

**Zeitschrift:** Neue Schweizer Rundschau  
**Herausgeber:** Neue Helvetische Gesellschaft  
**Band:** 3 (1935-1936)  
**Heft:** 1

**Artikel:** Die Auswirkungen der Kriseninitiative auf Finanzen, Kapitalmarkt und Währung  
**Autor:** Gygax, Paul  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-759218>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

**Download PDF:** 14.05.2025

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

rungen lauten auf Franken, und wenn dessen Kaufkraft entwertet wird, so heißt es eben dann: Franken = Franken! Der Forderungsberechtigte hat den Schaden zu tragen. Das verschweigen die Befürworter der Kriseninitiative denjenigen, die gespart und vorgesorgt haben, sie muten es ihnen aber zu!

Möge die klare Erkenntnis dessen, was uns bevorsteht, das Schweizervolk aufrütteln, um gegen den grenzenlosen Raub am Spargut der Besten unseres Volkes, der mit einer Währungsverwässerung verbunden wäre, sich zur Wehr zu setzen.

## **Die Auswirkungen der Kriseninitiative auf Finanzen, Kapitalmarkt und Währung**

von Dr. Paul Gyax, Zürich

**D**as Volksbegehren zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Krise und Not vom 6. März 1935 stellt auch Forderungen auf, welche die Finanzen, den Kapitalmarkt und die Währung in Mitleidenschaft ziehen würden. Die Fachleute wissen, daß gerade Eingriffe dieser Art verhängnisvolle Wirkungen hätten, namentlich in so abnormalen Zeiten. Es wird wahrscheinlich noch mehrere Jahre dauern, bis wieder einigermaßen normale Zustände auf dem Gebiete der Finanzen, Kapitalmarkt und Börse herrschen werden. In solchen Zeiten ist es doppelt schwer, mit Maßnahmen künstlicher Art, wie sie die Kriseninitiative vorschlägt, etwas zu erreichen. Der s c h w e i z e r i s c h e K a p i t a l m a r k t ist nicht auf sich selbst gestellt, sondern von den Bewegungen und Ereignissen der ausländischen Märkte abhängig. Anfangs April 1935 wurden Schweizertitel vom Ausland, namentlich von Deutschland, in großen Beträgen nach der Schweiz abgestoßen, ganz wie in der Kriegszeit und in den ersten Nachkriegsjahren. Ein drängendes Angebot vom Schweizerwerten, vor allem aus dem Auslande, wo bekanntlich viele Schweizertitel liegen, könnte den schweizerischen Kapitalmarkt für längere Zeit desorganisieren und einen schweren Druck auf die Börsenkurse ausüben. Wir haben gar keine Bürgschaft dafür, daß ein neuer Angriff dieser Art so leicht abgeschlagen werden kann, wie derjenige

vom Anfang April. Die Absorptionskraft des schweizerischen Kapitalmarktes müßte eines Tages zu Ende gehen.

Wird die Kriseninitiative angenommen, so übertragen sich mit absoluter Sicherheit die schweren Bedenken, welche heute in bezug auf die Landeswährung bestehen, auch auf die ausländischen Titelerbesitzer, die beunruhigt würden und große Pakete von Schweizerwerten auf den Markt werfen, ja vielleicht sich aller Schweizertitel entledigen könnten. Aus einer Währungskrise würde somit sehr leicht eine Krise des Kapitalmarktes, auch des Anlagemarktes und schließlich eine langandauernde Finanzkrise werden, welche auch das Ansehen des schweizerischen Finanzmarktes schwer in Mitleidenschaft ziehen müßte. Im Schreiben des Bundesrates vom 29. April, das sich mit der Anregung von Ständerat Klöti betreffend die Ausschaltung der Diskussion über die Landeswährung aus dem Abstimmungskampf befaßte, wird mit Recht darauf hingewiesen, daß man dem Lande auch in dieser Beziehung die volle Wahrheit sagen müsse.

Die Folgen, die sich aus gestörten Finanzen, einem deroutierten Kapitalmarkt, einer abgewerteten Währung für die Spartätigkeit ergäben, sind leicht zu ermessen. Bereits im Jahre 1933 ging die Spartätigkeit zurück, zum Teil als Folge einer Mißtrauenskrise, wie in der Botschaft des Bundesrates zum Voranschlag für das Jahr 1935 ausgeführt wurde. Die Kriseninitiative stellt im Artikel 2 auch die Forderung auf, der Bundesrat solle für die Regulierung des Kapitalmarktes und die Kontrolle des K a p i t a l e x p o r t e s sorgen. Auf alle Fälle könnte eine Regulierung des Kapitalexportes nicht nach den Anschauungen der Initianten erfolgen, die offenkundig auch seine volkswirtschaftliche Bedeutung nicht anerkennen. Ohne jenen Kapitalexport, der sich volkswirtschaftlich rechtfertigen läßt, wäre die Verteidigung unserer Währung heute schon schwieriger. Maßgebende Kreise der Wirtschaft, Notenbankleiter und Vertreter der Wissenschaft haben sich für einen richtig geleiteten Kapitalexport ausgesprochen. Die Auslandvorschüsse oder Anleihen mit Lieferungsklausel — so schreibt Direktor Jaberg in seiner Schrift über die Banken in der Wirtschaftskrise, Zürich 1934 — können immer nur Ausnahmen bilden; es wäre absolut verkehrt, nur solche Vorschüsse zu billigen und alle anderen abzulehnen. Sie bilden immer nur Spezialfälle innerhalb des Gesamtproblems, nämlich die Wiederherstellung des freien Kapital-, Waren- und Reise-

verkehrs überhaupt. Volkswirtschaftlich sind deshalb Anleihen, die zum Beispiel der Wiederherstellung des freien Devisenverkehrs dienen oder von handelspolitischen Abmachungen und Verkehrserleichterungen begleitet sind, von viel größerer allgemeiner Tragweite, als Spezialvorschüsse, die nebenbei wertvolle Zubringerdienste für einige spezielle Industrien leisten.

Es ist absurd, zu glauben, daß durch gesetzliche oder administrative Maßnahmen bestimmte Einwirkungen auf den Kapitalmarkt möglich sind oder diese dem Kapitalmarkt eine andere Richtung geben könnten. Die Versuche, welche in einzelnen Kantonen mit dem gesetzlichen Zinsfußmaximum gemacht wurden, sind keineswegs ermunternd; sie haben sich auf die Dauer als praktisch undurchführbar erwiesen. Ein solches Volksbegehren ist somit auch nicht imstande, irgendwie regulierend auf dem Kapitalmarkt einzuwirken. Internationale Faktoren beeinflussen, vor allem in normalen Zeiten, Bewegungen des Kapitalmarktes maßgebend, ebenso die Zinsbildung. Die Initianten hätten im übrigen wissen sollen, daß der Bundesrat auf dem besten Wege ist, durch die Schaffung eines schweizerischen Börsengesetzes, das auch die Institution der Zulassungsstelle für ausländische Werte bringen soll, eine Kontrolle über den Markt der fremden Werte, die an den schweizerischen Börsen eingeführt werden, zu schaffen. All das ist keineswegs neu. Die Kontrolle über den Kapitalexport und eine Revision der Börsengesetze wurde schon seit Jahren in der schweizerischen Handelspresse und namentlich in der «Neuen Zürcher Zeitung» gefordert.

Die Finanzierung der Kriseninitiative (Artikel 5 des Volksbegehrens) ist besonders anfechtbar. Es wird gefordert, daß der Bund zur Finanzierung der besonderen Krisenmaßnahmen die notwendigen Mittel in Form zusätzlicher Kredite zur Verfügung stelle. Er soll diese Mittel beschaffen durch Ausgabe von Prämienobligationen, Aufnahme von Anleihen aus laufenden Einnahmen. Der Begriff «zusätzlicher Kredite» ist auf alle Fälle unklar. Was die Prämienobligationen betrifft, so scheinen die Initianten mit den schweizerischen Finanzierungsmethoden nicht gerade sehr vertraut zu sein, sonst würden sie nicht in erster Linie von Prämienobligationen reden. Die Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung über das Volksbegehren zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Krise und Not spricht sich namentlich in dieser Beziehung deutlich aus. Gewichtig ist der Nachweis, daß von einer

wesentlichen Erleichterung der Zinsenlast für Gelder, welche auf dem Wege der Prämienanleihe beschafft werden, kaum gesprochen werden kann. Dazu kommt, daß der Bundeskasse auf diesem Wege kaum erhebliche Mittel zufließen würden. Nach den übereinstimmenden Beobachtungen von Fachleuten befinden sich unter den Werttiteln der schweizerischen Vermögensbesitzer nur ganz selten Prämientitel. Die Botschaft des Bundesrates will die Frage, ob der Bund Prämienobligationen ausgeben soll, nicht schlechthin verneinen. Eine solche Konzession hätten wir den Initianten gegenüber nicht gemacht. Prämienanleihen öffentlicher Körperschaften sind in der Schweiz sehr selten; ein Kanton, dessen Finanzlage früher nicht allen kritischen Einwänden standhielt, hat seinerzeit zu diesem Finanzierungsmittel Zuflucht genommen. Es ist vor allem folgendes zu sagen: Die Schweiz ist ein Land des billigen Zinsfußes und eines immer noch großen Kapitalreichtums. Die Deckung öffentlicher Ausgaben sollte daher durch gewöhnliche Anleihen erfolgen. Nun hat es, ganz allgemein gesprochen, mit der finanziellen Deckung eine besondere Bewandtnis. Man kann nicht in beliebigem Umfange an den Anleihensmarkt gelangen. Auch der Staat muß sich den Zeitpunkt der Anleihensaufnahme vorschreiben lassen. Nicht alle öffentlichen Anleihen der letzten Zeit hatten einen vollen Erfolg. «Es wäre verhängnisvoll, so betont der Bundesrat, und würde sich bitter rächen, auf die Vermehrung der laufenden Einnahmen zu verzichten und den «bequemen Weg der Anleihensaufnahme» unter allen Umständen zu beschreiten. Man spricht von einem Dauerzustand der Krise. Ist das zutreffend, so wäre es nicht zu verantworten, statt die laufenden Ausgaben durch laufende Einnahmen zu decken, Anleihen aufzutürmen, die eine vielleicht wenig günstige Zukunft derart belasten würden, daß unsere Konkurrenzfähigkeit auf dem Weltmarkt für lange lahmgelegt würde. Unsere Finanzpolitik muß auf lange Sicht eingestellt sein.» Der Bundesrat warnt auch in seiner Botschaft zur Kriseninitiative vor der Überschätzung der Möglichkeit, Anleihen beliebig unterbringen zu können. Vermögen und Arbeit müssen genügenden laufenden Ertrag abwerfen, um zu erlauben, Ersparnisse beiseite zu legen. Im Volke gibt man sich leider allzuhäufig der trügerischen Vorstellung hin, es fehle der Schweiz keineswegs an Geld, man brauche es nur zu holen.

Die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen, daß auch Staatsanleihen unter Umständen vorübergehend ihre Zugkraft einbüßen können.

Volkswirtschaftlich hätte die Kriseninitiative auch den Nachteil, daß sie alle Zinssätze in die Höhe treiben würden. Es würde somit just das Gegenteil von dem erreicht, was die Landwirtschaft, die Mieter, die Hausbesitzer erstreben, nämlich eine Senkung des Zinsfußes. Der volkswirtschaftliche Produktionsprozeß würde verteuert und die Verteuerung würde keineswegs vor den davon direkt Betroffenen Halt machen.

Dr. Weber, der Sekretär des schweizerischen Gewerkschaftsbundes, ist mit Bezug auf die Finanzierung der Kriseninitiative an einer Versammlung in Zürich ein interessantes Geständnis ent schlüpft. Auf die Frage des Gegenreferenten erklärte er nämlich, daß die vorgeschlagenen Finanzierungsmittel nur «zunächst» genügen. Nachher stände dann die Krisensteuerinitiative in petto, nach der bekanntlich eine Sondersteuer erhoben werden soll. Die «Basler Nachrichten» bemerkten dazu mit Recht, daß wir praktisch eine dauernde direkte Bundessteuer bekämen. Damit sei dann auch die Finanzierung der Kriseninitiative dauernd gesichert. Der sozialistische «Plan der Arbeit» spricht sogar von einem Ausgleich der Unterschiede in bezug auf Einkommen und Vermögen. Das Steuerprogramm des Verbandes öffentlicher Dienste ist sehr radikal; es verlangt den Ausbau der Bundessteuer vermittelt scharfer, progressiver Erfassung hoher Einkommen und Vermögen.

Rückwirkungen der Kriseninitiative auf die S c h w e i z e r w ä h r u n g werden befürchtet. In seiner Aarauer Rede von Ende November 1934 (Lebensfragen der schweizerischen Wirtschaft), erklärte Bundesrat Schultheß, die Partie über das Schicksal unserer Währung werde nicht in den Kellern der Nationalbank gespielt, der entscheidende Trumpf im Spiel sei nicht die Goldbarre, sondern die bewegliche und im Fluß befindliche öffentliche und private Wirtschaft. Die staatlichen Finanzen dürfen nicht in eine chronische Defizitwirtschaft verfallen, weil diese dazu führt, daß die Emissionsbank zum staatlichen Bankier wird. Die Gefahr liegt nahe, daß dies mit der vorhin geschilderten Finanzierungsmethode der Anhänger der Kriseninitiative, eintreten könnte. Die Währung könnte auch aus dem Grunde Schaden leiden, weil die Forderung nach einem neuen wirtschaftspolitischen Kurs den Schweizerfranken nicht unberührt lassen kann, ja sogar in den Mittelpunkt rückt. (Kriseninitiative und Währung, Artikel im «Bund» vom 1. Mai 1935.)



Die technische Position des Schweizerfrankens ist eine vorzügliche, aber dies allein ist nicht entscheidend. Es muß das Vertrauen des Schweizervolkes in die Kreditorganisation und die Wirtschaft des Landes unvermindert erhalten bleiben. Bisher ist das in erfreulichem Maße der Fall. Ob aber dieses Vertrauen anhält, wenn bei der allfälligen Annahme der Kriseninitiative, die hier auf dem Gebiete der Finanzen und des Kapitalmarktes angedeuteten Wirkungen eintreten, das ist freilich eine andere Frage. Wir lassen hier mit Absicht die Streitfrage Deflation oder Abwertung aus dem Spiel, da für die Gegner der Kriseninitiative beides nicht in Frage kommen kann. In Frage kommt nur eine vernünftige Anpassung, wie sie Bundesrat Schultheß in seiner Aarauer Rede vertreten hat.

Die ersten Tage im April haben gezeigt, daß die Machenschaften der internationalen Spekulation gelegentlich auch den Schweizerfranken nicht verschonen. Die Attacke von Anfang April ist noch in frischer Erinnerung. Die Abwehrkraft der Schweizerischen Nationalbank und die Absorptionskraft des Schweizerischen Kapitalmarktes waren stark genug, um den Angriff auf den Schweizerfranken und die Massenverkäufe von Schweizertiteln zu parieren. Dieses Manöver der ausländischen, vor allem der deutschen Spekulation, hat indessen zu einer vorübergehenden Verknappung der Mittel am schweizerischen Geldmarkt geführt und zu einem Anziehen des Privatsatzes, der lange auf anderhalb Prozent stand, auf 2 Prozent. Zugegeben, daß das Publikum in der Schweiz an diesem Manöver nicht beteiligt war, aber es ist doch festzustellen, daß seit längerer Zeit gewisse Thesaurierungstendenzen von seiten des Inlandes wahrzunehmen sind. Es gibt auch in der Schweiz Leute, die unter der Angstpsychose leiden und aus der gesunden Schweizer Währung fliehen möchten. Eine solche Bewegung kann unter Umständen einen größeren Umfang annehmen und das Notenbanksystem, aber auch das private Kreditsystem schädigen. In der ersten Aprilwoche waren bekanntlich die Devisenanforderungen an die schweizerische Nationalbank sehr stark, so daß innert Monatsfrist der Schweizerischen Nationalbank 372 Millionen Franken in Gold entzogen wurden. Unterdessen ist freilich die Beruhigung wieder eingetreten.

Dieses Beispiel zeigt, wie schwerwiegend unter Umständen die Einwirkungen auf den Schweizerfranken sein könnten. Auch die Zahlungsbilanz übt bekanntlich einen starken Einfluß auf die Währung aus. Sie wurde durch die Wirtschaftskrisis und namentlich

durch die Schrumpfung des Außenhandels und durch Transfer-schwierigkeiten aller Art ungünstig beeinflußt. Im Monatsbericht des Schweizerischen Bankvereins vom 1. Januar 1934 wurde das Defizit der Schweizerischen Zahlungsbilanz auf 300 Millionen Schweizerfranken geschätzt, eine Ziffer, die wohl zu hoch ist. In der Botschaft des Bundesrates zum Voranschlag für 1935 wird hingegen die Ansicht vertreten, daß unsere Zahlungsbilanz seit einem halben Jahre wieder aktiv ist. In der bedeutenden Einfuhr liege gleichsam eine Reserve, auf die wir greifen können, falls sich eine Lücke in der Ertragsbilanz auftun sollte; jedenfalls könnten wir die Einfuhr, namentlich von Fabrikaten, noch stärker beschneiden.

Die Kriseninitiative wirft am Finanzmarkt, aber auch im Geschäftsleben, bereits ihre Schatten voraus. Die Unsicherheit über die Gestaltung der wirtschaftlichen Zukunft der Schweiz und die Gefahr, daß eine allfällige Annahme den Kurs der schweizerischen Volkswirtschaft unheilvoll verändern könnte, gibt sich in verschiedenen Handlungen und Äußerungen zu erkennen. So erklärte letzter Tage das Bankkuratorium einer zu sanierenden Mittelbank, daß die bevorstehende Volksabstimmung über die Kriseninitiative das Wirtschaftsleben und das Bankwesen derart störe, daß es nicht zu verantworten wäre, bevor der Volksentscheid gefallen ist, die Gründung durchzuführen.

Wir kommen daher zum Schluß, daß die Kriseninitiative nicht nur die Finanzen, den Kapitalmarkt und die Währung, sondern auch den Landeskredit überhaupt treffen würde. Die Initianten haben sich, wenn sie wirklich guten Glaubens sind, diese Zusammenhänge jedenfalls nicht gründlich überlegt. Die Anregung des Herrn Ständerat Dr. Klöti, die Landeswährung aus dem Abstimmungskampf auszuschalten, deutet zweifellos darauf hin. Der Kredit ist ein subtiles Instrument. Von dem Vertrauen des Schweizervolkes in seine Wirtschaft und in seine Währung wird in der Zukunft viel abhängen und die Worte des berühmten französischen National-ökonomen Léon Say kann man auch auf unsere heutige Lage anwenden:

*La confiance est la source du crédit, le crédit même.*