

# **Badische Landesbibliothek Karlsruhe**

**Digitale Sammlung der Badischen Landesbibliothek Karlsruhe**

## **Der oeffentliche Credit**

Ueber die Natur und die Ursachen des oeffentlichen Credits, Staatsanleihen, die Tilgung der oeffentlichen Schulden, den Handel mit Staatspapieren und die Wechselwirkung zwischen Creditoperationen der Staaten und dem oekonomischen und politischen Zustande der Laender

**Nebenius, Carl Friedrich**

**Karlsruhe, 1829**

§ 12

[urn:nbn:de:bsz:31-269620](https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:bsz:31-269620)

oder andern Theil wird davon abhängen, ob der Zinsfuß früher oder später, als man erwartet hat, wieder herabfällt.

Es läßt sich daher nicht geradezu unbedingt behaupten, daß Anlehen gegen ein, den wirklichen Betrag übersteigendes Nominalkapital wegen des Verlusts an Kapital für die Regierung ungünstig seyn müssen. Es kommt alles darauf an, ob man annehmen darf, daß die Gläubiger wegen dieser für die Zukunft eröffneten Aussicht auf einen Kapitalgewinn, oder wegen des längern Genusses eines höhern Zinsfußes, in der Regel geneigt seyen, sich eine angemessene Verminderung der jährlichen Zinsen gefallen zu lassen, die sie für ein einfaches Darlehen verlangen würden.

Diese Frage kann man theils aus der Erfahrung zu beantworten suchen, indem man aus einer großen Zahl von Fällen erforscht, ob solche Anlehen in der Regel für die Regierung günstig oder ungünstig ausgefallen sind, theils aus der Natur der Sache, indem man darnach untersucht, ob etwa die Stellung der Regierung den Gläubiger gegenüber in Beziehung auf solche Anlehen überhaupt, oder wenigstens unter den Umständen, unter welchen sie abgeschlossen zu werden pflegen, und unter gewissen Voraussetzungen, vortheilhafter oder ungünstiger ist, als bei einfachen Anlehen.

## §. 12.

## Fortsetzung.

Verschiedenheit der Resultate solcher Anlehen in Vergleichung mit einfachen Anlehen unter verschiedenen Suppositionen.

Ehe wir zur Beantwortung dieser Frage schreiten, halten wir es für gut, die Sache durch einige Beispiele zu erläutern.

1. Man nehme an, es bestehe eine öffentliche Schuld, deren Nominalkapital zu 5 Procent verzinst werde. Außer

ordentliche Umstände, Ereignisse, welche den Credit schwächen oder einen bedeutenden Aufwand an Kapitalien herbeiführen, oder beide Wirkungen zugleich hervorbringen, sollen den Zinsfuß, zu welchem die Regierung Darlehen erhalten kann, weit über 5 Proc. erhöht haben. Sie entschließt sich, zur Deckung ihrer außerordentlichen Bedürfnisse, ein Anlehen mittelst der weitem Ausgabe von 5 Proc. tragenden Papieren zu machen, kann aber für 100 Nominalkapital mehr nicht als 55% erhalten. Der Darleiher bezieht nun eine Rente von 5 für von einem Kapital von 55%, d. i. gerade 9 Procent jährlicher Zinsen.

Wenn die Umstände, welche den Preis der Kapitalien für die Regierung erhöht haben, sich ändern, so wird zwar nur ein allmähliges Sinken des Zinsfußes eintreten. Um die Wirkung dieses Sinkens aber auf eine einfache Weise darzustellen, wollen wir annehmen, daß, was innerhalb eines gewissen Zeitraums nach und nach zur Erscheinung kommt, sich am Schlusse einer solchen Periode auf einmal ergeben habe.

Würde nun nach Verlauf von 10 Jahren, vom Abschluß des Anlehens an gerechnet, der Zinsfuß so tief herabgefallen seyn, daß es der Regierung ein Leichtes wäre, Kapitalien zu 5 Procent zu erhalten; so müßten die 5 Proc. Papiere, die zu 55% veräußert wurden, und den ursprünglichen Erwerbem 9 Proc. tragen, auf ihren Kennwerth kommen.

Hätte die Regierung bei einem einfachen Anlehen statt 9 Proc. jährlicher Zinsen, 10 Jahre lang von ihrer Seite unaufrückbar, 10 Proc. verwilligt, und wäre sie in diesem Falle auch genöthigt gewesen, das erhöhte Zinsbedürfniß wiederum zu 10 Proc. aufzunehmen; so würde ein solches Anlehen dennoch weit vortheilhafter ausgefallen seyn.

Unter obiger Voraussetzung konnte man nach Ablauf jener 10 Jahre den jährlichen Zins von 10 auf 5, durch

gütliche Uebereinkunft mit den Gläubigern, oder mittelst eines neuen Anlehens, herabsetzen.

Von dem Anlehen von 55% für eine Rente von 5 müssen aber, wenn man die Schuld nicht tilgt, 9 Proc. fortbezahlt werden; und will man tilgen, so muß man die ganze Differenz zwischen dem ursprünglichen Abgabepreise und dem Nominalwerthe vergüten.

In jenem Falle entbehrt man daher in Vergleichung mit dem einfachen Anlehen eine jährliche Ersparniß an der Zinsenlast von 4, die nach dem eingetretenen Zinsfuß einen Werth von 80 hat.

Im andern Falle hat man den Besitzer der 5 Procent tragenden Nominalkapitalien bei der Rückzahlung, statt 55%, die Summe von 100 zu entrichten, d. i. eben so je für 100 des Darlehens 80 zu vergüten.

Dagegen hätte man bei einem einfachen Anlehen 10 Jahre hindurch 1 Proc. jährlich mehr an laufenden Zinsen zu entrichten gehabt. Eine Rente von 1 gibt aber in 10 Jahren, das Interusurium nach dem Zinsfuß von 10 Proc. berechnet, einen Werth von 15,937 oder nahe 16. Man würde daher bei dem Anlehen auf Nominalkapitalien, unter obigen Voraussetzungen, entweder je für 100 der wirklichen Darlehenssumme am Schlusse der 10 Jahren, einen Werth von 64 als effective Schuldenvermehrung zu betrachten, oder anzunehmen haben, daß man 10 Jahre lang je für 100 eine Rente von nahe 4,02 \*) mehr, als bei einem einfachen Anlehen zu 10 Proc. bezahlt hätte.

2. Es ist einleuchtend, daß Anlehen, die mit einem Nachlaß am Nominalkapitale verbunden sind, in Vergleichung mit einfachen Anlehen, unter übrigens gleichen Voraussetzungen, um so weniger ungünstige Resultate gewähren,

\*) Zu 10 Procent das Interusurium berechnet.

je länger sich der durch ausserordentliche Umstände gesteigerte Zinsfuß auf seiner Höhe erhält.

bleiben wir bei der obigen Annahme stehen, es falle nämlich der Regierung eben so leicht, Kapitalien auf dem einfachen Wege zu 10 Proc. zu erhalten, wie zu 9 Proc. durch den Verkauf von 5 Proc. tragenden Nominalkapitalien nach dem Kurse von  $55\frac{1}{2}\%$ .

a) Das Sinken des Zinsfußes auf 5 Proc. soll aber erst nach 15 Jahren eintreten. In diesem Falle würde der Verlust bei der letzten Art zu leihen, statt 64 wie oben, nur betragen = 48,22 \*), und wenn das Sinken erst nach 20 Jahren einträte = 22,72. Nur dann, wenn es erst nach 23 Jahren der Regierung möglich geworden wäre, Kapitalien zu 5 Proc. zu erhalten, würde es gleichgültig gewesen seyn, ob man sich für die eine oder andere Anlehensweise, unter den vorausgesetzten Bedingungen, verstanden hätte, da eine Rente von 1, zu 10 Procent das Interursurium berechnet, nach 23 Jahren = 79,543 gibt. Würde dagegen

b) die günstige Veränderung im Zinsfuße schon nach 7 Jahren erfolgen, so hätte eine Regierung, die zu 10 Proc. 7 Jahre feststehende Kapitalien finden konnte, aber zu 9 Proc. auf die andere Weise ein Kapital von 100 Mill. aufgenommen, einen wirklichen Verlust von nahe  $70\frac{1}{2}$  Millionen, indem sie nunmehr von der ganzen Anlehenssumme 4 Millionen Renten von 80 Millionen Kapital fort entrichten muß, und der Mehraufwand an Zinsen von 1 Million, während der siebenjährigen Periode, nur nahe  $9\frac{1}{2}$  Mill. zu 10 Proc. den Zwischenzins gerechnet, erfordert hätte.

\*) Zerlegt man die Summe von 48, 2275 unter Annahme eines Zinsfußes von 10 Procent in eine fünfzehnjährige Rente, so erhält man = 1,5178, um welche das Anlehen höher zu stehen käme, als auf dem einfachen Wege.

Es ist ferner klar,

3. daß, je geringer der Unterschied der jährlichen Zinsenlast bei den beiden Anlehensarten ist, der Zinsfuß um so länger sich auf seiner Höhe erhalten kann, ohne das Resultat eines einfachen Anlehens ungünstig zu machen, und daß, je kürzer die Dauer des höhern Zinsfußes angenommen wird, ein desto höherer Zins bei einfachen Anlehen, unter übrigens gleichen Voraussetzungen, bewilligt werden kann.

Betrüge z. B. der Unterschied im Zinsfuß statt 1 Proc., wie wir oben angenommen, nur  $\frac{1}{2}$  Proc., d. h. könnte man zu  $9\frac{1}{2}$  Proc. auf dem einfachen Wege eben so gut ein Kapital von 100 erhalten, als für ein zu 5 Procent verzinsliches Nominalkapital von 100, die Summe von  $55\frac{5}{9}$ ; so würde ein nach 10 Jahren eingetretenes Sinken des Zinsfußes auf 5 Proc. den unter 1 berechneten Gewinn, bei der einfachen Anlehensart, von 64 auf nahe 72 je für 100 der erborgten Summe erhöhen \*). Das einfache Anlehen würde aber erst dann für die Staatsverwaltung nachtheilig werden, wenn sie 30 Jahre lang verhindert wäre, den Zinsfuß von  $9\frac{1}{2}$  auf 5 herabzusetzen \*\*), während bei einem Unterschied von 1 Proc. in der jährlichen Verzinsung, jener Fall, wie wir gesehen, schon nach dem 23ten Jahre eingetreten wäre.

\*) Eine Rente von  $\frac{1}{2}$  gibt nämlich den Zwischenzins zu  $9\frac{1}{2}$  berechnet in 10 Jahren eine Summe von nahe 7, 78, die man an dem Werthe der durch das Sinken des Zinsfußes gewonnenen Rente von 4 — einem Kapital von 80 abziehen hat, um jenes Resultat zu finden. Mit andern Worten, die Finanzverwaltung gewönne den Werth einer Jahresrente von 4, nachdem sie 10 Jahre lang bei dem einfachen Anlehen eine Jahresrente von  $\frac{1}{2}$  verloren hätte.

\*\*) Eine Rente von  $\frac{1}{2}$  gibt, nämlich das Interusurium zu  $9\frac{1}{2}$  gerechnet, in 30 Jahren ein Kapital von 80.

Dürfte aber nach 10 Jahren die günstige Veränderung im Zinsfuße erwartet werden, so würde es für die Regierung noch vortheilhafter seyn, statt 5 Proc. tragende Nominalkapitalien von 100 zu 55<sup>5</sup>/<sub>100</sub> zu verkaufen, auf dem einfachen Wege Kapitalien zu 13 Proc. aufzunehmen. Die Rente von 4, welche sie in diesem Falle 10 Jahre lang weiter zu entrichten hätte, würde nämlich, das Interusurium zu 13 Proc. berechnet, in 10 Jahren nur auf eine Summe von 73,67 anwachsen, und der Finanzverwaltung daher noch ein Gewinn von 6, 33. bleiben, mag sie ihre Schuld tilgen, oder fernerhin verzinzen.

Wenn der Zinsfuß schon nach 7 Jahren auf 5 Procent herabfiel, so gewönne sie nahe an 50 je für 100 des wirklichen Darlehens bei einem einfachen Anlehen zu 12 Proc. \*) , ja sie könnte 15 Proc. bewilligen, und hätte bei einem einfachen Anlehen von 100 Millionen, in Vergleichung mit der andern Anlehensweise, nach dem Ablauf jener 7 Jahre, noch einen Vortheil von ohngefähr 13<sup>1</sup>/<sub>2</sub> Mill. \*\*)

Es ist ferner klar,

4. daß die Wechselfälle für den Darleiher auf höhere Nominalkapitalien um so günstiger und für die Regierung um so ungünstiger sind, je stärker der Zinsfuß der Nominalkapitalien von dem effectiven Betrag der Zinsen abweicht, die von der wirklich dargeliehenen Summe jährlich entrichtet werden.

Bei einem Anlehen, wodurch der Gläubiger 5 Procent tragende Papiere zu einem höhern, als dem oben angenommenen Course, z. B. zu 66<sup>1</sup>/<sub>2</sub> erhält, würde ihm eine Ver-

\*) Eine Rente von 3 gibt, das Interusurium zu 12 berechnet, nach 7 Jahren = 30, 26.

\*\*) Eine Rente von 6 gibt, das Interusurium zu 15 berechnet, in 7 Jahren = 66, 4.

besserung des Zinsfußes um mehr als circa  $2\frac{1}{2}$  Procent nichts mehr nützen, weil sie die Regierung zur Zinsreduction einladen müßte. Der Verlust am Kapitale für die Finanzverwaltung würde, selbst bei einer plötzlichen günstigen Aenderung der Umstände, die Summe von circa 50 je für 100 des wirklichen Darlehens nicht übersteigen können \*).

Ein Anlehen, das bei einem gleichen effectiven Zinsfuße, als wir in dem ersten Beispiele von  $55\%$  für 100 Nominalkapital angenommen, durch den Verkauf von 3 oder 4 Proc. tragenden Papieren vollzogen wird, sichert dagegen dem Gläubiger den Fortgenuß der ursprünglichen Zinsen von 9 Proc., wenn der Zinsfuß auch um 6 bis 5 Proc. niedriger werden sollte \*\*).

\*) Würde die Regierung in einem solchen Falle eben so leicht zu einem um 1 Proc. höhern Zinsfuß oder zu  $8\frac{1}{2}$  Proc. auf dem einfachen Wege, wie auf jenem zu  $7,518$  Proc. Kapitalien finden; so würde der Verlust, beim Sinken des Zinsfußes auf 5 nach 10 Jahren, über 36, und wenn schon nach 6 Jahren dieses Sinken einträte, nahe 43 betragen, während derselbe bei einem Anlehen gegen 5 Procent tragende Papiere zu  $55\%$  und einer gleichen Differenz von 1 Procent in der jährlichen Verzinsung des einfachen Anlehens, wie wir oben gesehen, sich auf  $70\frac{1}{2}$  belaufen hätte, falls der Zinsfuß erst nach dem siebenten Jahre auf 5 gefallen wäre.

Uebrigens hätte die Regierung, fielen der Zinsfuß nach 6 Jahren auf 5 Procent, bei einem einfachen Anlehen von 13 Procent noch einen Vortheil von 4 bis 5 je für 100 des Darlehens.

\*\*) Nehme man an, daß ein Anlehen durch den Verkauf von 4 Proc. tragenden Papieren im Course von  $44\%$  erhoben werde. Wie bei einem Anlehen gegen 5 Proc. tragende Nominalkapitalien zu  $55\%$ , würde der effectiv zu entrichtende jährliche Zins ebenfalls auf 9 Proc. steigen, sich aber zu dem nominalen Zinsfuß wie 9:4 verhalten, während dieses Verhältniß in dem oben angenommenen Falle wie 9:5 war. Würde der Zinsfuß auf 4 Proc. heruntergehen, so hätte die Regierung, wenn sie tilgen wollte, je für 100 des effectiven Darlehens 225 zu entrichten, d. i. 125 mehr als sie erhalten hat. Wollte sie aber nicht zur Tilgung schreiten, so kann sie die Gunst



Daher sind, wie bei einer Vergleichung dieser Anlehensmethode mit der einfachen Art, Kapitalien zu borgen, die nämlichen Verhältnisse auch bei der Vergleichung zu berücksichtigen, die man zwischen verschiedenen Anlehen anstellt, die durch den Verkauf von Nominalkapitalien von verschiedenem Zinsfuße, unter ihrem Nominalwerthe vollzogen werden.

Wenn z. B. gleichzeitig 3 und 5 Proc. tragende Papiere jene zu einem Course, der dem Gläubiger einen Zinsgenuß von jährlichen  $5\frac{1}{10}$  und diese zu einem Course, der ihm eine Rente von  $5\frac{1}{2}$  gewährt, also die 3 Proc. ohngefähr zu circa  $58\frac{8}{10}$ , und die 5 Proc. ohngefähr zu  $90\frac{10}{11}$  bewilligt werden, so würde ein Fallen des Zinsfußes auf  $3\frac{1}{2}$  Proc., die 3 Proc. Fonds auf circa  $85\frac{7}{10}$  und wenn man ein weiteres Sinken erwartet, noch etwas höher steigern.

Träte dieses Sinken nach 10 Jahren ein, so würde die Staatscasse durch die Abtragung oder Verwandlung des zu  $5\frac{1}{2}$ , gegen 5 Proc. tragende Papiere, erhobenen Anlehens um eine jährliche Zinslast von 2 Proc. und in Vergleichung mit dem effectiven Zinsfuße der 3 Proc. tragenden Fonds um  $1\frac{6}{10}$  Proc. erleichtert werden. Eine Rente von  $1\frac{6}{10}$  hat aber, nach dem Zinsfuße von  $3\frac{1}{2}$  Proc., einen Werthe von ohngefähr  $45\frac{7}{10}$ .

Die Finanzverwaltung hätte dagegen 10 Jahre lang  $\frac{4}{10}$  Proc., d. i. einschließlich des Interusuriums zu  $5\frac{1}{2}$  Proc.,

der Zeit nicht benutzen, um ihre Schuld auf 4 Proc. zu reduciren. Sie bleibt mit einer Rente von 5 über diese Laxe belastet, die nach dem Zinsfuße von 4 Proc. jenem Werthe von 125 gleich kommt. Die Regierung würde bei einem einfachen Anlehen zu 10 Proc. daher am Schlusse der zehnjährigen Periode je für 100 der wirklich entlehnten Summe nahe 109, und bei einem solchen Anlehen zu 12 Proc. d. s. 3 Proc. über dem Zinsfuße, zu welchem sie auf dem andern Wege borgte, ohngefähr 72 erspart haben.

etwas über 5 für die 5 Proc. Fonds mehr, als für die 4 Proc. Fonds bezahlen, und bei der Tilgung jener Schuld statt 100, die sie empfangen, 110 entrichten müssen. Nach Abzug dieses Aufwands würde ihr die Wahl des Anlehens zu 5 Proc. einen Werth von mehr als 30 je für 100 des Darlehens erspart haben. Diese Ersparniß betrüge, wenn jenes Sinken erst nach 15 Jahren einträte, 26 — 27, nach 20 Jahren 21 — 22, und erst in 33 Jahren würde sich, unter unsern Voraussetzungen, das Resultat zwischen beiden Anlehensarten gleich stellen.

5. Wenn der Zinsfuß unter die für die Nominalkapitalien bedungene Taxe so weit herabfällt, daß eine Zinsenreduction zulässig und rätlich erscheint, so wird der Verlust am Kapital, der mit dem Verkaufe der ursprünglichen Nominalkapitalien unter dem Nominalbetrag verbunden war, in die neue Schuld übertragen.

Man nehme an, daß 7 oder 10 Jahre, nach dem Abschluß des zuerst als Beispiel angeführten Anlehens, der Zinsfuß statt auf 5 Procent, auf  $4\frac{1}{2}$  gesunken wäre.

Wandelt die Regierung in diesem Falle die 5 Proc. tragende Papiere, durch Uebereinkunft mit den Gläubigern oder mittelst eines neuen Anlehens, in  $4\frac{1}{2}$  Proc. tragende Kapitalien; so hat sie je für  $55\frac{5}{9}$  des ursprünglichen Anlehens  $4\frac{1}{2}$  der That nach an Zinsen fort zu entrichten, also von 100 =  $8\frac{1}{10}$ . Durch die Reduction eines einfachen Anlehens auf  $4\frac{1}{2}$  Procent gewinnt sie daher, in Vergleichung mit diesem Zinsfuße von  $8\frac{1}{10}$  Proc., eine Rente von  $3\frac{5}{10}$ , die, nach dem Zinsfuße von  $4\frac{1}{2}$  berechnet, ein Kapital von 80 gibt.

Das Resultat einer Vergleichung mit einem einfachen Anlehen, das im Zinsfuße  $\frac{1}{2}$ , 1, 2, 3 Procent u. s. f. jährlich mehr kostete, bleibt daher dasselbe.

Man kann bei der Schuldumwandlung, mittelst eines neuen Anlehens, das nämliche Verfahren wiederholen, für den Fall eines weitem Sinkens des Zinsfußes den Gläubigern die Aussicht auf ähnliche Gewinne eröffnen, und der Staatscasse also weitere Verluste am Kapitale bereiten. Man darf nur statt zu  $4\frac{1}{2}$  Proc. zu borgen, 3 Proc. tragende Kapitalien zu  $66\frac{2}{3}$ , oder, je nach der Wahrscheinlichkeit des fernern Sinkens des Zinsfußes, zu 70 bis 75 abgeben \*).

So einfach der Satz ist, auf die sich die ganze Sache zurückführen läßt, und so klar auch sich alle Folgerungen ergeben; so schien uns doch, zur Erleichterung einer vergleichenden Beurtheilung der beiden Anlehens-Methoden, eine nähere Entwicklung und die Bervielfältigung der größtentheils aus der Geschichte der Finanzen verschiedener Staaten geschöpften Beispiele nicht undienlich zu seyn.

§. 13.

In wie ferne die Erfahrung zu einem Urtheile über die Nachteile oder Vortheile des Verkaufs von Staatsschuldsscheinen unter ihrem Nominalwerthe, in Vergleichung mit einfachen Anlehen, berechtigt.

Wenn man die Frage beantworten will, ob ein gegebenes Anlehen, das durch den Verkauf von Staatspapieren unter ihrem Nominalwerthe vollzogen wurde, günstig oder ungünstig für die Regierung ausgefallen sey, so muß man vor

\*) Nach dem Zinsfuß von  $4\frac{1}{2}$  hätte eine Rente von 3 einen Werth von  $66\frac{2}{3}$ . Könnte man aber auch wegen günstigerer Ausichten auf das weitere Sinken des Zinsfußes 70 bis 75 erhalten, daher am jährlichen Zinse 0,214 bis 0,5 oder  $\frac{1}{2}$  Proc. gewinnen, so würde ein in 10 Jahren wirklich erfolgendes Fallen des Zinsfußes auf 3, einen Verlust von circa 42% und resp.  $33\frac{1}{2}$  am Kapital mit sich bringen, wogegen man den Werth jener zehnjährigen Rente von 0,214 bis 0,5 (mit  $2\frac{1}{2}$  bis 6) abzuwägen hätte.