren Höhepunkt bereits überschritten hatte. Die Aufträge fließen nicht mehr wie ehemals unbegrenzt zu, in vielen Industrien bietet das Ausgehen zureichender Rohstoffe, der Mangel an Kohle und Arbeitern eine unübersteigbare Schranke. Gerade unter den Rüstungsindustrien, aber auch unter den Eisenwerken stehen wichtige Betriebe durch viele Wochen still oder arbeiten mit größten Einschränkungen, weil sie nicht über zureichenden Brennstoff verfügen. Die ungenügende Ausnützung der Anlagen

steigert die allgemeine Regie, in noch höherem Maße wird aber die Ertragsfähigkeit durch das unaufhaltsame Anschwellen der Selbstkosten geschwächt. Die drückenden Steuern nehmen immer größere Teile der Gewinne für den Staat in Anspruch. Die Preise aller Rohmaterialien und Hilfsstoffe sind auf ein Mehrfaches des früheren Umfangs gestiegen. Eisen kostet das Dreifache, Kohle fast das Vierfache wie vor dem Kriege; jetzt wird die Kohlenabgabe eingeführt, die 20 Prozent der Faktursumme ausmachen wird. Die allgemeine Teuerung hat allenthalben zu einer gerade bei den größten Unternehmungen sich in die stärksten Summen umfahenden Erhöhung der Personalauslagen, der Arbeitslöhne, sonstigen Zuweisungen und direkten Aufwendungen für die Beschaffung von Lebensmitteln aller Art geführt. Die meisten Gesellschaften arbeiten in wesentlich verringertem Betriebe und mit namhaft verteuerten Erzeugungskosten. Die Reservierungen aus dem letzten Jahre können über eine gewisse Zeit hinweghelfen, ein Umbauen der jetzigen Verhältnisse könnte aber die Bilanzen und Erträgnisse nicht unberührt lassen und die Vierjahresabschlüsse der Eisenwerke geben einen Vorgeschmack dafür, worauf man seine Erwartungen einstellen muß. Der Friede wird zwar bessere Arbeitsverhältnisse und einen allgemeinen Abbau der Preise bringen, aber je länger er sich hinauszieht, in desto verschärfterem Umfange müssen die Wirkungen der gegenwärtigen ungünstigen Lage ihren abträglichen Einfluß geltend machen.

Auf dem Markte waren die Erscheinungen der Ernüchterung und der Rückstoß um so unvermittelter, als die Aufwärtsbewegung sich bis in ihr letztes Stadium ungehindert ausgelebt hatte. Ohne jede Pause, in lotrechtem Emporstieg wurden die Preise in der kurzen Spanne eines Jahres zu einem früher nie für möglich gehaltenen Hochstande emporgetragen; die Senkung war in wenigen Wochen, seit dem Beginn des Spätherbstes, ebenso unvermittelt, und Hunderte von Kronen sind oft in wenigen Stunden von den Preisen abgestrichen worden. Die Nebenwirkungen eines solchen Rückschlages, wie wir sie in zahllosen früheren Börsenkrisen zu beobachten gewohnt waren, sind diesmal vollkommen ausgeblieben; es gab keine stürmischen Derouten und keine Paniklage, kein Besucher der Börse war einem Zweifel über seine Standfestigkeit ausgesetzt, zwangsweise Positionslösungen als Folge der Entwertung, stürmisches Ausgebot großer Pakete von Wertpapieren war nirgends zu beobachten. Die Ware, die den Besitzer gewechselt hat, war zumeist von einem nicht übermäßigen Umfang. Die großen Rückgänge wurden überwiegend durch Verkäufe des berufsmäßigen Handels und der Kundschaft der Kommissionsfirmen veranlaßt; die Kunden der Banken haben nur zum geringeren Teil verkauft und halten an ihrem Besitz fest. Die volle Ordnung des Rückzuges wurde dadurch ermöglicht, daß die Erwerbungen von Wertpapieren im Kriege überwiegend gegen sehr weitgehende Anzahlungen vollzogen wurden, die auch bei dem stark ermäßigten Preisstand noch einen zureichenden Rückhalt bieten. Als die Banken und Firmen im Herbst das Uebereinkommen wegen der Verschärfung der Uebernehmensbedingungen schlossen, war damit eine Geschäftspraxis festgelegt, die in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle bereits in Geltung stand und einem weiteren Umsichgreifen der Bewegung den Riegel vorschieben sollte. Diese Selbstbeschränkung, die sich die berufsmäßige Vermittlung der Erwerbung von Konjunkturpapieren auferlegte, hat aber hingereicht, den neuen Ruzug abzuwehren und so eine noch weitergehende Uebertreibung in den Preisen einzudämmen. Vorsichtige Kreise des Publikums haben die hohen Preise benützt, Gewinne in Sicherheit zu bringen; manche lange festgehaltenen Anlagen wurden in Kriegsanleihe umgewandelt, was durch die Zuficherung der Befreiung von der Kriegsteuer befördert wurde. Für solche Verkäufe fehlten eben die neuen Käuferfähigkeiten und die starken Kursrückgänge sind die Folge der Abschmürung des frischen Blutzuflusses zum Körper des Marktes. Ob bereits mit der Rückbildung der Tiefpunkt erreicht sei, läßt sich ebenso schwer sagen, wie sich seinerzeit der äußerste Gipfel nicht mit voller Sicherheit feststellen ließ. Die Börse scheint vielfach daran zu glauben, daß manche Papiere einen Stand besitzen, der dem inneren Wert und den Ertragsaussichten wieder angemessen ist. Die Rückschläge in den Kursen waren eben nicht eine Folge gewaltsamer durchgreifender Verschiebungen in der Schichtung der Eigentümer, nicht eine Wirkung des Kredits und Kapitalvorrates, sondern ein Ausfluß der Richtigerstellung des Urteils über Wert und Entwicklungsmöglichkeit der Papiere; Berechnung und nicht mehr unerlöste Phantasie müssen für die künftige Preisbildung wieder bestimmend werden.