

Betrachtungen über den Einfluss der Effektenbörsen und Banken auf die Konjunktur

Von Dr. oec. publ. *Adolf Liechti*, Zürich

Der grosse Abstieg der Konjunktur, zu dem im Oktober 1929 der New Yorker Börsenkrach das Signal gegeben, hat bekanntlich zu einer beispiellosen Kursenkung wohl sämtlicher an der Börse gehandelten Aktienwerte in allen Ländern der Erde geführt, wie die Aktienindizes der verschiedenen Effektenbörsen uns sehr anschaulich vor Auge führen (siehe Tabelle 1 im Anhang, Internationaler Börsenindex, entnommen «Finanz und Wirtschaft»).

Wie die schweizerischen Aktienwerte sich in ihrer Gesamtheit in den Jahren 1924 bis Ende 1932 entwickelten, veranschaulicht untenstehende Tabelle:

Aktienindex der Schweizerischen Nationalbank 1924—1932

Dem Aktienindex sind die Aktien sämtlicher schweizerischen Aktiengesellschaften mit mehr als 5 Millionen Franken voll einbezahltem Kapital (Ende 1932 104 Aktiengesellschaften mit 2363,4 Millionen Franken einbezahltem Aktienkapital) zugrunde gelegt. 26 von diesen 104 Gesellschaften (mit insgesamt 601,1 Millionen Franken einbezahltem Aktienkapital) sind Industrieaktiengesellschaften. Bezüglich der Gliederung dieses Indexes sei auf die Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank verwiesen.

Am 25. des Monats	In Prozenten des einbezahlten Aktienkapitals								
	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
Januar . . .	119,5	130,4	145,1	169,6	210,5	211,6	190,5	165,0	106,2
Februar . . .	121,1	131,0	147,9	176,4	208,9	210,1	191,9	178,8	110,0
März	119,1	129,6	148,6	175,0	200,4	201,6	192,1	179,4	106,7
April	117,3	128,8	150,2	180,6	206,3	195,5	193,9	175,3	90,5
Mai	116,1	131,1	150,1	181,6	210,8	197,3	189,7	163,5	82,7
Juni	115,2	130,6	155,3	175,9	207,4	199,3	179,6	161,1	84,3
Juli	116,3	134,2	156,2	177,7	205,2	199,6	183,0	148,1	95,7
August	118,1	136,3	162,5	183,1	210,7	200,6	184,3	134,0	102,8
September . .	117,7	137,4	162,9	193,6	213,1	198,8	183,9	106,3	112,0
Oktober . . .	117,6	137,9	159,3	191,8	209,5	185,4	177,2	109,9	105,0
November . .	123,6	137,7	160,4	191,0	208,0	180,0	170,4	112,6	103,0
Dezember . .	127,8	138,6	162,6	198,4	209,6	181,6	157,9	99,7	103,7

Wie wir sehen, ist der Kurstiefstand vom Juni 1932 auch im Depressionsjahr 1924 nicht erreicht worden (die Kursentwicklung noch weiter zurückzuverfolgen, in die Depressionsjahre 1921/22, ist leider nicht möglich, vermutlich sind in jenen Jahren die Kurse noch etwas tiefer gewesen als 1924); sicher aber ist, dass die heutige Depression keine erstmalige ist, sondern lediglich eine Phase jener wellenförmigen Aktienkursentwicklung darstellt, die die ebenfalls wellenförmige Entwicklung der Allgemeinkonjunktur, das ist der allgemeinen Marktlage, vielleicht am besten veranschaulicht durch den Beschäftigungsgrad, begleitet bzw. ihr etwas vorausleitet. Der Aktienindex ist in der Tat kein ganz schlechtes Konjunkturbarometer, wenigstens für eine nachblickende Betrachtung, die die nicht zu einer dauernden Umbiegung der Kurve führenden Schwankungen auszuschalten und die Bewegung auf die grosse Linie, eben die Wellenlinie, zu reduzieren vermag. Die Höhepunkte der Aktienhausse fallen auf den August 1928 und den Januar 1929, während erst das Jahr 1929 nach Angabe des Bundesamts für Industrie, Gewerbe und Arbeit die geringste Arbeitslosigkeit und den besten Beschäftigungsgrad der Nachkriegsjahre aufweist, mithin als das Gipfeljahr der Hochkonjunktur bezeichnet werden muss, trotzdem die Aktienkurse bereits von Beginn des Jahres an weichende Tendenz aufweisen. Die Börse eilt also der allgemeinen Konjunktur-entwicklung voraus, was sich immer wieder feststellen lässt und sich hoffentlich auch heute bewahrheiten wird, wo der Aufstieg endlich wieder begonnen hat (fraglich ist nur, ob es dabei bleiben wird oder ob nicht neue Rückschläge kommen werden), trotzdem auf dem Gebiete der Produktion die Lage sich noch überaus düster darstellt und die Rohstoffpreise wieder nahezu auf ihren alten Rekordtiefstand zurückgewichen sind. Für dieses Vorausleiten der Börse vor der Allgemeinkonjunktur sind zwei Erklärungen denkbar: entweder der Börse sind divinatorische Fähigkeiten eigen; sie ahnt die Entwicklung der Wirtschaft voraus und eskomptiert die kommenden Möglichkeiten; oder aber es besteht zwischen der Börsenentwicklung und der Konjunktur-entwicklung ein gewisser Kausalzusammenhang in dem Sinne, dass die Börse der Allgemeinkonjunktur weitgehend die Bahnen weist. Wir werden sehen, dass letztere Vermutung nicht der Grundlagen entbehrt, wenn auch die primären Ursachen der Konjunkturschwankungen auf dem Gebiete der Produktion gesucht werden müssen und wenn auch nicht bestritten werden kann, dass so gut wie jedem andern Menschen so auch den Börsenmenschen die Fähigkeit eigen sein kann, die kommende Entwicklung mehr oder weniger richtig vorauszuahnen. Die primären Ursachen der Krise vom Herbst 1929 suchen wir auf dem Gebiete der Produktion. Auch damals zeigten sich als Ursachen unter anderem gleiche Sachverhalte, wie sie in jeder kapitalistischen Krise (seit 1825 durchschnittlich alle neun Jahre) zutage treten und für die uns die auch von Saitzew ¹⁾ vertretene Disproportionalitätstheorie Aftalions¹⁾ eine Erklärung gibt. Das Auf und Ab der sogenannten mittleren Welle der Konjunktur (unter Konjunktur ist einfach Marktlage, Marktlage schlechthin zu verstehen, sei diese nun gut oder schlecht), die seit 1825 nachweisbar ist und in deren Verlauf die typischen hoch-

¹⁾ Aftalion, *Les crises périodiques de surproduction*, 2 Bände, und M. Saitzew, *Konjunkturpolitik*, Vortrag, *Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft*, Jahrgang 1928, S. 170 ff.

kapitalistischen Krisen alle 6—10 Jahre auftreten, erklärt Aftalion vor allem damit, dass in der modernen hochkapitalistischen Wirtschaft — kapitalistisch im Sinne der Verwendung von Produktivkapital — die Güter nicht unmittelbar, sondern mittelbar produziert werden; d. h. der Produktion der Konsumgüter geht die Produktion der Rohstoffe, der Halb- und Zwischenfabrikate, der Werkzeuge, der Maschinen sowie der ihrer Herstellung dienenden Güter voraus, die zwar alle an sich nicht geniessbar sind, die aber bei der darauffolgenden Produktion der Konsumgüter mit dem Erfolg verwendet werden, dass diese Produktion sicherer, wohlfeiler und zugleich ergiebiger wird. In der hochkapitalistischen Wirtschaft werden nun diese Produktionsumwege je länger je grösser. Da nun die aufeinander gelagerten Stufen der Produktion nicht etwa innerhalb einer und derselben Unternehmung liegen, nicht von ein und demselben Unternehmer kontrolliert werden, sondern von verschiedenen, kann sehr leicht eine Disproportionalität entstehen: die unteren Stufen werden zu weit ausgebaut. Die Folge dieser Überkapitalisation ist Überproduktion zunächst an Produktivkapitalgütern, was Preisfall, letzten Endes Betriebseinschränkungen, Stilllegungen und Arbeitslosigkeit zunächst in diesen Industrien zur Folge hat, wodurch die Kaufkraft der arbeitenden Massen verringert wird, weshalb die Krise schliesslich auch die Konsumgüterindustrien erfasst. Bezüglich der näheren Ausgestaltung dieser Disproportionalitäts- oder Überkapitalisationstheorie, die Saitzew für «die richtigste», wenn auch nicht die richtige Konjunkturtheorie hält und deren Ergänzung durch Gedanken, die andern Theorien entnommen sind, sei auf die Saitzewsche Darstellung verwiesen, die hier als bekannt vorausgesetzt wird.

Auch der rasende Niedergang der Weltwirtschaft, den wir eben erst höchst eindrücklich erlebt haben und der mit dem New Yorker Börsenkrach im Oktober 1929 eingeleitet wurde, ist eine Phase eines derartigen, der hochkapitalistischen Wirtschaft eigenen Konjunkturzyklus; nur ist leider vorauszusehen, dass die Stockung besonders lange anhalten wird, da die bis vor kurzem steil abstürzende mittelwellige Bewegung der Konjunktur begleitet ist von einer absteigenden langen Welle der Konjunktur. Saitzew stellt für die Nachkriegszeit auf Grund eingehender statistischer Untersuchungen neben der mittelwelligen Bewegung der Arbeitslosigkeit eine ansteigende lange Welle der Arbeitslosigkeit fest. Die Ergebnisse anderer Konjunkturforscher, vor allem Kondratieffs ¹⁾, lassen vermuten, dass die lange Welle der Konjunktur, die von 1845—1873 aufwärts ging, von 1873—1895 sank, dann bis etwa zum Jahr 1920 neuerdings hoch ging und seither wieder absteigende Richtung aufweist, diesen Kurs noch etwa weitere 10 Jahre beibehalten dürfte, es sei denn, dass es Mittel gibt und dass diese Mittel auch tatsächlich vernunftgemäss angewandt werden, um diese «Gesetzmässigkeit», der die kapitalistische Wirtschaft untertän zu sein scheint, umzubiegen. Sicher ist, dass die gegenwärtige Depression der Weltwirtschaft eine besonders schwere ist, weil sie von strukturellen Wandlungen begleitet ist. Während die früheren hochkapitalistischen Krisen vorwiegend Industriekrisen waren, ist die gegenwärtige Stockung begleitet und zum Teil ausgelöst von einer in solchem Ausmass

¹⁾ Kondratieff, Die langen Wellen der Konjunktur, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Band 56 (1926).

noch nie dagewesenen Stockung auch in der Agrarproduktion. Während ferner die vergangenen Krisen die Keime zur Gesundung der Wirtschaft in sich bargen, solange die Wirtschaft nicht in starre Fesseln gelegt war und sich deshalb den neuen Verhältnissen schliesslich von selbst wieder anzupassen vermochte, wird diese Anpassung und Gesundung heute durch alle möglichen privaten und staatlichen protektionistischen Massnahmen (monopolistische und quasimonopolistische Preisbindungen, Hochschutz- und Kampfzölle, Einfuhrkontingentierungen und Verbote, Devisenbewirtschaftung und erneutes Valutachaos) erschwert und durch eine — international gesehen — vollkommen unsinnige Wirtschaftspolitik nach Kräften dazu beigetragen, den weltwirtschaftlichen Verkehr recht allseitig zu unterbinden, dafür an sich Lebensunfähiges künstlich am Leben zu erhalten und womöglich neu zu züchten. Durch die Lohnabbaupolitik wird das Missverhältnis zwischen Produktivkraft und Konsumkraft, das ebenfalls eine Krisenursache ist, noch verschlimmert statt verbessert.

Viel ärger als in den schwärzesten Zeiten des Merkantilismus, als ganz im Gegensatz zu heute eine Interdependenz der einzelnen Nationalwirtschaften noch kaum bestand, will heute jeder Staat nur noch exportieren, nicht aber importieren. Diese Politik befolgen auch die Gläubigerländer, seit 1930 insbesondere die Vereinigten Staaten, wodurch sie den Schuldnerländern die Transfermöglichkeit und damit überhaupt die Zahlungsmöglichkeiten versperren. Ob sie die logische Konsequenz ziehen und zu Schuldenstreichungen sich bequem werden, wird die Zukunft lehren. Die moderne Wahnidee der Autarkie, genährt durch hypernationalistische Volksbewegungen, richtet in den Köpfen der Wirtschaftspolitiker grässliche Verheerungen an; Autarkie aber würde den Ruin der Exportindustrien bedeuten, damit das Ende der internationalen Arbeitsteilung, wirtschaftlichen Rückschritt um viele Jahrzehnte, Schwächung der Kaufkraft und damit Stagnation auch der Inlandindustrien, zwangsweise Rückkehr zu primitivster Lebensweise, zunehmende absolute Übervölkerung der Industriestaaten, Existenzlosigkeit für weitere ungezählte Millionen von Menschen bedeuten.

Diese weil nicht zum Thema gehörig nur ganz schlagwortartigen Hinweise mögen genügen, um darzutun, dass auch wir der Ansicht sind, dass die gegenwärtige Stockung vor allem durch der kapitalistischen Wirtschaft eigene Vorgänge auf dem Gebiete der Produktion, den ihnen folgenden zahlreichen Beschränkungen des zwischenstaatlichen Verkehrs, die ein Ausfluss der gruppenegoistischen, engstirnig nationalwirtschaftlichen statt weltwirtschaftlichen Denkweise der Wirtschaftspolitiker und der Kreise, die hinter ihnen stehen, sind, verursacht ist. Es scheint mir nun aber wichtig, ausser diesen viel erörterten konjunkturbeeinflussenden Faktoren auch zwei andere die Konjunktur sehr stark beeinflussende Elemente etwas unter die Lupe zu nehmen; es sind dies die Effektenbörse und der Bankkredit, namentlich soweit dieser letztere in der Form des Börsenkredits in Erscheinung tritt.

Die eingangs erwähnten Aktienindizes und die auf Grund des Aktienindex der Schweizerischen Nationalbank entworfene Börsenkonjunkturkurve geben ein ziemlich genaues Bild auch des allgemeinen Konjunkturverlaufs der letzten Jahre. Dabei muss man sich aber klar sein darüber, dass sowohl der starke Aufstieg der

Kurse wie auch deren überaus starker und steiler Sturz, sowohl die Hausse als namentlich auch die Baisse starke Übertreibungen der an sich sicher sinngemässen Bewegungen darstellen, die durch sachliche Momente, etwa durch ein auch nur annähernd entsprechendes Schwanken des inneren Wertes der Aktien, gebildet durch deren Rentabilitätswert unter Berücksichtigung der Sicherheit einerseits, den Liquidationswert anderseits, nicht gerechtfertigt sind. Diese Feststellung ist hier sehr wesentlich. Den besten Beweis für die Richtigkeit dieser Behauptung gibt uns ein Vergleich der Kursentwicklung der an der Börse gehandelten Aktien mit derjenigen nur ausserbörslich gehandelter, also den massenpsychoseerzeugenden Wirkungen der Börse entzogener Aktien. Ich habe in Tabelle 2 den eingangs erwähnten, nach Unternehmungsgattungen gegliederten Aktienindex der Schweizerischen Nationalbank, in dem fortlaufend sämtliche an den schweizerischen Börsen kotierten Aktien schweizerischer Aktiengesellschaften mit mindestens 5 Millionen Franken Kapital berücksichtigt sind, denjenigen Indexzahlen gegenübergestellt, die ich auf Grund der Kursnotierungen der vom Bankhaus Dätwyler & Co. in Zürich ausserbörslich gehandelten Aktien, die sich in ihrer Kursnotierung verfolgen liessen, errechnete. In sämtlichen Unternehmungsgattungen, wo diese Gegenüberstellung möglich war, sowohl bei den Bank- wie bei den Industrieaktien als Gesamtgruppen wie auch bei sämtlichen Industrieuntergruppen zeigt es sich, dass die nicht kotierten Aktien der Baisse bei weitem besser Widerstand geleistet haben als die kotierten Aktien, wobei betont sei, dass deren Auslese und Zusammenstellung ohne jede zahlenakrobatische Absicht erfolgt ist. Freilich wird man einwenden, dass die Tatsache der regelmässigen Geldkursnotierung bei nicht börslich kotierten Aktien als Auslesefaktor zugunsten der solideren und finanziell besser fundierten Unternehmungen wirkt, dass also die wirtschaftliche Lage sämtlicher nicht kotierten Aktiengesellschaften sich durchschnittlich wesentlich schlechter darstellt, als sie in diesen Indexzahlen in Erscheinung tritt; aber ähnliches gilt, und in sehr viel verstärktem Masse, für die börslich kotierten Aktien. Sie bilden eine ausgesprochene Auslese der kapitalkräftigen Unternehmungen (mit mindestens 5 Millionen Franken Kapital — was zwar keineswegs bedeutet, dass sie unbedingt solider sein müssen als kleinere Unternehmungen); aber auch hinsichtlich Solidität mussten gewisse Anforderungen erfüllt sein, sonst wären sie nicht zur Kotierung zugelassen worden. Bei den nicht kotierten Aktien zeigt es sich, dass sie zwar in der Hochkonjunktur im allgemeinen nicht dieselbe Gipfelhöhe erklettern wie die kotierten, dass sie dafür aber auch der Baisse überraschend gut standhalten. Ihre Kursentwicklung erfolgt in einer sehr viel abgeflachteren Welle als bei den kotierten Aktien; sie entspricht dem Ideal eines lythischen Konjunkturverlaufs. Während daher der Gesamtindex der kotierten Papiere vor der Lausanner Konferenz, am 10. Juni 1932, bis jetzt dem Tiefstpunkte der Depression, nur noch auf 40% des Kurswerts von Ende März 1929 stand, stand er bei den nicht kotierten auf 76,8%. Bei den Banken sind die respektiven Verhältniszahlen 48,9% einerseits, 74,9% anderseits (trotzdem es sich bei ersteren um die fast allmächtigen Grossbanken, bei letzteren um die gelegentlich mitleidig belächelten Kleinbänklein handelt, die überdies zum Teil noch den von den Grossbanken meist als zu riskant verschmähten, weil zur Illiquidität führenden industriellen Anlagekredit pflegen).

Bei den Industripapieren zeigen die Börsenpapiere eine Entwertung bis auf 41,2 %, die nicht kotierten Papiere dagegen nur bis auf 77,6 %. Bei der stark konjunkturrempfindlichen Maschinen- und Metallindustrie geht die Entwertung der Börsenpapiere bis auf 28,8 %, der nicht kotierten aber nur bis auf 71,9 %. Bei der nicht oder nur wenig konjunkturrempfindlichen Nahrungs- und Genussmittelindustrie zeigen die nicht kotierten Papiere (unter denen die besonders günstig dastehenden Bierbrauereien allerdings etwas zu stark dominieren) sogar eine Kurssteigerung auf 106,3 %, da bei den meisten berücksichtigten Papieren die Rendite gleich geblieben oder gar gestiegen ist und hierzu genügende Veranlassung hat geben können, da die Papiere der Börsenpsychose entzogen waren; die kotierten Papiere dagegen haben sich wohl oder übel der allgemeinen Baissetendenz anschliessen müssen und zeigen eine Entwertung auf 63,2 % des Wertes vom März 1929.

Da nicht anzunehmen ist, dass der innere Wert der Börsenpapiere am Tiefstpunkte der Depression durchs Band weg schlechter und sicher nicht, dass er so viel schlechter gewesen sei als derjenige der nicht kotierten Papiere ¹⁾, wie es diese verschiedenen Indizes zum Ausdruck bringen, kann dieser ausserordentliche Kurstiefstand nur auf die Übertreibungen der Börse zurückgeführt werden. Die Übertreibungen der Börse hinwiederum, die Überbewertungen in den Haussejahren, die katastrophalen Unterbewertungen ²⁾ in der jüngst vergangenen gleich wie in allen früheren Baissezeiten, wo selbst 10—15 % Rendite die erschreckten Eigner nicht mehr vor der Verschleuderung ihres Aktienbesitzes abzuhalten vermochten, sind dem auch von Saitzew in seine Theorie einbezogenen subjektiven, menschlichen Faktor zuzuschreiben, der Empfänglichkeit des Menschen für psychische Masseninfektion, dem «esprit moutonnier» des Menschen (von Brentano mit «Hammelhaftigkeit des Menschengeschlechts» übersetzt), jener Bereitschaft des Menschen, zu kaufen, einzig weil andre kaufen, und zu verkaufen, einzig weil andre dasselbe tun. Diese Hammelhaftigkeit allein jedoch hätte nicht genügt, die erwähnten Wirkungen zu erzeugen, wenn sie nicht wie seit jeher von einer gewissenlosen Spekulation gepflegt und geschäftlich wohl ausgebeutet und durch eine unvernünftige Kreditpolitik der Banken unterstützt oder zumindest nicht gehindert worden wäre, wofür ich im folgenden Belege bringen werde.

¹⁾ Immerhin gibt es auch hier Ausnahmen, so die ganze grosse Gruppe der Bankaktien. Während die schweizerischen Grossbanken bei einem Gesamtaktienkapital von zirka 800 Millionen annähernd eine Milliarde «kurzfristig» allein in Deutschland festfrieren liessen (Somary hält es für unwahrscheinlich, dass auch nur 50 % der deutschen Auslandsschulden getilgt werden können), pflegten die Kleinbanken fast ausschliesslich den Inlandskredit. Der innere Wert der Kleinbankaktien hat deswegen im allgemeinen eine bedeutend geringere Senkung erfahren als der innere Wert der Grossbankaktien. Die gesunkenen Grossbankaktienkurse sind durch den gesunkenen inneren Wert weitgehend gerechtfertigt und nicht der «Hammelhaftigkeit des Menschengeschlechts» und auch nicht der Baissepekulation anzukreiden.

²⁾ Beispiel: Das Aktienkapital des Sulzerkonzerns von 40 Millionen Franken wurde Mitte Mai 1932 nur noch mit 35 % seines Nennwertes als existent betrachtet, das ist ein Kurs, bei dem sämtliche in- und ausländischen Beteiligungen des Konzerns von der Börse auf 0 abgeschrieben waren, dies, trotzdem die Gesellschaft sich über ein earning power von nahezu 10 % ausgewiesen hatte und trotz erheblicher Kursverluste an der englischen Währung und trotz bedeutender Abschreibungen lediglich einen buchmässigen Verlust von 3,25 Millionen aufzuweisen hatte. (Finanz-Revue vom 11. Mai 1932.)

Ich behaupte, dass durch die Effektenbörse ein Moment grösster Unstabilität in die Wirtschaft hineingetragen und dadurch der Verlauf der Produktion in sehr ungünstigem Sinne beeinflusst, das Auf und Ab der Konjunktur steiler gestaltet wird, als es in einer nicht auf dem Umsatzprinzip basierenden effektenkapitalistischen Wirtschaft der Fall sein müsste.

Wie jede Krise, so wurde auch die Krise vom Herbst 1929, mit der der steile Abstieg einsetzte, durch Fehlhandlungen ausgelöst, die in den vorhergehenden Haussejahren begangen wurden.

In einem masslosen Optimismus, ohne jede Rücksicht auf die Rentabilität der Aktienwerte, wurden in den Haussejahren 1926—1929 die Aktienkurse hinaufgetrieben; vom Juni 1926 bis März 1927, d. h. innerhalb von 10 Monaten, erfuhren beispielsweise die deutschen Aktien eine durchschnittliche Höherbewertung von nicht weniger als 100 %. Doch wurden damals die gewaltigen Gefahren dieses grossen Booms zu wenig beachtet, und auch die Wissenschaftler, die doch hätten wissen sollen, dass auf jede unvernünftige Hausse früher oder später nach dem Gesetz von *actio* und *reactio* eine entsprechend bittere Baisse folgen muss, erhoben nicht ihre warnende Stimme, mit einer Ausnahme, Felix Somary, dem bekannten Bankpolitiker. Auf der Zürcher Tagung des Vereins für Sozialpolitik am 14. September 1928 wies er auf die ungeheuren Effektenentwicklungen der letzten Jahre hin. Wer z. B. im Jahre 1919 mit Fr. 1000 Einlage eine Aktie, z. B. der Sofina, gekauft hatte, der hatte, im September 1928, Fr. 14.000 Kurswert. Oder wer gar eine Aktie der führenden amerikanischen Automobilfabrik 1917 gekauft hatte, hatte damals für die Fr. 1000 Fr. 200.000. Es seien das Entwicklungen gewesen, die mit denen der Vorkriegszeit nicht entfernt zu vergleichen gewesen seien. Für die damals ganz ausserordentliche Spannung zwischen Rentabilität und Finanzierung, in der er eine der grössten Gefahren jener Zeit erblickte, brachte er ein sehr eindrückliches Beispiel, das Beispiel der Sofina, einer Holdinggesellschaft in Brüssel, die in erster Linie südamerikanische Unternehmungen kontrolliert: «Wir sehen z. B., dass ein führendes Unternehmen der elektrischen Industrie heute mit einem Wert bewertet wird, der eine Verzinsung von $\frac{1}{4}$ % ergibt, $\frac{1}{4}$ %, d. h. also eine Verzinsung, die eigentlich nur noch mit der Lupe zu sehen wäre.»

Eine Reihe von anderen Effekten konnte man ebenfalls dazu rechnen, Fälle, in denen die Rendite ausserordentlich niedrig war, während zur selben Zeit die festverzinslichen Papiere im Kurse nicht bloss nicht stiegen, sondern noch hinabgingen. Das bedeutete, dass gewisse Gesellschaften Kapital zu einem Satz erhielten, der selbst bei Einrechnung der Bezugsrechte nur 1—2 % Verzinsung bedingte (unter der Voraussetzung, dass sie die Aktien zu diesem übersetzten Kurse zu emittieren oder an der Börse einzuführen vermochten), und zwar europäisches Geld für Südamerika, während 7- und 8 %iges Geld beispielsweise für die deutsche Landwirtschaft nicht vorhanden war. «Künftige Erträge, nicht vorhandene Aktiven bilden die Bewertungsgrundlagen unserer Zeit», so lautete das Schlagwort der Führer der amerikanischen und deutschen Spekulation in der Periode 1926—1929. Es ist dies das Leitmotiv jeder unweigerlich in Krise auslaufenden Hausseperiode. Somary führte im Herbst 1928 aus: «So gross wie diese Spannung

zwischen der Verzinsung der Spitzenwerte des Effektenmarktes und den verzinlichen Werten war die Spannung noch nie. Ich hatte ja einmal ein Gesetz zu formulieren versucht, das die Grösse dieser Spannung als massgebend für die Intensität der Konjunktur angezeigt hatte. Je niedriger die Verzinsung ist, die die Spekulation von den Spitzenwerten der Konjunktur verlangt, desto stärker ist der Optimismus, desto grösser kann unter Umständen die Gefahr der Krise sein, wenn die Spekulation sich irrt.» (Siehe S. 572.)

Schon zwei Jahre früher, im September 1926, hatte sodann Somary auf die grossen Gefahren hingewiesen, die durch eine übermässige Kreditgewährung an die New Yorker Banken und damit an die New Yorker Börse nicht nur der amerikanischen Wirtschaft, sondern der gesamten Weltwirtschaft erwachsen waren. Die Hausse wurde dort nicht zuletzt durch die Zurverfügungstellung riesiger französischer Inflationsfluchtkapitalien ausgelöst (nach Somary sollen französischen Schätzungen zufolge mindestens 20 Milliarden Goldfranken ins Ausland und davon ein sehr grosser Teil an die New Yorker Börse gewandert sein). Verhängnisvoll wirkte sich sodann die an der Genueser Konferenz beschlossene Einführung des Goldexchange-Standards aus, die die europäischen Notenbanken veranlasste, riesige Guthaben in New York zu halten. Im September 1926 führte Somary an einem Vortrage folgendes aus: «Wenn sich doch nur der Rückzug der französischen Gelder und die Abkehr vom Goldexchange-Standard baldigst vollziehen würde, damit die grosse Flüssigkeit in New York und die Gefahr eines Effekten-Booms vermieden würde. Denn wenn sich die beiden Bewegungen erst während eines Booms oder gar mitten in einer amerikanischen Krise abspielen würden, so wäre der Umfang der Katastrophe für Europa nicht abzusehen. Für Europa wird sich daher die Notwendigkeit zur äussersten Vorsicht und Liquidität ergeben. Kein Aufbau auf Basis kurzfristiger Kredite, die von einem so unsicheren Gläubiger wie den U. S. A. gegeben werden und deren Entzug im schwersten Augenblick nur zu wahrscheinlich ist. Lieber möchte ich Drosselung der Staatsausgaben, langsamen Wiederaufbau von Banken und Industrie sehen als die Entwicklung einer Konjunktur- (hier = Aufstiegs-) Periode, an deren Ausgang Staatsbankerott und Bankenvernichtung stehen müssten. Beschränkt eure Ausgaben, junge Demokratien, macht möglichst wenig Investitionen, ihr Unternehmer und Bankiers. Wer dies nicht befolgt, wird übel dastehen, wenn die 7 Jahre vollendet sind, die Juglar einem Konjunkturzyklus gibt; denn diesesmal wird eine Krise nicht nur Rückgänge der Staatseinnahmen und Reduzierung der Dividenden bedeuten, sondern Bankerott, Bankerott im internationalen Zahlungsverkehr, in der innerstaatlichen Finanzwirtschaft und im Bankwesen, und die spätere Erholung wird für Europa schwerer sein als je nach einer Krise, von der wir gehört haben ¹⁾.»

Allein Somary fand kein Gehör; statt dass das Weltkapital, durch eine vernünftige, international wirksame Börsenkreditpolitik beeinflusst, sich von der Spekulation an der New Yorker Börse abgekehrt hätte, strömte es ihr in immer grösseren Beträgen zu. New York wurde der reichste Platz der Erde und zahlte

¹⁾ Somary, Die Ursachen der Krise, Tübingen 1932.

trotzdem die bei weitem höchsten Zinssätze für kurzfristiges Geld und zwar durch Monate und Jahre hindurch. In den Jahren 1928/29 standen den Effektenbrokern für Spekulationszwecke viele Milliarden Dollars zur Verfügung. Nach Kurz ¹⁾ stiegen sie von 6,4 Milliarden im November 1928 bis auf das Maximum von 8,5 Milliarden im September 1929. (Somary spricht gar von 12 Milliarden, scheint aber zu übertreiben.) Somary führt aus, dass die New Yorker Banken gegen eine Kommission von nur ½ % die Effektenkredite der ganzen Welt gegenüber garantierten, so dass man Dollarkredite auf absolut sicherer Basis der Börse gewähren konnte zu exzessiv hohen Sätzen. Die amerikanischen Banken und Kapitalisten konzentrierten ihr liquides Kapital im Call loan-Markt und zogen ihre Kredite aus Europa zurück; aber ausserdem wurden grosse Beträge europäischen Kapitals durch die ungewöhnlichen Zinssätze des Call market (10—14 %) angezogen. Mit Ausnahme der Bank von England waren unter den Geldgebern und damit den Finanziers der Spekulation wohl fast alle europäischen Notenbanken vertreten, eine merkwürdige Folgeerscheinung des Goldexchange-Standards. Nach Somary soll die New Yorker Börse 1928/29 (bis Oktober) ungefähr 15mal soviel Geld zu ihrer Verfügung gehabt haben wie im Zeitpunkt des grössten Booms der Vorkriegszeit.

Die magnetische Anziehungskraft des New Yorker Call markets hatte nach Somary zwei Konsequenzen: Das Steigen der Preise der führenden amerikanischen Industrieaktien drückte die Rendite auf ein Minimum herab; sodann verloren Anlagen in allen andern Teilen der Welt, besonders in Europa, an Anziehungskraft. «Wer sollte sein Geld in der europäischen Industrie anlegen, wenn er 10 % und darüber von den besten New Yorker Banken erhalten konnte? Zur gleichen Zeit, wo die amerikanische Industrie frisches Kapital in unbegrenzten Beträgen zu Sätzen unter 2 % an sich ziehen konnte (was zu einer ungeheuren Vermehrung der Produktionsanlagen führen und die Gefahr der Überkapitalisation und Fehlinvestierung stark erhöhen musste [d. Verf.]), mussten grosse europäische Industrien mindestens 9 % Debetzins entrichten; niemals in den beiden letzten Jahrhunderten war die Differenz zwischen Kapitalmarktzinsen in zivilisierten Ländern so gross wie seit 1928. Ich gehe geschäftlich gerne von einer Routine-Regel aus, dass es besser ist, Aktien zu verkaufen, wenn der Ertrag am Kurs gemessen niedriger ist als die Geldmarktrate und sie im umgekehrten Fall zu kaufen. Wachsen der Differenz zwischen Geldmarktrate und Aktienrendite zugunsten der Geldmarktrate ist stärkstes Krisensymptom. 1928/29 war der Ertrag auf die führenden amerikanischen Aktien unter 2 %, die Call rate 10—14 %. Diese Differenz konnte nur bei dauernder Aktienhausse aufrecht bleiben. Es grenzte an ein Wunder, dass die Aufwärtsbewegung bei solcher Spannung 1½ Jahre dauern konnte; aber ein noch grösseres Wunder bedeutete die Überraschung der New Yorker Banken (und der fünf amerikanischen Konjunkturforschungsinstitute [d. Verf.]) über den nachfolgenden Krach. Mit Verlusten von über 30 Milliarden \$ (bis im Dezember 1930, seither, aus dem Börsenindex zu schliessen, einem Vielfachen dieses Betrages) ward dort die Prosperity Period für lange Zeit beendet.» Und im Zeitalter engster weltwirtschaftlicher

¹⁾ Kurz, Die schweizerischen Effektenbörsen, Zürich 1931, 106.

Verflechtungen damit auch für Europa. Der Rückfluss der dem amerikanischen Effektenmarkte kurzfristig geliehenen Gelder in die Metallreserven der europäischen Notenbanken und in die Horte der privaten Kapitalisten in den Jahren 1931/32 bedeutete in der Tat einen «internationalen Deflationsprozess in nie erlebtem Ausmasse», wie ihn Somary im Januar 1930 vorausgesagt hatte, eine plötzliche Abkehr von dem durch die Genueser Konferenz von 1922 befürworteten, auch von Wulfsohn in der Lausanner Finanzrevue seit langem bekämpften Goldexchange-Standard (Golddevisenwährung statt reiner Goldkernwährung) und der durch ihn ermöglichten Kreditexpansion. Dies bedeutete Verstärkung des im übrigen durch Überkapitalisation und Überproduktion ausgelösten heftigen Preisfalles von der Geldseite her.

Aus den zitierten Ausführungen von Somary geht hervor, dass auch dem monetären und kreditären Faktor grosse Bedeutung an Aufschwung und Niedergang der letzten Jahre zukommt. Trotzdem sehe ich, im Gegensatz zu den Zirkulationskredittheoretikern, die in den Veränderungen auf der Geld- und Kreditseite die primäre Ursache der Konjunkturschwankungen erblicken, darin nicht die *causa efficiens*, wohl aber eine *causa movens*. Auch nicht «monetäre» Konjunkturtheoretiker, wie Saitzew, geben ohne weiteres zu, dass diesen Faktoren eine immerhin grosse Bedeutung zukomme. Ohne monomanisch in den Veränderungen auf der Seite des Geldes und Kredites die einzige Ursache der Konjunkturwandlungen zu erblicken, ist ohne weiteres einzusehen, dass man «durch währungs- und kreditpolitische Massnahmen, etwa durch Vermehrung und Verminderung des Geldumlaufs, durch Erweiterung und Restriktion des Kredites, durch Heben und Senken des Diskontsatzes usw. einen erheblichen Einfluss auf die Konjunktur, ja selbst darüber hinaus auf die Struktur der Wirtschaft ausüben kann. Nach den Inflationen und Deflationen der Kriegs- und Nachkriegsjahre, nach den schwarzen Freitagen des Herrn Reichsbankdirektors Schacht ¹⁾ und der deutschen Volkswirtschaft wird dies auch der Blinde sehen» (Saitzew) ²⁾. Es unterliegt keinem Zweifel mehr, dass mit jedem Konjunkturaufstieg eine Kreditexpansion, mit jedem Konjunkturabstieg eine Kreditrestriktion Hand in Hand geht, wobei die Börse eine sehr wichtige Rolle spielt, wie wir sehen werden. Wichtig, wohl beinahe so wichtig wie die Rolle der Notenemissionen und der Diskontpolitik der Notenbanken scheint mir die Rolle des Bankkredits zu sein; und doch wird ihr noch zu wenig Beachtung geschenkt. Selten auf einem Gebiet der Wirtschaft wirkt sich auch das Fehlen einer durch eine Zentrale geleiteten planmässigen Politik und das Anheimstellen an die naturgemäss ausschliesslich von Erwerbsmotiven geleitete Privatinitiative verhängnisvoller aus als in der Bankkreditgewährung. Eine Einordnung der Kreditpolitik der Banken in eine krisenprophylaktische und -therapeutische Konjunkturpolitik würde von ihnen eben verlangen, dass sie sich wie die Notenbanken in ihrer Währungs- und Diskont-

¹⁾ Die von den Berliner Grossbanken auf Ansuchen der Reichsbank angekündigte Börsenkreditrestriktion führte zur berühmten Börsenkrise vom 13. Mai 1927 (schwarzer Freitag). Es war ihr eine unsinnige Hausse vorausgegangen, die durch die plötzliche Ankündigung der Kreditrestriktion überaus schroff abgebremst wurde.

²⁾ A. a. O., S. 195.

politik in stark vermehrtem Masse von volks- und weltwirtschaftlichen statt von privatwirtschaftlichen Erwägungen leiten liessen.

Der Bankkredit ist deswegen von so grosser Bedeutung für die Konjunktur, weil es möglich ist, ihn über das durch die vorhandenen Zirkulationsmittel gesteckte Mass hinaus auszudehnen, nicht nur sachlichen Bankkredit (Mises), sondern darüber hinaus auch fiduziären, lediglich auf das Vertrauen in die Einhaltung der gegebenen Zahlungsverprechen gegründeten Kredit zu gewähren. Der sachliche Bankkredit kommt in der Regel der Fälle in der Weise zustande, dass die Sparer ihre ersparten Einkommensteile, welchen in der Wirtschaft vorhandene Naturalgüter entsprechen, in Geldform einer Bank gegen deren Rückzahlungsverprechen anvertrauen (Passivgeschäft der Bank); die Banken verleihen sodann die ihnen anvertrauten Zirkulationsmittel weiter an ihre Klienten oder sie verwenden sie zum Ankauf von Effekten und dergleichen (Kreditvermittlung: Aktivgeschäft der Bank). Der fiduziäre Kredit hingegen beruht zunächst nicht auf solcher sachlichen Grundlage, es liegt hier vielmehr eine einseitige Vermehrung der Zirkulationsmittel vor. Wie durch Vermehrung bloss fiduziär gedeckter Noten das Bargeld, so kann durch bloss fiduziären Bankkredit die Menge des Bankkredites vergrössert werden, ohne dass diesen beiden Vermehrungen der Umlaufmittel gleichzeitig eine Vermehrung der realen Güter entspräche. Davenport und Philips, die amerikanischen Vorkämpfer der Depositenschaffung durch die Kreditbanken, hatten zwischen Kreditausweitung durch die einzelne Bank und Ausweitung durch das ganze Banksystem unterschieden; Davenport schreibt der einzelnen Bank die Möglichkeit zu, auf Grund der Ausdehnung der Kassa um 100 ihre Depositen um 125 zu erhöhen, was dann, im ganzen Banksystem angewendet, eine Vervielfachung der Depositen gegenüber der Kasse zur Folge habe. Nach den von Somary¹⁾ als am verlässlichsten bezeichneten amerikanischen Erhebungen und den Ausführungen von Gouverneur Strong in der Stabilisierungsenquête bedeutet in der Union das Einströmen von Notenbankmitteln in den Kreditbankverkehr eine vier- bis fünffache Ausweitung. Nach Böhler²⁾ konnten die Mitgliedbanken des Federal Reserve Systems in der Zeit von 1925—1927 auf Grund einer Goldeinfuhr von nur 218 Millionen Dollar ihre Kredite um 3 Milliarden Dollar, also sogar weit mehr als um das Zehnfache, erweitern, ohne die Notenbank im geringsten in Anspruch nehmen zu müssen, da deren Kredite in der gleichen Zeit nur um 7 Millionen gestiegen, also praktisch gleich geblieben sind, ein Beweis für die Kreditschöpfungsmacht der Kreditbanken und für deren recht weitgehende Unabhängigkeit von der Notenbank und ihrer Diskontpolitik. Die Kreditgewährung ist also nicht an ein starres Mass gebunden, sondern dehnbar, dies immerhin nur innert gewisser Grenzen. Die Kreditgewährung hängt im wesentlichen ab:

- a) vom Quantum der verfügbaren liquiden Mittel der Bank;
- b) von der (Vertrauenswürdigkeit des Kreditnehmers und der von ihm) beizubringenden Sicherstellung;

¹⁾ Somary, Bankpolitik, Tübingen 1930, S. 68.

²⁾ Diskussionsvotum von Prof. Böhler, Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, Jahrgang 1928, 234.

- c) von der Qualität des vom Schuldner erlangbaren Kreditinstruments;
- d) von der durch *b* und *c* bedingten Reliquidierbarkeit bzw. Raschheit der Einbringlichkeit des gewährten Kredites.

Diese Momente haben keine absolute, sondern nur relative, nach Zeit und Umständen wechselnde Bedeutung. Es sei diesbezüglich auf die Ausführungen von Reisch ¹⁾ hingewiesen.

Besonders wichtig für das Mass der von den Kreditbanken gewährten Kredite und mit der Konjunktur starken Schwankungen unterworfen ist die durch die Sicherstellung dargebotene Kreditbasis. Bankkredite werden im allgemeinen lediglich gegen Sicherstellungen gewährt, die jedoch nur in beschränktem Umfange verfügbar sind. Als solche Sicherstellung dienen vielfach — unmittelbar oder mittelbar — Effekten. Während einer Börsenhausse können nun Effekten in viel weiterem Umfange zur Sicherstellung von Bankkrediten herangezogen werden als in ruhigen Zeiten, und sie werden es auch. Während der Kapitalist in ruhigeren Zeiten sich auf eine Umwandlung seiner Dauerersparnisse in Effekten beschränkt und von einer erheblichen Inanspruchnahme von Kredit zu weiteren Effektenkäufen Abstand nimmt, nutzt er in Haussezeiten seine Kreditbasis, die durch das Steigen der Kurse ohnehin stark erweitert wird, gelegentlich bis zur letzten Grenze ihrer Kapazität aus, was ihm durch eine allzu willfährige, lediglich durch das Gewinninteresse diktierte Kreditpolitik der Banken, namentlich der kleinen Spekulationsbanken und Börsenagenten, die sich ihrerseits wieder an die Grossbanken halten, ermöglicht wird. Das vermehrte und höher bewertete Angebot von Effekten als Sicherstellung in Haussezeiten ermöglicht mithin eine ziemliche Erweiterung der Kreditgewährung in der Form von Lombard- oder mit Effekten unterlegten Kontokorrentkrediten. Wir haben gesehen, dass den New Yorker Effektenbrokern in den letzten Haussejahren bis zu 8½ Milliarden Dollars für Spekulationszwecke zur Verfügung gestellt wurden und wie dadurch eine ganz und gar unsinnige Hausse erst ermöglicht wurde, die eine entsprechend bittere Baisse unweigerlich zur Folge haben musste, die die Börsen der ganzen Welt mit sich zog. Für schweizerische Verhältnisse geben die von den schweizerischen Grossbanken gewährten Lombardvorschüsse und Reports ein Bild von der Ausdehnung der Spekulation. Diese stiegen von 119 Millionen Franken Ende 1926 auf 223 Millionen Franken Ende 1927 ²⁾. Zu Ende des Spekulations- und Haussejahres 1926 betragen die von den sechs Berliner Grossbanken gegen Börsenwerte gewährten Reports und Lombarddarlehen 718 Millionen Reichsmark, während sie Ende 1925 nur 121 Millionen Mark betragen hatten ³⁾. Da der Umschlag dieser Spekulationskapitalien ausserordentlich rasch erfolgt (die Brokern an der New Yorker Börse schlagen nach Somary [Bankpolitik, S. 44] in einigermaßen lebhaften Zeiten ihre Konten zweihundertmal im Jahr um), kann die hausesstimulierende Wirkung vermehrter Börsenkredite ausserordentlich stark sein; dementsprechend stark ist auch die kurssenkende

¹⁾ Prof. Dr. R. Reisch, Präsident der Österreichischen Nationalbank, Über das Wesen und die Wirkungen der Börsenkredite, Bankarchiv, vom 1. Februar 1929, S. 158.

²⁾ Quelle, Statistische Mitteilungen der Schweizerischen Nationalbank, sowie Hermann Kurz, Die schweizerischen Effektenbörsen, Zürich 1931, S. 104.

³⁾ W. Prion, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Sammlung Göschen 1016, S. 62.

Wirkung einer Börsenkreditrestriktion oder auch nur deren Ankündigung, wie der Berliner schwarze Freitag (13. Mai 1927) zur Genüge gezeigt hat.

Was nun die Reliquidierbarkeit oder Raschheit der Wiedereinbringlichkeit der gewährten Lombardkredite betrifft, so hängt diese von den obwaltenden Verhältnissen ab. In ruhigen Zeiten, in welchen an sich wenig Lombardkredite, und diese nur auf Grundlage besonders marktgängiger Effekten bestehen, gelten Lombardkredite mit Recht als besonders liquide und sichere Anlagen. Ganz anders dagegen in Zeiten übertriebener Börsenhaussen. «In diesen ist nicht nur das Quantum der belehnten Effekten ein unvergleichlich grösseres, sondern auch die Qualität der belehnten Effekten — vom Standpunkte ihrer Marktgängigkeit gesehen — eine viel schlechtere. Ein plötzlicher Umschlag der Börsenstimmung löst nunmehr mit einem Male massenhafte Exekutivverkäufe aus; des weiteren erschwert die geringere Marktgängigkeit vieler belehnter Effekten die Verkäufe, die sich vielfach als überhaupt unmöglich herausstellen, in welchen Fällen sodann die Möglichkeit der Beschaffung flüssiger Mittel für den Kreditgeber gänzlich entfällt. Soweit Verkäufe noch möglich sind, erweisen sich oft selbst vorsichtig bemessene Margen — die gerade in Haussezeiten selten sind — als ungenügend, so dass die aushaftenden Lombarddarlehen nicht restlos hereingebracht werden können.» (Reisch¹⁾.) Als besonders verhängnisvoll erweist sich mit-hin die zu hohe Belehnung der zu Spekulationszwecken in Haussezeiten lombardierten Effekten. Würden dagegen sämtliche Banken, auch die kleinen Banken und Börsenagenten, nach dem Vorschlage Prions²⁾ bei Effektenankäufen nur 40—50 % des Kurswertes als Einzahlung fordern, so würde dies eine sehr bedeutende Gesundung des Wertpapiergeschäfts bedeuten; sowohl Hausse als auch Baisse würden dadurch eine Milderung erfahren; vor allem wäre der Baisse der Druck der Exekutivverkäufe genommen. Freilich würde durch eine derartige Reform die Marktgängigkeit der Titel einbüßen, und damit wäre ein Rückgang der Börsentransaktionen verbunden, wie Hermann Kurz³⁾ betont. Ein derartiger Rückgang der Transaktionen wird nun von den interessierten Börsenfachmännern stets als ein grosses Unglück angesehen, begreiflicherweise; denn die Möglichkeit, Spekulationsgewinne aus Differenzgeschäften zu machen, verringert sich mit sinkenden Umsätzen; ebensowenig ist dem Provisionsinteresse der Banken mit sinkenden Umsätzen gedient; doch sind diese interessehaften Hintergründe einer Argumentation, die einer eifrigen Förderung der Spekulation durch Bankkredit zwecks Umsatzsteigerung das Wort redet und sich gern hinter volkswirtschaftlich sein sollenden Argumenten verbirgt, nicht stichhaltig. Richtig an den volkswirtschaftlich sein sollenden Argumenten ist so viel, dass durch das Eingreifen der Berufsspekulation, das seinerseits durch die Börsenkredite ermöglicht wird, die Marktfähigkeit der gehandelten Papiere erhöht und insbesondere auch die Unterbringung von Neuemissionen erleichtert wird; an einer «starken» Börse können

¹⁾ Reisch, a. a. O., S. 159.

²⁾ Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., München und Leipzig 1929, S. 86.

³⁾ Kurz, Die Schweizer Effektenbörsen, Zürich 1931, S. 94.

in sogenannten «normalen» Zeiten auch sehr grosse Aktienpakete dank dem Eingreifen der Berufsspekulation ohne allzu grosse Verluste untergebracht und es kann dort auch über das in der Volkswirtschaft vorhandene Sparkapital hinaus Kredit gewährt werden. Doch liegt darin auch eine grosse Gefahr. Insoweit der Kapitalumschlag tatsächlich legitimen Bedürfnissen der Produktion und der Zirkulation dient, ist auch seine Erleichterung durch das Eintreten der Spekulation volkswirtschaftlich gerechtfertigt und wünschenswert. In Tat und Wahrheit aber ist der Börsenhandel in Zeiten übertriebener Haussen ausgedehnt weit über dies durch legitime Bedürfnisse der Produktion und des Handels gesetzte Mass hinaus. Schon Heinrich Bachmann¹⁾ hat festgestellt, dass für ein tatsächlich in Betracht zu ziehendes Material von vielleicht 400 Millionen der Terminumsatz auf dem Aktienmarkte nicht weniger als 58.000 Millionen im Jahr, d. h. das 145-fache, betrug. Man darf wohl allgemein feststellen, dass der Börsenhandel, insbesondere in Spekulationspapieren, weit über das wünschenswerte Mass ausgedehnt ist; die Börse wäre der Volkswirtschaft weitaus nützlicher, bliebe sie einigermassen beschränkt auf die notwendigen, effektiven Umsätze. Zur Rechtfertigung der Spekulation und insbesondere des umsatzsteigenden Terminhandels wird sodann das alte, vom Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes in seiner Denkschrift von 1903 in die Welt gesetzte Märchen von der berühmten wichtigen Preisbildung durch das Mittel der Spekulation, insbesondere durch den Terminhandel, immer wieder verkündet, trotzdem die Behauptung, dass durch die Spekulation und insbesondere durch den umsatzsteigernden Terminhandel eine bessere, d. h. dem inneren Wert der Aktien besser entsprechende Preisbildung ermöglicht werde, durch die Wissenschaft, durch Heinrich Bachmann, Lansburgh und namentlich Prion längst widerlegt worden ist²⁾. Bachmann¹⁾

¹⁾ Bachmann, H., Die Effektspekulation, Zürcher Dissertation 1898, S. 44.

²⁾ Von am Terminhandel interessierter Seite, so vom Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, wurde und wird demselben immer wieder der Vorzug angedichtet, dass er eine bessere Preisbildung gewährleiste. Im Kassageschäft sei gewöhnlich die Kursbildung weniger gut, weil auf dem kleinen Markt Angebot und Nachfrage nur gelegentlich und zufällig zusammentreffen. Infolgedessen müssten hier Kursausschläge nach oben und unten eintreten; die Kursbildung verlaufe im ganzen unregelmässig und weniger gut. Anders dagegen im Terminhandel. Hier verbürge der grosse Markt eine stete Kauf- und Verkaufsgelegenheit; die grosse Masse der Terminkäufer und -verkäufer Sorge für die Herausbildung des richtigen Preises. Infolge der zahlreichen und fortlaufenden Abschlüsse treten im Terminhandel an Stelle der grossen Kurssprünge kleine Kursveränderungen. Vor allem sei es die Baissepekulation, die durch ihre Blankoabgaben übertriebenen Kurssteigerungen einen Riegel vorschiebe, bei Kursenkungen aber durch die folgenden Deckungskäufe «fallschirmartig» wirke, d. h. den Kurssturz verhindere. Schon A. Lansburgh, der bekannte Herausgeber des Archivs «Die Bank», weist dem Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes aus «gewissen Widersprüchen in seiner Denkschrift, die deutlich die nachträglichen Korrekturen erkennen lassen», nach, «welche Zahlenakrobatik getrieben werden musste, damit die Statistik das gewollte Ergebnis lieferte und die Überlegenheit des Termingeschäfts nachwies». (A. Lansburgh, Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, Stuttgart 1917.) Tatsächlich sei jedoch die Probe, welche die Praxis auf diese Theorie — des Kursausgleichs — gemacht habe, nicht immer zugunsten der berufsmässigen Börsenspekulation ausgefallen. Der Augenschein habe vielmehr gezeigt, «dass die Preisbewegung durch den umsatzsteigernden Börsenhandel in vielen Fällen nicht beruhigt, sondern im Gegenteil weder seinen Zweck der Erzeugung einer ständigen Kursgleichmässigkeit, noch der Preisnivellierung erfüllt hat» (S. 11/12), und weiter: «dass es Umstände gibt, unter denen

hat festgestellt, dass wir «die berühmte wichtige Preisbildung durch das Mittel der Spekulation» nur dort finden, wo die Spekulation die natürlichen Grenzen nicht übersteigt, wo sie im wesentlichen beschränkt bleibt auf das anlage-suchende und kapitalsuchende Publikum. Weshalb die Konkurrenz der allein

das berufsmässige Effektenhändlerturn, allen Theorien zum Trotz, seine spekulativen Umsätze nicht zum Vorteil, sondern zum Nachteil der Ausgleichsmöglichkeit und der Preisbildung zwischen die kapitalistischen Umsätze schaltet. Der Börsenpreis wird nicht selten erst durch ihr Eingreifen in eine extreme Richtung gedrängt» (S. 13). Auch Prof. Dr. W. Prion hat den einwandfreien, induktiven Beweis dafür erbracht, dass die Preisbildung bei den Terminpapieren sehr unregelmässig ist und mit dem inneren Wert der Aktien schlecht harmoniert. «Nicht nur, dass die Abweichungen vom inneren Wert zeitweilig oder immer gross sind, sondern auch in den Abweichungen selbst lässt sich keine Ordnung sehen; es herrscht anscheinend grösste Regellosigkeit.» «Vergleicht man die Preisbildung der Terminpapiere mit der der Kassapapiere, so kann die — besonders in der Zeit der Börsengesetzgebung von 1896 laut gewordene und bis zum heutigen Tage nachgesprochene — Behauptung, dass die Preisbildung im Terminhandel vollkommener sei als im Kassageschäft, nicht vor den Tatsachen standhalten. Das Gegenteil ist der Fall: in der Zeit von 1888 bis 1896 ist die Preisbildung der Kassapapiere besser gewesen als die der Terminpapiere.» (Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., München und Leipzig 1929, S. 183.) An anderer Stelle schreibt Prion: «Was die fallschirmartige Wirkung der Baisse-spekulation anlangt, so lehrt die Beobachtung der tatsächlichen Kursgestaltung, dass diese Behauptung, die Deckungskäufe verhindern den Kursrückgang, nicht zutrifft, auch gar nicht zutreffen kann. Denn sobald sich die ersten Anzeichen einer Panik einstellen, tun die Baissiers das Gegenteil: sie verkaufen, und ihre Blankoabgaben verstärken den allgemeinen Kursrückgang. Erst viel später, wenn die Kurse nicht mehr weiter sinken können, folgen die Deckungskäufe, die den Kursen einen Halt geben. Diese Vorgänge haben sich bei allen Börsenkrisen wiederholt.» (Prion, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Sammlung Göschen 1016, Berlin und Leipzig 1930, S. 102.) Auch in der in derartigem Ausmasse noch nie dagewesenen Börsenbaisse von 1931/32 ist alles weniger als eine fallschirmartige Wirkung der Baisse-spekulation festzustellen, wohl aber ein Schüren und gewissenloses Ausnutzen der Massenpsychose durch dieselbe, um daraus Gewinn zu ziehen. Siehe Börsenbericht in der Abendausgabe der N. Z. Z. vom 30. Mai 1932: «Ohne Bedenken wird darauflos verkauft — mit Vorliebe auf Termin — und dadurch die bestehende Angstpsychose vergrössert.» Daraufhin wurde in der N. Z. Z. Nr. 1070 die zeitweise Sistierung des Effekterminhandels postuliert, die an der Zürcher Börse vom 21. September bis 17. November 1931 verfügt worden war und sich gut bewährt hatte. «Der Wert-schriftterminhandel hat in der heutigen, überaus kritischen, nervösen und allen mit Vorbedacht ausgestreuten, schwarzseherischen Argumenten zugänglichen Zeit keine Berechtigung mehr, er zielt nur darauf ab, aus den ohnehin trüben Verhältnissen Kapital zu schlagen und den Eigennutz zu befriedigen.»

Auf diese Ausführungen über die Terminalspekulation wird man mir mit Recht entgegnen, dass auch die ausschliessliche Kassaspekulation, wie sie an der New Yorker Börse gehandhabt wird, keineswegs eine grössere Kursstabilität zu garantieren vermocht hat; im Gegenteil, an der New Yorker Börse stellen sowohl Hausse als auch Baisse der letzten Jahre ganz besonders grosse Übertreibungen dar (siehe Tab. 1). Darauf ist zu entgegnen, dass der New Yorker Kassahandel in Wirklichkeit vielfach ein verstecktes Termingeschäft darstellt, dann nämlich, wenn der Spekulationskredit sich einschaltet. A. Lansburgh ist denn auch der Ansicht, es sei ebenso falsch, dem Terminhandel preisnivellierende Eigenschaften anzudichten, wie ihm umgekehrt eine Tendenz zur Preisfälschung oder Erzeugung lebhafter Kursschwankungen nachzusagen (a. a. O. S., 28). In Wirklichkeit komme es weit weniger auf die technischen Formen als auf den geschäftlichen Inhalt an. Jedes spekulative Geschäft könne sich sowohl im Terminhandel als auch in der Kassaform betätigen. Es sei nur erforderlich, dass sich der Kredit einschalte. «Der Kredit uniformiert die Börsengeschäfte, wenn auch nicht in ihrer handelsrechtlichen Erscheinungsform, so doch in ihrem wirtschaftlichen Sinn und Effekt in solchem Grade, dass der Spekulant kaum etwas von den grundsätzlichen Verschiedenheiten in der Behandlung und Durchführung

tatsächlich Beteiligten zur richtigen Preisbildung nicht genügen solle, darauf gibt keiner der eifrigsten Anhänger der ausgebildeten Termispekulation, der schwebenden Spekulation, des Börsenspiels, die geringste Aufklärung. Schon Bachmann¹⁾ hat die sehr interessante Feststellung gemacht, dass zu seiner Zeit die Provinzbörsen weit mehr Gewähr für eine richtige Preisbildung boten als die grossen. Die Provinzbörsen zeigten eine fast vollkommene Unabhängigkeit von der Tendenz der grossen Börsen und vom Geldmarkt und demgemäss eine viel grössere Stabilität. Auch Edmund Veesenmayer²⁾ stellt für die neueste Zeit fest, «dass das Vorhandensein von Provinzbörsen eine gewisse Konsolidierung des Marktes gegenüber einer zu weitgehenden Börsenkonzentration bedeutet, denn kaum irgendwo sei die Möglichkeit grösser, dass sich Hausse und Baisse überspannen und zu einer Krise führen, als gerade bei einer ausgesprochenen Zentralisation des Börsengeschäftes». Diese Feststellungen decken sich mit der von mir gemachten, wonach die nicht kotierten Aktien (meist kleinere Unternehmungen) im allgemeinen eine viel grössere Stabilität und Widerstandsfähigkeit aufweisen als die kotierten. Mit Bachmann bin ich der Ansicht, dass die geringeren Schwankungen an den kleineren Börsen natürlich nicht Folge der geringeren Ausdehnung der Börse sind, wohl aber Folge der dort herrschenden geringeren volkswirtschaftlich unberechtigten Spekulation, mit deren allmählicher Abnahme eben die Einwirkung des Spiels auf die Preisbildung abnimmt. Daneben darf freilich nicht übersehen werden, dass die Kotierungen der Provinzbörsen und die ausserbörslichen Notierungen vielfach nur nominelle sind; die Aktien sind daher praktisch vielfach unverkäuflich. Sie befinden sich meist in festen Händen, sind auch der Beeinflussung durch eine regulierende interessierte Instanz besonders leicht zugänglich. Wie dem auch sei, sicher ist, dass die der Spekulation entzogenen Aktienwerte ein Element der Stabilität in dem unruhigen Auf und Ab der Volkswirtschaft bilden und dass der Effektenkapitalismus ein für die Gesamtheit

der Geschäfte bemerkt.» (S. 25). «Der Kredit verwandelt das Kassageschäft in ein Surrogat des Zeitgeschäfts» (S. 31) (zitiert bei Prion, Die Preisbildung usw. S. 225). Auch Prion hat den Nachweis erbracht, dass das Kassageschäft im Verkehr des Publikums mit der Bank seinen eigentlichen Charakter als Kassageschäft, d. h. als Bargeschäft, verloren hat. Ebenso, dass das Kassageschäft an der Börse auf dem Wege der Geldbeschaffung mittels des Lombardgeschäfts erfüllt werden kann und dass es auch im Kassageschäft eine Baissespekulation auf dem Wege des «Kassafixens» gibt; er sieht aber doch gewisse prinzipielle Unterschiede börsentechnischer Natur zwischen dem Kassageschäft und dem Termingeschäft: «Die fehlenden Einrichtungen der Liquidation und Prolongation verhindern, selbst wenn im einzelnen Geld und Stücke leihweise beschafft werden können, dass das Kassageschäft ein eigentliches Termingeschäft darstellt; ohne diese Einrichtungen wird das Kassageschäft höchstens zu einem entarteten Kassageschäft.» (S. 225/26.) Insofern stimmt aber auch er Lansburgh zu, dass für die Frage, in welcher Weise diese Geschäftsformen auf die Preise einwirken, immer auch Umfang und Art der den Spekulanten zur Verfügung stehenden Kredite von entscheidender Bedeutung sind, und mir scheint, dass der Hebel hier angesetzt werden müsste, und zwar nicht erst, wenn die Börse auf dem Tiefpunkt angelangt ist und die Panik eine derart allgemeine und grenzenlose ist, dass alle Mittel umsonst sind, sondern schon in den Haussejahren, um Übersteigerungen des Kursniveaus zu verhindern.

¹⁾ Bachmann, a. a. O., S. 44.

²⁾ Gunzert, Benning, Veesenmayer, Effektenbörse und Volkswirtschaft, Jena 1929, S. 259.

der Produzenten und Verbraucher, wie namentlich auch der Anlagekapitalisten selber, die nicht nach Differenzgewinnen, sondern nach wertbeständigen Anlagen trachten, bei weitem erträglicheres Gesicht bekäme, wenn dieses Element der Stabilität eine Erweiterung erfahren würde. Denn das durch die Börse geförderte Auf und Ab der Hausse und Baisse am Effektenmarkt bedeutet auch eine starke Verschärfung der Konjunkturschwankungen, denen die produktive Wirtschaft unterworfen ist. Entgegen einer in Kreisen der Praktiker weitverbreiteten Meinung liegen die Gefahren und Schäden, welche übermässige Kredite an die Börse bewirken, wie auch Reisch betont, weit weniger in der Möglichkeit einer hierdurch bewirkten Schmälerung der industriellen Kredite (immerhin besteht auch diese Möglichkeit und verdient alle Beachtung, da nach Reisch die Börse einen Spezialmarkt bildet, an dem das Spekulationskapital kürzere oder längere Zeit gebunden bleibt, ehe es der produktiven Wirtschaft zuströmt) als vielmehr darin, «dass der Börse in Haussezeiten Kredite zur Verfügung gestellt werden, welche ihrer wirtschaftlichen Natur nach für Effektenkäufe überhaupt ungeeignet sind. Für Effektenkäufe (soweit sie nicht rein spekulativer Natur sind und daher nur in beschränktem Umfange gerechtfertigt erscheinen) sollen nur Dauerersparnisse verwendet werden; deren gibt es zur Befriedigung der überschäumenden Expansionsbestrebungen während der Hausse zu wenig, weshalb auf kurzfristige Kredite und auf fiduziären Kredit gegriffen wird. Dies hat schon wiederholt zu volkswirtschaftlich schädlichen Verschiebungen in der Güterverwendung nach der Richtung übergrosser Investitionen bzw. zu Inflationserscheinungen und zur Krise geführt»¹⁾, eine Gefahr, die natürlich auch in den Haussejahren 1926—1929 bestand, wie Reisch damals sehr richtig erkannte, wie denn auch jede Krise und Depression zum grössten Teil auf die Fehlhandlungen, die in den Haussejahren begangen wurden und auf die Unterlassungen jener Zeit zurückzuführen sind, die die übertriebene Hausse auslösten, förderten oder zumindest nicht hinderten. Die deutsche Wirtschaft ist ein Beispiel dafür, wie mittels kurzfristigen und fiduziären Kredits der Produktionsapparat in den Jahren 1926—1929 auf ein unvernünftiges Mass aufgebläht wurde. Die Ruhrkokereien beispielsweise haben nach Saitzew in diesen Jahren nicht weniger als 300 Millionen Mark investiert, nicht etwa, weil die Produktion zu klein war, sondern einzig, um die Kartellquoten zu erhöhen. Heute ist die Produktionskapazität zu nur noch 20 % ausgenützt. Der deutsche Produktionsapparat ist heute zu durchschnittlich mindestens 50 % seiner Kapazität stillgelegt, während die hochverzinslichen Kapitalien verzinst und amortisiert werden sollten, was natürlich nicht mehr möglich ist. Auch Prof. Arthur Spiethoff, der bekannte Krisentheoretiker, ist der Ansicht, dass die Börsenkredite von verhängnisvollem Einfluss sind auf die Konjunktur. Nach ihm wird das Bild von der Bilanz eines gegebenen Kapitalmarktes verfälscht, wenn die Banken auf dem Umwege über die Börsenkredite neue Wertpapiere mit Hilfe ihrer eigenen Kredite unterbringen; desgleichen bieten nach ihm die sich bildenden Kurse, insoweit sie von den volkswirtschaftlichen Kapitalverhältnissen abhängen, kein richtiges Bild, wenn der Kursstand abhängig ist von den Börsenkrediten der Banken. Aus dieser Erwägung heraus

¹⁾ Reisch, a. a. O., S. 161.

stimmte er in der Frankfurter Zeitung vom 12. Mai 1927 der Reichsbankleitung zu, die Börsenkrediten abgeneigt war und deren Einschränkung wünschte. «Eine volkswirtschaftliche Tat» seien die Börsenkredite keineswegs.

Des weitern ist das Auf und Ab der Börse, das namentlich bei den Aktienkursen zu Übertreibungen führt, von enormer Bedeutung für die Gesamtkonjunktur, weil damit ein Grossteil der Kreditinstrumente für Bankkreditgewährung und darüber hinaus auch für die private Kreditgewährung starke Schwankungen in der Einschätzung erleidet. Jeder Stoss, den die Börse erfährt und der möglicherweise nur durch eine im Rahmen des Gesamtkreditvolumens einer Volkswirtschaft quantitativ ganz geringfügige Änderung des Ausmasses der Börsenkreditgewährung an die Spekulation begründet sein kann, teilt sich mithin der gesamten produktiven Wirtschaft in ganz grosser Verstärkung mit, ähnlich wie ein Lautsprecher die empfangenen schwachen Wellen verstärkt und mit Stentorstimme in die Welt hinaus brüllt. Denn nicht der sogenannte innere Wert der Papiere, der gebildet wird aus dem Rentabilitätswert unter Berücksichtigung der Sicherheit einerseits, dem Liquidationswert anderseits, sondern der Börsenkurs, der zwar auch von obigen objektiven Faktoren, darüber hinaus aber von dem Ausmass der Börsenkreditgewährung und von spekulationspsychotischen Massentimmungen aufs schwerste beeinflusst wird, ist massgebend für das Ausmass der Bankkreditgewährung. Daher wächst oder schrumpft die volkswirtschaftliche Kreditbasis in ähnlicher Weise, wie die Gesamtheit der Effektenkurse steigt oder fällt. Und da die Börse schwer übertreibt, sind auch die Schwankungen, die die produktive Wirtschaft erleidet, bedeutend stärker, als sie in einer börsenunabhängigeren Wirtschaft sein müssten. Die Folge ist, dass Überkapitalisation und Fehlinvestition dank der Möglichkeit der Gewährung fiduziären Kredits in der Haussezeit gefördert werden; in der Depressionszeit muss dann wieder die Dekapitalisation der Fehlinvestitionen erfolgen. Darüber hinaus erleiden auch volkswirtschaftlich vollauf berechnete Unternehmungen, die im Grunde gesund sind, die keine Fehlinvestitionen repräsentieren, aber vielleicht illiquide geworden sind, infolge der Einschrumpfung ihrer Kreditbasis häufig eine schwere Beeinträchtigung, während zu gleicher Zeit in den Kassen der Banken unproduktive Geldvorräte sich häufen und die Sichtguthaben sich mehren, teils weil der Bedarf nach Betriebs- und Anlagekredit infolge des Rückgangs der Produktion und Zirkulation sich tatsächlich sehr stark verringert hat, teils weil bei Zugrundelegung der tiefen Börsenkurse die Kreditwürdigkeit oft tatsächlich, oft auch nur scheinbar verringert ist, teils, weil die Banken genötigt sind, wegen des in pathologischer Weise sinkenden Vertrauens (siehe Sturm auf die Volksbank), wofür die Börsenkurse einen Barometer abgeben, auf stark vermehrte Liquidität zu achten.

Gleichzeitig hat das starke Steigen und Sinken der Börsenkurse von der Konsumseite her verhängnisvolle Wirkungen auf die Produktion. Die Haussegewinne kommen z. T. der berufsmässigen Spekulation, zum Teil auch dem weiteren Publikum zugute. Da sie sich auf ziemlich breite Schichten verteilen (infolge starker Teilnahme des Publikums) wird davon auch ein erheblicher Teil der Konsumtion zugeführt, was Preissteigerung bewirkt und dadurch die ohnehin schon ungesunde Tendenz zum zu starken Ausbau der Produktionsanlagen ver-

stärkt. In den Baissezeiten aber erleidet gerade das Publikum die stärkste Einbusse; denn die frühzeitig und besser informierte Berufsspekulation und das Grosskapital wechseln in der Regel rechtzeitig die Position und nehmen als Baissepartei gegen das Publikum Stellung, nachdem sie dem «guten dummen Publikum», sehr häufig gerade den Kleinkapitalisten, die Aktien zu höchsten Kursen angehängt haben, in der Art, dass Sombart geradezu davon sprechen kann, die Hausse diene im Effekt recht eigentlich dazu, die Taschen des «Publikums» von Zeit zu Zeit, gerade dann, wenn sie sich eben wieder gefüllt haben, zu leeren und einen beträchtlichen Teil des Volksvermögens den wohlhabenderen Kreisen zuzuführen¹⁾. Diese weiten Kreise des Publikums sehen sich in der Baissezeit in ihrer Konsumfähigkeit, soweit diese sich auf Vermögenskonsum gründete, aufs schwerste beeinträchtigt. Überdies, und dies ist volkswirtschaftlich noch verhängnisvoller, verwenden sie häufig eine grössere Quote des überdies meist ohnehin verminderten Einkommens zur Vermögensbildung, um die Börsenverluste wenigstens teilweise wieder einzuholen, und vermehren damit die bereits im Übermass vorhandenen kurzfristigen Bankdepositen, für die sich keine Anlage mehr finden lässt, oder sie füllen gar den Sparstrumpf, statt ihre Kaufkraft wirksam werden zu lassen. Wenn wir bedenken, dass die Börsenverluste zu einem grossen Teile nur fiktive sind, gleich wie die Börsengewinne der Haussezeiten zu einem erheblichen Teil nur fiktive waren, so sehen wir, dass von der Börse her der Wirtschaft das einmal eine ungesunde, auf zum Teil fiktiven Gewinnen beruhende Kaufkraftvermehrung und damit ein ungesunder Ausbau der Produktionsanlagen auferlegt wird, das anderemal eine bedeutende Kaufkraftminderung und damit Konsumeinschränkung, die nicht verfehlt, sich in der Produktion ungünstig auszuwirken, eine Konsumeinschränkung, die nicht durch reale Notwendigkeiten, etwa durch Warenmangel, bedingt wäre (ganz im Gegenteil, die Menschheit verhungert ja bekanntlich bei überfüllten Scheunen, und es gibt kaum einen Artikel, der von den Produzenten nicht mit Freuden in doppelter und dreifacher Menge hergestellt wird), die aber nicht verfehlt, die tatsächliche Konjunktur in sehr wesentlichem Masse zu verschlechtern. Da die riesigen Baissepekulationsgewinne sich meist auf relativ wenige Berufsspekulanten verteilen (das «Publikum» beteiligt sich sozusagen nie an der Baissepekulation, sondern lediglich an der Haussespekulation), die nur einen relativ kleinen Teil dieser grossen Gewinne dem Konsum zuzuführen überhaupt in der Lage sind, wird der Konsumausfall von dieser Seite her nur zu einem verschwindend kleinen Teil ausgeglichen.

Die durch Börsenhausse und -baisse ausgelösten Vermögensverschiebungen sind, wie aus obigem hervorgeht, auch von ganz erheblicher mittelstandspolitischer Bedeutung. Wertvolle Volksteile werden zugunsten von oft sehr viel weniger wertvollen durch den Mechanismus von Hausse und Baisse periodisch weitgehend expropriert.

War bis dahin von den Fehlwirkungen der Börsenkredite und der spekulationsanregenden Wirkung, die sie erzielen, sowie von den ungünstigen volkswirtschaftlichen Auswirkungen übersteigter Börsenhausse und -baisse die Rede, so sei nunmehr der Rolle des direkt, ohne Umweg über die Börse der produktiven

¹⁾ Werner Sombart, Die deutsche Volkswirtschaft im 19. Jahrhundert, 1923, S. 199.

Wirtschaft zufließenden Bankkredits sowie der Auslandsanleihen mit einigen Worten gedacht, um darzutun, dass auch bei dieser Kreditleitung dem Privatbanksystem Kapitalfehlleitungen passieren, die mitverantwortlich sind für die gegenwärtige wie für die vergangenen Wirtschaftsdepressionen.

Der eingangs erwähnten, von Saitzew vertretenen Disproportionalitätstheorie ist zu entnehmen, dass die in Krisenzeiten zutage tretende Disproportionalität der Produktion Hauptursache der hochkapitalistischen Krisen ist. Diese hat ihrerseits ihre Ursache in der Vergrößerung der kapitalistischen Produktionsumwege, der dadurch geschaffenen Unübersichtlichkeit des Marktes und dem aus diesem Grunde erfolgenden, zu starken Ausbau der Industrien der Güter des reproduktiven Konsums in den Haussejahren. Da dieses selbe Geschehen sich nun seit 1825 alle 6—10 Jahre wiederholt, hätte man annehmen können, dass die Wirtschaftsführer, insbesondere die Bankleiter, daraus gewisse Lehren gezogen hätten. In der Tat, nichts läge näher, als durch eine vernünftige, von volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten ausgehende, nicht nur quantitative, sondern auch qualitative Kreditpolitik einem zu einseitigen Ausbau der unteren Stufen, der Industrien der Güter des reproduktiven Konsums, der Kohlen- und Eisenerzgruben, Hochöfen und Maschinenfabriken, die immer zuerst und am heftigsten der Krise ausgesetzt sind und die andern mitreißen, in den Haussejahren entgegenzutreten, dafür die oberen Stufen mehr auszubauen und dadurch eine gegenseitige Anpassung ihrer Kapazitäten zustande zu bringen. Jedoch nur die Theorie kennt diese Lösung. Die praktischen Schwierigkeiten, die sich einer derartigen Kreditpolitik entgegenstellen, schildert Saitzew wie folgt: «Die solidesten, besten, kapitalreichsten und kreditfähigsten Unternehmungen findet man überwiegend auf den Stufen der sogenannten Schwerindustrie, der Industrien der Kohle, des Eisens, des Stahles, der Maschinen usw. Und diesen sollte man also im normalen Aufstieg den Kredit verweigern oder wesentlich verteuern, während man den anderen, den Industrien der oberen Produktionsstufen, billigen Kredit zur Verfügung stellen sollte? Wie soll das eine Bank machen, in deren Verwaltungsrat womöglich zahlreiche Vertreter eben dieser Schwerindustrie oder gar der betreffenden Unternehmung selbst sitzen? Ich muss gestehen, ich sehe da einige Schwierigkeiten. Wir wollen aber annehmen, dass die betreffende Bank es fertig bringt. Nun, gibt es keine anderen Banken? Man wird einwenden: Die Grossbanken sind kartelliert, sie könnten sich verständigen. Aber wenn die inländischen Kreditinstitute sich tatsächlich dahin verständigen würden, eine Zeitlang der betreffenden Industrie-stufe keine Kredite einzuräumen — gibt es denn kein Ausland?... Man wird einwenden: internationale Verständigung aller Banken. Nun, dann gebe ich mich allerdings geschlagen, denn unter diesen Bedingungen wird man in der Tat einiges erreichen können — aber ist das nicht Zukunftsmusik, die heute kaum hörbar ist?» (A. a. O., S. 196/197.) Es ist immer zu bedenken, dass die Banken sich unter den heutigen Verhältnissen vorwiegend von privatwirtschaftlichen und wenig von gemeinwirtschaftlichen Interessen leiten lassen und auch schwer anders können, solange sie im Konkurrenzkampf stehen. Konjunkturpolitischen Interessen können sie daher höchstens insoweit entgegenkommen, als diese ihre privatwirtschaftlichen Interessen nicht verletzen. Ohne dass den Bankleitern daraus im

einzelnen immer ein Vorwurf gemacht werden könnte — auch sie sind lediglich Diener des Systems, mitunter selbst seine Sklaven und seine Opfer —, erweist sich das kapitalistische Privatbanksystem selber als unzulänglich für eine vernunftgeleitete Konjunkturpolitik durch planmässige Kreditpolitik.

Aber auch wenn wir von Konjunkturtheorie nichts wüssten und uns nur auf Feststellung ganz offensichtlicher Kapitalfehlleitungen beschränkten, so müssten wir erschreckende Feststellungen machen: Wenn die schweizerische Uhrenindustrie durch zu weitgehende Bankkreditgewährung infolge zersplitterten Vorgehens der Banken derart ausgebaut worden ist, dass schon im Hochkonjunkturjahr 1928 eine starke Überproduktion sich bemerkbar machte¹⁾, wenn die deutsche Schwerindustrie in den Jahren 1926—1929 einen so ungeheuer starken Ausbau erfuhr, wenn nach Saitzew in Ruhrkokereien 300 Millionen Reichsmark investiert wurden, einzig um die Kartellquoten zu erhöhen, trotzdem selbst in den Haussejahren die bisherige Kapazität bei weitem nicht ausgenützt war, wenn die I. G. Farben in dem Bergius-Verfahren (Gewinnung von Benzin und Öl aus Kohle) trotz fallender Benzinpreise und Überproduktion an Benzin und Erdöl, trotz Wiederauftretens Sowietrusslands auf dem Erdölmarkt nicht weniger als 200 Millionen Mark investierte, eine Investition, die den Autarkieaposteln gelegen kommen mag und bestenfalls strategischen, nicht aber volks-, geschweige denn weltwirtschaftlichen Wert besitzt, wenn in der Schweiz eine Zementfabrik mit 12 Millionen Franken Kapital errichtet wurde, einzig zu dem Zweck, vom Zementtrust aufgekauft und nachher stillgelegt zu werden, wenn 1 Million Lst. aus der Schweiz, 4 Millionen aus England, 1 Million aus Holland im Jahre 1926 als Kaffeevalorisationsanleihe nach Brasilien wanderten zu dem Zweck, damit Kaffee aufzukaufen, ins Meer zu versenken und zu verbrennen und uns dummen Schweizern und übrigen Europäern den Kaffee zu verteuern, so sind einige wenige der schlimmsten in den letzten Jahren begangenen Kapitalfehlleitungen skizziert, die Raubbau an dem immer nur beschränkt vorhandenen Sozialkapital darstellen und die nicht denkbar wären, wenn als Finanzierer und Kapitalvermittler volkswirtschaftlich statt privatwirtschaftlich denkende und handelnde Bankleiter geamtet hätten.

Mit einigen Worten sei auch noch der schweizerischen Kapitalexportpolitik der Nachkriegsjahre gedacht, in der oft von Anbeginn an faule Anleihen²⁾ sich förmlich jagten, wenn auch diese Kapitalexportpolitik wenigstens den Schuldnerländern meist etwelchen volkswirtschaftlichen Nutzen gestiftet hat, während bei obigen Beispielen überhaupt meist keinerlei volks- oder gar weltwirtschaftlicher Nutzen feststellbar ist.

Es ist aber heute jedermann klar, dass durch die grosszügige, aber oft zu einseitig unter dem Gesichtswinkel des Provisionsinteresses überlegte Kapitalexportpolitik unserer Banken wenn auch nicht der Weltwirtschaft, so doch der schweizerischen Volkswirtschaft recht schwere Wunden geschlagen worden sind, die sich, auch wenn man berücksichtigt, dass kein Wirtschaftsleiter allwissend

¹⁾ Siehe «Trop grandes facilités de crédit des Banques» im Expertenbericht, den führende Persönlichkeiten der Uhrenbranche an die Neuenburger Regierung im Jahre 1928 erstatteten (Art. «Uhrenindustrie und Banken» in der N. Z. Z. vom 10. Mai 1928, Nr. 855).

²⁾ Man gedanke z. B. der chilenischen Anleihen.

sein kann und dass er stets ein Mensch bleibt, doch wenigstens zu einem erheblichen Teile hätten vermeiden lassen. Die Chileanleihen beispielsweise wurden zu einem Zeitpunkt emittiert, da die chilenische Kreditfähigkeit infolge des Salpeter- und Kupferpreissturzes bereits aufs schwerste erschüttert war und die bisherigen Geldgeber, die amerikanischen Banken, deswegen weitere Kredite verweigert hatten. Auf dem Rücken der Hause vollzog sich in den Nachkriegsjahren wieder ein Kapitalexport in einem Umfange, wie man ihn nach den bitteren Erfahrungen der Kriegs- und Nachkriegszeit nicht erwartet hätte. Welchen Umfang der schweizerische Kapitalexport, soweit er in Auslandsemissionen zum Ausdruck kommt, in den Jahren 1922—1930 angenommen hat, geht aus folgender Zürcher Dissertation von Wilhelm Meier, Die Emission ausländischer Anlagen in der Schweiz, Zürich 1931, S. 133/134 entnommener Aufstellung hervor:

*In der Schweiz in den Jahren 1922—1930 begebene Auslandsanleihen,
gegliedert nach Schuldnerländern*

	absolut Fr.	relativ %
Nachbarländer:		
Deutschland	510.326.200	34,25
Frankreich	389.964.700	26,17
Österreich	85.400.000	5,73
Italien	33.130.000	2,22
Übrige europäische Länder:		
Belgien	132.084.000	8,86
Holland	45.830.400	3,08
skandinavische Länder zusammen . .	31.928.900	2,15
Balkanländer zusammen	64.350.000	4,31
Ungarn	40.000.000	2,68
Polen	31.080.000	2,09
übrige europäische Länder	11.416.000	0,77
Nord- und Südamerika:		
Brasilien	42.874.000	2,88
Chile	39.000.000	2,62
übrige südamerikanische und nord- amerikanische Staaten zusammen .	25.904.000	1,73
U. S. A.	3.000.000	0,20
Übrige Erdteile:		
Asien	3.885.000	0,20
Afrika	—	—
Australien	—	—
	<u>1.490.173.200</u>	<u>100,00</u>

Daneben der wohl noch bedeutendere «unsichtbare», vielfach in der Form von Wechsel- und Reportgeldern sich ins Ausland ergiessende Kapitalexport, der nachträglich durch die Stillhalteabkommen teilweise sichtbar geworden ist. Laut

N. Z. Z. vom 24. April 1932 hatten die schweizerischen Banken damals noch nicht weniger als 953 Millionen Franken «kurzfristig» in Deutschland liegen, die zum grössten Teil dort stille gehalten werden. Einen Begriff von der Bedeutung dieser dubiosen Debitoren für die schweizerische Volkswirtschaft erhält man, wenn man deren Betrag dem Gesamtkapital der mit Deutschland hauptsächlich in Verkehr stehenden schweizerischen Grossbanken gegenüberstellt, das lediglich 800 Millionen Franken beträgt.

Wenn wir sehen, dass die grössten Beträge gerade nach Ländern von auch zur Emissionszeit zweifelhafter Kreditfähigkeit, nach Deutschland, den osteuropäischen Staaten und Südamerika gewandert sind, was dem Prinzipie einer vernünftigen Risikoverteilung widerspricht, wenn wir sehen, wie ausgiebig die deutsche Wirtschaft namentlich mit kurzfristigem Auslandskapital versorgt worden ist, trotzdem von der kompetentesten deutschen Seite, nämlich von dem ehemaligen Reichsbankdirektor Schacht, schon 1927 und seither immer wieder auf die Gefahren einer zu starken, insbesondere kurzfristigen Auslandsverschuldung und auf die kommenden Transferschwierigkeiten hingewiesen und sogar im Interesse der schuldnerischen deutschen Volkswirtschaft vor zu starker Inanspruchnahme des Auslandskredits gewarnt worden war, so erkennen wir, dass die verantwortlichen schweizerischen Bankleiter es an Weitblick haben fehlen lassen, zumal ihnen als Gläubiger und als Vertreter der Gläubigerinteressen eine gewisse Vorsicht noch weit näher hätte liegen müssen. In seiner höchst beachtenswerten Schrift über den Kapitalexport warnte Fritz Marbach ¹⁾ in Bern schon 1928 vor der Nichtbeachtung der Risikoerwägungen in der schweizerischen Kapital-exportpolitik. In der Tat, nach den Erfahrungen der Kriegs- und Inflationsjahre hätte man den Banken ruhig etwas grössere Vorsicht und Weitsicht zutrauen dürfen. Die Kurse der zahlreichen, an die erwähnten Länder zweifelhafter Kreditfähigkeit gewährten Anleihen standen vor der Lausanner Konferenz, im Tiefstpunkt der Depression, im allgemeinen zwischen 9 % (Chile) und 25—35 % (meiste deutsche Anleihen) des Emissionskurses. Seither haben sie sich immerhin ganz wesentlich erholt. Besondere Lorbeeren haben sich unsre wie auch die ausländischen Banken mit den Kreugeremissionen verdient. Dem schwedischen Abenteurer wurden zu niedrigen Sätzen Beträge nachgeworfen, die nach Somary der halben französischen Kriegsentschädigung gleichkommen, während Somary seinerzeit nicht etwa dank einer geheimnisvollen prophetischen Gabe, sondern einfach aus der Einsicht in die finanzwirtschaftlichen Zusammenhänge heraus u. a. auch dem Kreuger-Konzern den Tod richtig zu prophezeien vermocht hatte. Die von den schweizerischen Grossbanken einstimmig unterschriebenen Emissionsprospekte haben das schweizerische Publikum veranlasst, an Kreuger schätzungsweise 200—250 Millionen Franken zu verlieren ¹⁾.

¹⁾ Die Banken hatten es nicht für notwendig gehalten, als Emissionsbanken ihrer Kontroll- und Sorgfaltspflicht obzuliegen (das Publikum, nicht die Banken tragen ja das Verlustrisiko), während der kleine Mann, der bei ihnen ein paar hundert Franken aufnehmen will, von ihnen stets auf Herz und Nieren geprüft wird und auch dann kaum Gnade findet. Während das amerikanische Kreugeremissionshaus Lee Higginson & Cie., freilich auch nur auf den mächtigen Druck Morgans hin, für die Folgen seiner Fahrlässigkeit bei der Prüfung der von ihm emittierten Titel schadenersatzpflichtig erklärt wurde, denkt bei uns niemand daran, die Grossbanken verant-

Wenn Risikoerwägungen namentlich beim Kapitalexport in Form der Auslandsemissionen nicht gebührend berücksichtigt wurden, so deswegen, weil das Provisionsinteresse der Grossbanken eine verhängnisvoll bedeutende Rolle gespielt haben muss, worauf Prof. Marbach seinerzeit in seiner Schrift über den Kapitalexport (S. 76) und E. P. in den Finanznachrichten (Nrn. 7—9, Jahrgang 1932) energisch hingewiesen haben. Auch hier zeigt sich eine verhängnisvolle Divergenz zwischen privatwirtschaftlichem Interesse der Banken und dem volkswirtschaftlichen Interesse, das diesmal identisch ist mit den Interessen der Kapitalanleger. Die moderne Grossbankorganisation mit ihrer intensiven Reklame für relativ hochverzinsliche Bankobligationen hat sodann in den letzten Jahren auch «konservative» Kapitalien, die sich nur sehr langsam der internationalen Kapitalwanderung angeschlossen hätten und dem Sinne des eigentlichen Besitzers nach eher im Inland zu verwenden gewesen wären, teilweise in neue und nicht immer glückliche Bahnen geleitet. Neben dem Provisionsinteresse der emittierenden Banken haben nach Marbach sodann das «Streben der Banken, zu wachsen», und eine gewisse Angst vor der Konkurrenz eine Rolle gespielt. «Ein gewisser Konkurrenzneid zwischen den beiden grössten schweizerischen Bankorganisationen, dem schweizerischen Bankverein und der schweizerischen Kreditanstalt konnte in den letzten Jahren nicht immer verborgen bleiben. Er war besonders merklich im Jahre 1926, wo sich grosse Auslandsemissionen geradezu jagten. Die Überstürzung in der Auflage von stets neuen und volkswirtschaftlich nicht immer zu motivierenden Obligationenanleihen hat damals die Öffentlichkeit erregt», leider aber doch nicht derart, dass in der Folge der Kapitalexport in geregelte Bahnen geleitet worden wäre.

wortlich zu machen. Leider besteht dazu auch noch nicht die rechtliche Möglichkeit, da Art. 672 OR eine Prospekthaftung nur für Arglist, nicht aber für grobe oder gar leichte Fahrlässigkeit statuiert. Eine solche Prospekthaftung müsste erst noch geschaffen werden. Es konnte in der Schweiz geschehen, dass in den Emissionsanzeigen in der N. Z. Z. und anderswo unterschlagen wurde, dass es sich bei den Kreuger-Aktien Serie B um so gut wie stimmrechtslose Aktien handelte ($\frac{1}{1000}$ Stimmrecht), womit die Aktionäre wehrlos an Kreuger ausgeliefert wurden. Sodann konnte es geschehen, dass bereits im September 1930 eine schweizerische Grossbank die Behauptungen von Kreugerwerten einstellte, weil die Sache ihr offenbar brenzlich vorkam, dass sie aber 4 Monate später trotzdem ihren Namen unter einen Emissionsprospekt der letzten Serie der Svenska-Aktien setzen konnte, ohne dass sie deswegen behaftet worden wäre. (Siehe L. Schult Hess, Zur Geschäftsethik und Verantwortlichkeit der Banken, Erlenbach und Leipzig, 1932, S. 64 ff., und die dortigen interessanten juristischen Erörterungen.)

Auch die Finanzpresse wurde seinerzeit nicht müde, Kreuger als «das grösste Finanzgenie aller Zeiten», um das wir Schweizer die Schweden zu beneiden hätten (der Stockholmer Börsenindex fiel infolge des Kreugerkrachs auf 8,1), anzupreisen. Ein Londoner Preisgericht, dem der bekannte Bankier Sir Dr. Frazer angehörte, dessen Urteil überall publiziert wurde und das die Antworten auf die Frage: «Wie würde ich 100 Lst. (das Vermögen des kleinen Mannes! [der Verfasser]) anlegen?» zu prämiieren hatte, erkannte im Frühjahr 1928, zu einem Zeitpunkt, da die Kreugeraktien zu unglaublich übersetzten Kursen (Fr. 1350 für Aktien von 100 Schwedenkronen bei 30% Dividende) dem guten dummen Publikum angehängt wurden, den ersten Preis ausgerechnet demjenigen zu, der sein Vermögen in erster Linie in Kreugeraktien hätte investieren wollen (Basler Nachrichten vom 8. März 1929). In der Schweiz konnten sich gewisse Finanzblätter nicht genug tun an Beweihräucherung Kreugers. Eine Untersuchung darüber, inwieweit die bekannte Freigebigkeit Kreugers seinen Ruhm begründen half, würde vielleicht interessante Tatsachen zutage fördern. Zu Ehren der «Finanzrevue» sei immerhin erwähnt, dass sie seinerzeit vor den übersetzten Kursen gewarnt hat.

Noch bedeutender und gefährlicher als die Übertreibungen des sichtbaren Kapitalexports waren aber die Übertreibungen des unsichtbaren Kapitalexports, des Exports z. B. in Wechsel- oder Reportgeldformen, weil dadurch der Kredit für das schweizerische Handelsgeschäft stark verteuert wurde. Während im Jahr 1920 im Portefeuille der Schweizerischen Nationalbank durchschnittlich für Fr. 303.168.000 Inlands- und für Fr. 22.075.000 Auslandswechsel lagen, setzte sich das Portefeuille (exklusive Obligationen) Ende 1926 aus nur Fr. 104.968.000 Inlandswechseln, dafür 196.034.000 Auslandswechseln zusammen ¹⁾.

Aus diesen Zahlen geht hervor, dass die schweizerischen Banken in den letzten Haussejahren ausserordentlich viel Wechselkredite ans Ausland erteilt haben, dass sie den Inlandswechsel dagegen nicht mehr in dem Masse wie zuvor schufen, indem sie nicht mehr im gewünschten und möglichen Masse Akzente erteilten. Sie zogen es vor, Kontokorrentkredite zu gewähren, die den Kreditnehmer 6—7 % kosteten. Die Wohltat billiger Kreditbeschaffung über das Wechselakzept ist also einem bedeutenden und dieser Kreditart würdigen Teile der schweizerischen Wirtschaft zugunsten des Auslands entzogen worden, weil die ausländischen Diskontsätze wesentlich höher waren als die schweizerischen. Dafür sind diese Gelder jetzt in Deutschland festgefroren und zu einem sehr erheblichen Teil verloren.

Mit diesen Ausführungen gegen den unregulierten Kapitalexport, der zweifellos zur Verschärfung der heutigen Wirtschaftsdepression in der Schweiz beigetragen hat, will nichts gegen den Kapitalexport an sich gesagt sein. Kapitalexport aus kapitalreichen in kapitalarme Länder bedeutet eine weltwirtschaftliche Notwendigkeit, und auch die bekannten volkswirtschaftlichen Argumente, wonach der Kapitalexport eine vermehrte geographische und branchemässige Risikoverteilung und eine günstigere Zahlungsbilanz ermöglichen kann, lassen sich dafür anführen. Auch die schweizerische Wirtschaft ist darauf angewiesen, und es wäre keineswegs etwa ein Glück für unsere Volkswirtschaft gewesen, wenn all das in den Haussejahren in so reichem Masse neugebildete Kapital im Inland investiert worden wäre und dadurch der Produktionsapparat, ähnlich dem deutschen, eine für die nachfolgende Baissezeit unvernünftige Aufblähung erfahren hätte, wenn ferner den Kreditbegehren der Landwirtschaft in vermehrtem Masse nachgegeben worden wäre, derart, dass die landwirtschaftlichen Güterpreise ganz gegen die Interessen der Landwirtschaft selber noch eine vermehrte Steigerung erfahren hätten, noch übersetzter geworden wären, als sie ohnehin sind. Kritisiert werden muss lediglich das Ungeregelte dieses Kapitalabflusses, bei dem 1. Risikorerwägungen die gebührende Rolle nicht gespielt haben, 2. nicht genügend Rücksicht auf noch unbefriedigte, volkswirtschaftlich berechtigten Kapitalbedürfnisse der einheimischen Wirtschaft genommen wurde, 3. zu wenig bedacht wurde, inwieweit der Kapitalexport der einheimischen Wirtschaft zum Schaden gereichte (Kaffeevalorisationsanleihe), bzw. zu wenig versucht wurde, denselben in den Dienst der einheimischen Wirtschaft, insbesondere der Exportindustrie, zu stellen. Ich schliesse mich diesbezüglich den Erwägungen Marbachs an, der zum Schlusse

¹⁾ Marbach, a. a. O., S. 78.

kommt, dass es volkswirtschaftlich wünschenswert ist, den Kapitalexport nicht planlos und nach reinen Zins- und Provisionsinteressen vor sich gehen zu lassen, sondern dass es sich vom Kollektivstandpunkt aus empfiehlt, dem Kapitalstrom bewusst Richtung zu geben, ihn hinzuleiten in Befruchtungskanäle zugunsten der einheimischen Volkswirtschaft. Dabei darf freilich nicht übersehen werden, dass der im Dienste der Exportindustrie stehende Kapitalexport nicht immer alle Anforderungen hinsichtlich Sicherheit der Anlagen zu befriedigen vermag, wie die Erfahrungen mit gewissen südamerikanischen Anleihen gelehrt haben, und dass es Schwierigkeiten bereiten wird, die Interessen der Exportindustrie und der Anlagekapitalisten unter einen Hut zu bringen.

Schlussbetrachtungen

Wir leben in einer effektenkapitalistischen Wirtschaft, die bis dahin im wesentlichen im Umsatzprinzip das Heil erblickt hat. Die Möglichkeit beliebiger und jederzeitiger Metamorphosen des Effektenbesitzes gilt auch heute noch als der grosse Vorteil, der durch die Börsen dieser Wirtschaft geboten wird. Und es ist auch ein gewaltiger Vorteil, da der Kapitalumschlag in überaus zahlreichen Fällen eine wirtschaftliche Notwendigkeit darstellt; aber diesem gewaltigen Vorzug steht ein ebenso gewaltiger Nachteil gegenüber. Die Bewertung wichtiger Teile der Volksvermögen wird infolge der durch die Börsen und die Berufsspekulation geschaffenen Erweiterung des Marktes nicht etwa besser, d. h. dem inneren Werte der Papiere, gebildet aus Rentabilitätswert, unter Berücksichtigung der Sicherheit einerseits, dem Liquidationswert anderseits, entsprechender, sondern in weit stärkerem Masse massenpsychotischen Einwirkungen unterworfen, sowie vom Ausmass der Börsenkreditgewährung abhängig; die Kursübertreibungen nach oben und nach unten wachsen im allgemeinen mit der Erweiterung des Marktes, und dies um so eher, je schlechter die betreffenden Papiere klassiert sind, d. h. je mehr sie sich in Händen von Berufsspekulanten befinden, deren Lebenselement die Kursschwankungen bilden. Alle Übertreibungen der Kursentwicklung nach oben und nach unten aber bringen der Volks- und Weltwirtschaft schwersten Schaden, da dadurch die der kapitalistischen Produktionsweise ohnehin eigenen Auf- und Abstiegskurven infolge der Rückwirkungen der Börsenkonjunkturen auf die Einschätzung der Kreditinstrumente, auf die Konsumtion und von hier wieder auf die Produktion sehr viel steiler gestaltet werden. Auch für die grosse Mehrzahl der Kapitalanleger, die nicht nach Differenzgewinnen trachtet, sondern nach stabilen Anlagen, sind die Kursübertreibungen vom Übel. Da die Grosskapitalisten und die Berufsspekulanten immer früher und häufig besser über die kommenden Ereignisse informiert sind als das kleine Publikum, können sie auch die Kursentwicklung besser voraussehen als dieses, um so mehr, als sie auch weitgehend dieselbe zu beeinflussen in der Lage sind. So führt der Mechanismus von Hausse und Baisse periodisch zu einer weitgehenden Expropriation der kleinen und mittleren Kapitalisten durch die grossen, dies um so eher, als jene auch viel eher den Kopf verlieren als diese. Als Gegenspieler der gerissenen, kühl überlegenden, kapitalkräftigen Berufsspekulanten ziehen sie in der Regel den kürzeren, was allbekannt ist und durch die Wissenschaft wiederholt bestätigt.

Die Übertreibungen der Börse nach oben werden durch übermässige Börsenkreditgewährung überhaupt erst möglich gemacht. Wohl ist der Börsenkredit nicht die erste Ursache der Börsenhausse; diese ist teils subjektiv, teils objektiv begründet, teils dem Überwiegen begründeter oder unbegründeter optimistischer Einschätzungen, teils der tatsächlich wieder steigenden Rentabilität der Produktion zuzuschreiben; aber eine starke Expansion der Börsenkreditgewährung und des übrigen Bankkredits war bisher eine unentbehrliche Begleiterscheinung jeder unmässigen Hausse. Es läge also in der Macht der Banken, statt sich von den Kreditbegehren treiben zu lassen, selbst das Steuer in die Hand zu nehmen und übertrieben optimistischen Tendenzen einen Widerstand entgegenzusetzen, dadurch, dass sie namentlich in der so wichtigen Börsenkreditgewährung beizeiten, nicht erst auf dem Gipfelpunkt der Hausse (wie in Berlin im Mai 1927), vorsichtig werden, dadurch den allzu steilen Anstieg der Konjunkturkurve hindern, mithin auch die steile Baisse vermeiden. Auf diese Art würde die Krise in eine Lyse verwandelt. Natürlich darf die Börsenkreditrestriktion nicht plötzlich und in einer starren Weise einsetzen; Vernunft und Vorsicht sollten von Anfang an wirksam sein; sonst wird wie am 13. Mai 1927 in Berlin, als die Banken, durch die Reichsbankleitung veranlasst, eine plötzliche Kreditrestriktion ankündigten, eine Krise provoziert. Auch die öffentliche Ankündigung wirkt alarmierend und ist gefährlich. Eine derartige Vorsicht in der Börsenkreditgewährung war in den letzten Haussejahren nicht zu bemerken, das gerade Gegenteil davon dagegen bezeichnenderweise in dem Lande mit dem zersplittertesten Banksystem, dem Lande der 20.000 Banken und Bänklein, den Vereinigten Staaten. Kein Zufall, dass gerade in dieser Hochburg des Individualismus mit ihrem «Wild West»-Banksystem (Somary) die Börsenhausse am unsinnigsten, die Baisse folgerichtig am katastrophalsten war. Auch der überzeugteste Verkünder des «Laisser faire» sollte nach dem gewaltigen Börsen- und Wirtschaftszusammenbruch in der Union, der, wie der oppositionelle Präsidentschaftskandidat Roosevelt richtig erkannt hat, ganz wesentlich durch das blinde Gewährenlassen und Fördern einer ganz und gar vom Prosperity-Glauben hirnwütig gewordenen Spekulation verursacht wurde, einsehen, dass es Fälle gibt, wo das «Laisser faire» zwar die einfachste Art des Vorgehens ist, aber auch die katastrophalste, woneben es freilich andre geben mag, wo es sehr wohl am Platze und überaus zweckmässig. Nur eine planmässige, von konjunkturpolitischen, also gemeinwirtschaftlichen Motiven geleitete international wirksame Börsenkreditpolitik würde das Überborden der Spekulation in den Haussejahren und damit gleichzeitig die übermässige Steilheit der unweigerlich nachfolgenden Baisse verhindern können; das nur von Gewinninteressen geleitete individualistische Privatbanksystem ist solch gemeinwirtschaftlichen Handelns aber naturgemäss nicht fähig, dies um so weniger, je zersplitterter es ist, während bei stark fortgeschrittener Konzentration das Interesse am Gedeihen, d. h. an der Stabilität der Gesamtwirtschaft mit dem Einzelinteresse der betreffenden Bank zuweilen immerhin weitgehend identisch werden kann. Ohne parteipolitisch nach links gebunden sein zu müssen, aus reinen Zweckmässigkeitsgründen, wird man es daher begrüssen, dass mit zunehmender Bankkonzentration und mit zunehmender Bedeutung staatlicher Stützungsaktionen

zugunsten notleidender Bankinstitute (Banque de Genève, Eidgenössische Darlehenskasse, Danatbank, Dresdener Bank usw.), mit zunehmender «Sozialisierung der Defizite» bedeutender Bankinstitute auch der staatliche Einfluss auf das Bankwesen wachsen wird, und man wird hoffen, dass dieser zunehmende staatliche Einfluss auch aus richtiger Einsicht in die Bedürfnisse der Gesamtwirtschaft heraus wirksam werden wird, ansonst er natürlich nichts oder weniger als nichts fruchten wird. Vielleicht liegt der Zeitpunkt gar nicht so fern, da die Banken tatsächlich einmal «gemeinnützige Wohltätigkeitsanstalten» sein werden, eine Funktion, die Saitzew einstweilen unvorstellbar ist, sicher mit Recht, solange es sich um privatkapitalistische Unternehmungen handelt; es steht aber nirgends geschrieben, dass sie dies stets sein und bleiben müssen und dass dies der Weisheit letzten Schluss darstelle. Während der bloss verstehende Nationalökonom sich hier am Schreibtisch zur Ruhe setzen wird, wird der moderne, auf Grundlage seines Verstehens wieder richtende Nationalökonom hier folgerichtig weiterschreiten und den Mut zu Schlussfolgerungen und Bekenntnissen finden. So wurde denn auch schon vor einer Reihe von Jahren die Verstaatlichung des Kreditwesens von kompetenten, sachlich, nicht parteipolitisch eingestellten Persönlichkeiten ernstlich erwogen (siehe Robert Deumer, Direktor bei der Reichsbank Berlin, Die Verstaatlichung des Kredits, gekrönte Preisschrift [Preisrichter Somary u. a.], München 1927). Ich bin überzeugt, dass es einer einmal kommenden Zeit ebenso selbstverständlich sein wird, dass die Börsenkredit- und die gesamte Bankkreditpolitik dem volks- und später dem weltwirtschaftlichen Interesse untergeordnet zu sein hat, wie es unserer Zeit selbstverständlich ist, dass die Währungs- und Diskontpolitik dem Spiel der Sonderinteressen entzogen und dem volkswirtschaftlichen Interesse untergeordnet zu sein hat. Die Steuerkurbeln der Volkswirtschaft sollten endlich nicht länger passiv dem Spiel der Sonderinteressen überlassen und von massenpsychotischen Bewegungen bald übermässig hoch, bald übermässig tief getrieben werden können, sondern es sollte an ihnen eine Gegenkraft wirksam werden, die nach Ausgleich der Entwicklung drängt. Zwar wird diese Gegenkraft nie die Konjunktorentwicklung in eine gerade Linie verwandeln; die von gemeinwirtschaftlichen Motiven geleitete Kreditpolitik bildet jedoch nebst andern eines der wesentlichsten, wenn nicht das wesentlichste Mittel, um den krisenhaften Konjunkturverlauf in einen lythischen Konjunkturverlauf zu verwandeln.

Des weitern würde eine Abflachung des Wellenganges der Konjunktur durch eine Minderung der Empfänglichkeit des Menschengeschlechts für massenpsychotische Infektionen, durch Errichtung von wirksamen Schranken gegen die «Hammelhaftigkeit» der Kapitalistenklasse erzielt werden. Wenn nicht mehr jeder kaufen würde, einfach deswegen, weil andre auch kaufen, und jeder verkaufen einfach deswegen, weil andre verkaufen, so würde der Konjunkturverlauf bei weitem stabiler werden; ich zweifle aber sehr, dass durch Erziehung und Aufklärung sich in dieser Hinsicht etwas erreichen liesse. Das Gewinnstreben ist viel zu sehr in der menschlichen Seele verankert; jeder macht in der Hausse gerne mühelose Gewinne; jeder hält sich auch für gescheiter als alle andern, denkt, dass die Katastrophe wohl die andern, nicht aber ihn erreichen werde; jedem ist in der

Baissezeit die eigene Haut am nächsten, so dass die Rücksicht auf das volkswirtschaftliche Interesse nicht die mindeste Rolle spielen wird. Aussichtsreich scheint mir jedoch die Verringerung der nur rein spekulativen Engagements nicht durch Appell an den guten Willen und die volkswirtschaftliche Einsicht der Spekulanten und des Publikums, sondern durch vorsichtigere Belehnung, durch Restriktion des Börsenkredits, durch die oben erwähnte Börsenkreditpolitik. Damit wäre allerdings zugleich eine Abkehr vom Umsatzprinzip verbunden; denn die Erhöhung der verlangten Einschüsse verringert die Umsatzfähigkeit der Papiere, was jedoch, wie bereits betont, nicht als Unglück anzusehen ist, sondern eine Gesundung des Wertpapiergeschäfts bedeutet. Der volkswirtschaftlich notwendige Umsatz beträgt bei allen Spekulationspapieren in einigermaßen lebhaften Zeiten nur einen kleinen Bruchteil, nach Heinrich Bachmanns Feststellung nur $\frac{1}{145}$ des effektiven; der zur Bewältigung des volkswirtschaftlich notwendigen Umsatzes nicht mehr erforderliche, spekulative Umsatz mag den einen Gewinn bringen, den andern Verluste; volkswirtschaftlich gesehen ist er steril und seine Beseitigung nur erwünscht. Bei den nicht spekulativen Papieren, der grossen Mehrzahl, wird die Umsatzfähigkeit durch das Ausmass der erlangbaren Börsenkredite ohnehin nur wenig beeinflusst, da es im Wesen des nicht spekulativen Papiers liegt, dass es nicht oder nur selten mit Hilfe des Kredits gehandelt wird. Wie sehr die Ausschaltung des spekulativen Handels kursstabilisierend statt, wie immer noch behauptet wird, schwankungserhöhend wirkt, haben wir anlässlich des Vergleichs der Kursentwicklung der kotierten mit der der nicht kotierten Papiere gesehen. Man wird sich in Zukunft fragen müssen, ob die Kotierung an der Börse bei der heutigen, der Spekulation jede Freiheit lassenden Verfassung wirklich als ein so grosser Vorteil zu gelten habe, wie immer behauptet wird, und ob der Vorteil der Möglichkeit des jederzeitigen Kapitalumschlags an den Effektenbörsen die damit verbundenen Nachteile wirklich mehr als aufzuwiegen vermöge. Mir scheint, dass wenn die Mentalität jener Kapitalisten mehr Verbreitung erlangen würde, die unentwegt an ihrer einmal für gut erkannten Anlage festhalten und so wenig wie die privaten Hypothekargläubiger begehren, den Kurs ihrer Anlage tagtäglich in der Zeitung zu lesen, um sich von jeder Schwankung ins Bockshorn jagen zu lassen, sondern die zufrieden sind, wenn die Anlage sicher, die Verzinsung angemessen ist, mir scheint, dass damit die Wirtschaft sehr viel an Stabilität gewänne, sehr viel an Pathologischem verlöre, womit automatisch auch die Sicherheit der Anlagen gewänne.

Auch bei dieser Einstellung der Kapitalisten könnten die Vorteile der Effektivisierung des Kapitals ungehemmt in Erscheinung treten; auch so würde es möglich sein, Geldkapitalien von den verschiedensten Seiten, von einer unbegrenzten Zahl von Kapitalisten und damit für den Bedarf auch der grössten Unternehmungen zu beschaffen. Fraglich ist lediglich, ob es wirksame Mittel gibt, um diese «Anlagementalität» zu festigen und die Kapitalisten zum Verzicht auf die Vorteile der Möglichkeit einer jederzeitigen Flüssigmachung ihrer Anlagen zu bringen, einer Flüssigmachung, die für den einzelnen oft genug eine unbedingte Notwendigkeit darstellt und keineswegs nur spekulativen Bedürfnissen zu entspringen braucht.

Eine wenigstens beschränkte Umsatzmöglichkeit, wie sie heute beispielsweise an den deutschen Provinzbörsen besteht, würde daher auch in einer im übrigen nicht auf dem Umsatzprinzip basierenden effektenkapitalistischen Wirtschaft allen bedeutenden Titeln gewahrt sein müssen, sollen diese überhaupt Abnehmer finden und soll nicht der Anlagekredit eine höchst unerfreuliche Einengung erfahren. Von der volkswirtschaftlichen Rechtfertigung eines derart auf den effektiven Umsatz beschränkten börslichen oder ausserbörslichen Kapitalumschlags, der sich wenig oder gar nicht auf Börsenkredite (Report- und Lombardgelder) stützt, sondern aus dem wirklich vorhandenen Sparkapital seine Speisung erfährt, bis zur Rechtfertigung der unproduktiven Börsenspiele, wie sie an den modernen Effektenbörsen als ungedeckte oder als zu geringem Teil gedeckte Käufe und Verkäufe (sei es in Form des Termin- oder des durch die Einschaltung des Kredits und der Stückeleihe unecht gewordenen Kassageschäfts [die Form ist ja nach Lansburgh bekanntlich ökonomisch belanglos]), als ausgesprochen schwankungssteigernde Prämien-, Stellige- und Nochgeschäfte, ökonomisch, wenn auch nicht juristisch, meist als reine Differenzgeschäfte in Erscheinung treten, ist es ein weiter Schritt; mögen all diese Geschäfte den Berufsspekulanten bequem und namentlich einbringlich sein; irgendwelche volkswirtschaftliche Tat wird damit nicht vollbracht, was ruhig einmal gesagt werden darf. Ich habe mich vergeblich, obwohl redlich bemüht, in der Börsenliteratur schlagende Argumente für eine volkswirtschaftliche Rechtfertigung derartiger Effektspekulationsgeschäfte zu finden ¹⁾. Das Argument der besseren Preisbildung durch das Mittel der Spekulation und der durch sie bewirkten Ausweitung des Marktes, das Hauptargument der Mehrheit der deutschen Börsenquotekommission ist ja bekanntlich widerlegt. Dem Terminhandel in Effekten kann ein gewisser volkswirtschaftlicher Nutzen lediglich insofern noch zugesprochen werden, als er eine gewisse Erleichterung des Ausgleichs internationaler Zahlungen bedeuten kann; ein Argument, das von der Minderheit der Börsenquotekommission angeführt wurde. Sodann bietet die Einrichtung obiger Spekulationsgelegenheiten innerhalb der Grenzen einer bestimmten nationalen Volkswirtschaft letztlich noch insofern einen gewissen volkswirtschaftlichen Vorteil, als dadurch der nun einmal nach Betätigung drängende Spekulationstrieb Gelegenheit erhält, sich innerhalb der nationalen Grenzen zu betätigen, während er im Falle des Fehlens solcher Einrichtungen sich ausländischen Börsen zuwenden und dadurch Teile des Volksvermögens der (infolge der im Ausland naturgemäss geringeren Sachkenntnis erhöhten) Verlustgefahr aussetzen würde. Dieser Vorteil entfiere naturgemäss von dem Momente

¹⁾ Anders verhält es sich mit gewissen Spekulationsgeschäften an den Produktenbörsen. Der Terminhandel in Waren kann z. B. damit gerechtfertigt werden, dass durch ihn die Möglichkeit gegeben wird, die nur einmal im Jahre geernteten Warenqualitäten derart zeitlich und örtlich zu verteilen, dass zu keiner Zeit und an keinem Ort ein schädlicher Überfluss oder ein empfindlicher Mangel eintritt; man kann hier ferner zu seinen Gunsten anführen, dass er sowohl für die Produzenten als für die die Vermittlung zwischen Produktion und Konsumtion bewirkenden Händler, als auch für diejenigen Gewerbe, welche die betreffende Ware weiterverarbeiten, die Möglichkeit bietet, die Gefahren künftiger Preisfluktuationen von sich fernzuhalten. Ähnliches gilt für den Terminhandel in Valuten.

an, wo der unproduktiven Effektspekulation durch planmässige Börsenkreditpolitik und durch Verbote international wirksam zu Leibe gerückt würde.

Wenn oben postuliert wurde, durch rechtzeitige Beschränkung des Börsenkredits allzu steile Börsenhäussen abzubremsen und damit auch entsprechend steile Baissen zu verhindern, damit mehr Stabilität in den Konjunkturverlauf zu bringen, so erhebt sich nun doch die Frage, was denn im Falle einer Börsenkreditrestriktion mit den verfügbaren kurzfristigen Geldern zu geschehen habe. In der Tat erwähnt die deutsche Börsenquotekommission als Vorteil des Terminhandels in Wertpapieren die dadurch geschaffene Möglichkeit, mittels des Reportgeschäfts vorübergehend verfügbare Gelder zinstragend anzulegen. Überdies führe das Reportgeschäft eine Ausgleichung der Zinssätze zwischen inländischen und ausländischen Börsen herbei; denn es sorge in Verbindung mit der Arbitrage dafür, dass die Gelder von denjenigen Orten, an denen sie verfügbar seien und demgemäss gar nicht oder nur gegen geringe Zinssätze Verwertung finden könnten, nach solchen Plätzen gebracht würden, an denen das Geldbedürfnis ein grösseres und dringenderes sei. Diese ausgleichende Wirkung des Reportgeschäfts sei aber nicht bloss ein Vorteil für die Börse, sondern auch für die Allgemeinheit, indem sie Geldkrisen verhindere oder wenigstens abschwäche, die bei dem Zusammenhange, in dem alle Geldmärkte und Börsenplätze miteinander ständen, sich selten auf einzelne Orte beschränkten, sondern fast stets einen allgemeineren Charakter annähmen.

Was sagen die Tatsachen der letzten Hausjahre zu dieser schönen Theorie? Wenn die kurzfristigen Gelder in den Hausjahren 1926—1929 nach der Stätte des höchsten Callgeldsatzes, d. h. nach New York mit seinem Callgeldsatz von 10—14 %, wanderten, so wanderten sie damit wohl nach der Stätte der unsinnigsten Haussespekulation, keineswegs aber in das Land des grössten volkswirtschaftlichen Bedarfes nach kurzfristigen Geldern. Sie verhinderten nicht nur nicht die Börsenkrise, sondern sie trugen zu ihrer Verschärfung und Ausdehnung auf die ganze Weltwirtschaft in einer geradezu katastrophalen Art bei, da sie die Hausse zu unsinnigen Höhen trieben. Sodann ist stets die von Reich hervorgehobene Tatsache zu bedenken, dass die der Börse zur Verfügung gestellten kurzfristigen Kredite, die zu einem sehr erheblichen Teil sich nicht auf Sparkapital gründen, sondern fiduziären (zusätzlichen) Kredit bilden, in Effekten angelegt werden, die ihrem Wesen nach langfristiger Natur sind, woraus sich ein krasses Missverhältnis ergibt, das das Entstehen von Börsenkrisen in hervorragendem Masse begunstigt. Angesichts dieser grossen und, wie die Erfahrung zeigt, immer wiederkehrenden Gefahren halte ich es für immer noch besser, dass kurzfristige Gelder überhaupt keine Anlage finden, als dass sie formell kurzfristig, ökonomisch gesehen dagegen langfristig investiert werden und dadurch eine wichtige Voraussetzung der Börsen- und Geldkrisen schaffen. Können diese Gelder dann am Geldmarkt keine oder nur unbefriedigende Anlage finden, so erhöht sich der Anreiz, sie dem (langfristigen) Kapitalmarkt, sie direkt der produktiven Wirtschaft zuzuführen, wenn gleich nur in dem Masse, als eine langfristige Festlegung sich wirklich ökonomisch rechtfertigen, d. h. als sie sich auf nicht zum Konsum benötigtes Sparkapital statt auf zusätzlichen Kredit gründen lässt. Auch das Kapitalistenpublikum

liesse sich bis zu einem gewissen Grade dahin bringen, seine Gelder wieder langfristigen Anlagen zuzuführen. Dadurch würde die Form dem ökonomischen Inhalt angepasst und ein Rückzug der Gelder im dümmsten Moment, wie er erfolgt, wenn kurzfristige Gelder auf dem Umweg über die Börse der Wirtschaft wie durch ein Sieb zufließen (Hahn)¹⁾ und zu langfristigen Investitionen verwendet werden, verhindert. Die produktive Wirtschaft würde mit einer derartigen Umstellung in jeder Hinsicht nur gewinnen. Das Verlangen der Industrie und des Handels, dass die Kredite ihnen direkt zugeführt werden, statt vorerst der Börsenspekulation zu dienen, ist nur zu berechtigt. Wenn Prof. Cassel¹⁾ u. a. den Börsenkredit rechtfertigen wollen, so genügt es keineswegs, die Binsenwahrheit zu verkünden, dass auch die Börsenkredite der produktiven Wirtschaft letzten Endes zufließen, da jedem Käufer an der Börse notwendig ein Verkäufer gegenüberstehen müsse, der den Verkaufserlös letzten Endes der produktiven Wirtschaft zuführe, sondern es wäre darzutun gewesen, dass dieser Kreditweg auch immer der für die Volkswirtschaft zweckmässigste sei, dass es keine besseren und ungefährlicheren gebe. Das muss ich nach dem Gesagten des bestimmtesten bestreiten, wenn ich auch andererseits keineswegs bestreite, dass es Zeiten geben kann, wo eine Förderung der Haussespekulation durch Börsenkredite durchaus angezeigt sein kann, dann nämlich, wenn die Aktienkurse noch stark unterwertig sind, wie es vor kurzem noch der Fall war. Steigen aber die Börsenkurse in einem Masse, dass die Basis einer gesunden Rentabilität verlassen wird, wie dies in den Haussejahren 1926—1929 der Fall war, so bedeutet jede Förderung der Spekulation durch Börsenkredite ein volkswirtschaftliches Verbrechen. Die «Hammelhaftigkeit des Menschengeschlechts» richtet, auch wenn sie nicht durch Börsenkredite gefördert wird, noch genug Dummheiten an.

Sowohl kurzfristiger Betriebskredit als namentlich auch langfristiger Anlagekredit sollte der produktiven Wirtschaft mit vollem Bewusstsein und planmässig zugeführt werden, derart, dass die Wirtschaft sich in gesunder harmonischer Weise zu entwickeln vermöchte, weder so, dass einzelne an sich lebensfähige und volkswirtschaftlich nützliche Teile Mangel leiden müssen in einem Masse, das in einem Missverhältnis zum vorhandenen Sozialkapitalvorrat steht, noch so, dass andre meist zu ihrem eignen Schaden und sicher zum Schaden der Gesamtwirtschaft übermässig ausgebaut werden, um in der Depressionszeit wieder dekapitalisiert werden zu müssen. Vermeidung der Disproportionalitäten, Harmonie aller Teile der Volkswirtschaft ist das sehr weit gesteckte Ziel einer volkswirtschaftlichen Kreditpolitik, ein Ziel, von dem wir noch sehr weit entfernt sind, aus Gründen, die im privatkapitalistischen System liegen, wie wir gesehen haben. Wohl wird in der freien kapitalistischen Wirtschaft ein in dieser Richtung gehender Ausgleich

¹⁾ Siehe die interessante, durch Cassel in der Frankfurter Zeitung vom 8. Mai 1927, 1. Morgenblatt, eingeleitete Diskussion anlässlich der damals von der Reichsbankleitung befürworteten Restriktion der Börsenkredite, Lansburgh, Fr. Z. vom 11. Mai 1927, L. Albert Hahn, Fr. Z. vom 9. Mai 1927, Nr. 341. Als Kritiker der Casselschen Theorie treten auf: Prof. Richard Reisch, Präsident der Österreichischen Nationalbank (Bankarchiv vom 1. Februar 1929 und Zeitschrift für Nationalökonomie, Band 1, Wien 1929, S. 205), Prof. Spiethoff, Fr. Z. vom 12. Mai 1927, Prof. Leopold Merzbach, Fr. Z. vom 17. Mai 1927, Nr. 363. Prof. Fritz Marbach, National-Zeitung, Basel, vom 10. Juni 1929, Nr. 259.

geschaffen, derart, dass die Kapitalien, gleiche Sicherheit vorausgesetzt, der höchsten Rendite zustreben, die häufig auch identisch ist mit dem höchsten volkswirtschaftlichen Nutzen, der höchsten Ophelimität. In sehr vielen Fällen ist dies aber keineswegs der Fall; es kann zuweilen auch höchst rentabel sein, was volkswirtschaftlich gesehen überflüssig oder gar schädlich ist, wofür es keiner Belege mehr bedarf. Sodann können höchst produktive Zweige der Wirtschaft gerade deswegen unrentabel sein, weil sie in der Kapitalzuführung nicht oder nicht genügend berücksichtigt werden. Es ist dies das Schicksal vieler an sich durchaus gesunder kleiner und mittlerer Industrieunternehmungen, was auch Prof. W. Prion hervorhebt. Während in Deutschland und Österreich noch recht häufig die direkte Verquickung von Bank und Industrie zu finden ist, wird eine solche von den schweizerischen Grossbanken, die nach der erfolgten Aufsaugung zahlreicher Kleinbanken für Industriekredite fast allein noch in Betracht kommen, prinzipiell vermieden. Angesichts ihrer kurzfristigen Finanzierungsbasis suchen unsere Grossbanken seit den schlechten Erfahrungen der achtziger Gründungsjahre ihre Verknüpfung mit der Industrie hauptsächlich durch den gewöhnlichen Kontokorrentverkehr aufrecht zu erhalten. Sobald die Beanspruchung des Kredites die üblichen Betriebs- und Saisonkredite überschreitet und auf einer bestimmten Höhe bleibenden Charakter annimmt, wird eine Konsolidierung durch Überführung in Obligationen- oder Aktienform vorgenommen. Eine solche ist jedoch bei kleinen und mittleren Unternehmungen schwer möglich, weshalb es diesen kaum gelingt, Investitionskredite aufzunehmen. Mit zunehmender Konzentration im Bankgewerbe verringert sich für diese auch immer mehr die Möglichkeit, von Banken Betriebs- oder gar Investitionskredite zu erlangen, da die für Kleinbanken aus Konkurrenzgründen bestehende Notwendigkeit, den Industriekredit in vermehrter Masse zu pflügen, für die potenteren Grossbanken entfällt.

Eine unerfreuliche Folge der verfehlten Praxis, bei der Kreditgewährung vor allem die Grossunternehmungen zu berücksichtigen, Kleinunternehmungen oft prinzipiell ausser acht zu lassen, als ob die Grösse des Nominalkapitals eine Garantie für Gesundheit und Wirtschaftlichkeit der betreffenden Unternehmungen bilden könne, ist die in den letzten Haussejahren erfolgte ungesunde Aufblähung gewisser Grossindustrien (siehe deutsche Schwerindustrie), die heute zu riesigen Abschreibungen zwingt.

Die Praxis der Banken, sich bei Kreditgesuchen von der Kapitalgrösse blenden zu lassen und im übrigen lediglich eine formale Untersuchung der Bilanz vorzunehmen, bei der mit Vorliebe auf die Liquidität abgestellt wird, statt dass der Gesamtstatus der betreffenden Unternehmung von tüchtigen und unabhängigen Industriesachverständigen untersucht und die Entwicklungsmöglichkeiten der Unternehmung bei Berücksichtigung möglichst aller inner- und ausserhalb der Unternehmung liegenden sachlichen und auch persönlichen Faktoren eingehend gewürdigt würden, führt dann dazu, dass den liquiden Unternehmungen, selbst wenn sie innerlich faul sein mögen (denn hohe Liquidität allein besagt durchaus nichts Ausreichendes über die Gesundheit der betreffenden Unternehmung; sie kann geradezu ein Zeichen fehlerhaften, die Rentabilität bedrohenden Aufbaus der betreffenden Unternehmung sein), neue Betriebsmittel förmlich nachgeworfen

werden; andern Unternehmungen, die vielleicht nicht sehr liquide, aber im Grunde gesund sind, wird der so nötige Betriebskredit dagegen vorenthalten. Bei dieser Praxis zeigt es sich, dass eine Unternehmung den Betriebskredit um so weniger kriegt, je nötiger sie ihn hat, trotzdem derartige Unternehmungen keineswegs kreditunwürdig zu sein brauchen, und dass sie ihn um so eher kriegt, je weniger sie ihn benötigt. Das Misstrauen der Banken gegenüber der Geschäftswelt kommt auch dadurch zum Ausdruck, dass sie ihr Geld einerseits nur an erstklassige, sichere Firmen, von denen sie wissen, dass sie ihr Geld zurückerhalten, und andererseits nur gegen Wechsel hergeben. Gerade die erstklassigen Firmen wollen aber in der Depressionszeit keine Wechsel unterschreiben, weil sie sich auf den Tag der Rückzahlung nicht festlegen wollen. Sie begründen dies damit, dass sie in ihren Gelddispositionen vorsichtiger werden mussten, weil auch der Geldeingang von ihren Debitoren äusserst unsicher ist. Dieser Zustand muss notwendigerweise einen *circulus vitiosus* in der einen oder andern Richtung darstellen: entweder müssen alle Firmen sich zum Akzept entschliessen oder aber es müssen — wie dies heute ebenso wie in früheren Depressionszeiten der Fall ist — alle erklären, dass sie hierzu nicht in der Lage sind. Da nun hierdurch erstklassige Wechsel nicht zu bekommen sind und da die Banken offene Kredite wegen der äusserst unsicheren Rückzahlung nicht weiter einräumen wollen, entsteht eine Stockung der Kredite, die nur durch ein couragierteres Vorgehen der Banken behoben werden könnte. Mag der Diskontsatz noch so tief sein (er beträgt heute 2%, der Privatsatz 1½%), die wenigsten Firmen sind in der Lage, davon zu profitieren.

Mit der erneuten Hervorhebung dieser wohlbekannteten Tatsachen sei natürlich keineswegs einer blinden Kreditgewährung an alle Kreditbedürftigen das Wort geredet, die alle lebensunfähigen, durch die Krise zum Tode verurteilten Unternehmungen weiterhin am Leben erhalten würde, wodurch die Wirtschaftsdepression *ad infinitum* verlängert würde; eine derartige Empfehlung würde auch glücklicherweise nichts fruchten; es sei lediglich andern, sachlichen statt formalen Kriterien der Kreditwürdigkeit das Wort geredet und empfohlen, in vermehrtem Masse auf das Urteil des industriesachverständigen Treuhänders abzustellen, der es besser, als der in der Beurteilung der Industrie häufig nicht erfahrene Bankfachmann verstehen wird, bei Kreditgesuchen die Spreu vom Weizen zu sondern, womit sowohl der Industrie wie der Bankwelt besser gedient würde. Dieser industriesachverständige, unabhängige Treuhänder hätte die sich ihm stellenden Fragen auch vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus zu betrachten und sein Augenmerk insbesondere auch auf Vermeidung von Disproportionalitäten in der Produktion infolge unzweckmässiger Kreditleitung zu richten. Schwierigkeiten würde es freilich bereiten, von Provisionsinteressen vollkommen unabhängige Industriesachverständige zu finden.

Sodann ist es freilich Aufgabe der Banken, der schwer darniederliegenden Industrie, insoweit sie wieder auf bessere Zeiten rechnen kann und nur insoweit, in der heutigen Depressionszeit das Durchhalten durch grosszügigere Kreditgewährung zu erleichtern, statt durch ungerechtfertigte Kreditrestriktion und -verweigerung ihr den Lebensatem zu entziehen. Der Industriefinanzierung durch die Banken steht freilich die grosse Schwierigkeit im Wege, dass die Finanzierungs-

basis der Banken kurzfristiger Natur ist, während die Industrie ihre Kredite, häufig auch, wenn sie sie unter dem Titel Betriebskredit einfordert, langfristig benötigt. Namentlich die kleinen und mittleren Industrieunternehmungen, die den Emissionsweg nicht zu beschreiten vermögen, leiden überaus häufig Mangel an Anlagekredit. Die Banken sind nun von dem sicher löblichen Bestreben geleitet, ihren Deponenten eine ausreichende Liquidität zu bieten. In einer Zeit so allgemeinen Vertrauensschwundes wie der heutigen bedarf es naturgemäss einer stark erhöhten Liquidität. Meines Erachtens kann aber in diesem an sich sehr berechtigten Streben nach Liquidität auch des Guten zuviel geboten werden, was für die produktive Wirtschaft mindestens so schädlich ist wie eine unzureichende Liquidität für die ursprünglichen Geldgeber. Schliesslich ist ja die Notenbank immer noch da, und gerade die Schweizerische Nationalbank wäre dank ihres unerreicht hohen Goldbestandes, der zurzeit zu einem ganz erheblichen Teil vollkommen brach liegt, sehr wohl in der Lage, durch vermehrte Bankakzeptübernahme glücklich zu intervenieren, hat doch selbst die so viel ärmere Reichsbank sehr viel schwierigeren Situationen, als sie die schweizerische Wirtschaft voraussichtlich je wird erleben müssen (Finanzkrise vom Juli und August 1931), relativ erfolgreich gegenüberzutreten vermocht. Was nützen so ausserordentlich niedere Zinssätze, wie wir sie heute erleben (Privatsatz $1\frac{1}{2}\%$), wenn ein Grossteil der Unternehmungen zu Unrecht als kreditunwürdig angesehen wird, wenn auch die Banken sich von der Massenpsychose des aktienverschleudernden Publikums anstecken lassen und in der Gewährung von Industriekrediten plötzlich ebenso übertrieben vorsichtig werden, wie sie in den Haussejahren beispielsweise in der Gewährung von Auslandskrediten übertrieben unvorsichtig waren, dies, trotzdem sie nicht wissen, wohin mit ihren Geldern. Beides ist unbedingt vom Übel; und es zeigt sich auch hierin, dass das Privatbankensystem die Aufgaben, die die volkswirtschaftliche Kreditpolitik stellt, nicht in befriedigender Weise zu lösen vermag.

Mit einigen Worten sei noch der Konsequenzen gedacht, die aus der für unsre Volkswirtschaft so überaus verlustreichen Kapitalexportholitik unsrer Grossbanken zu ziehen sind, bei der 1. den Risikoerwägungen nicht genügend Gewicht geschenkt wurde, 2. nicht genügend Rücksicht auf noch unbefriedigte Kapitalbedürfnisse der einheimischen Wirtschaft genommen und 3. nicht in genügendem Masse versucht wurde, den Kapitalexporth in den Dienst der einheimischen Wirtschaft, insbesondere der Exportindustrie, zu stellen.

Da sich immer wieder gezeigt hat, dass in Haussezeiten das Provisionsinteresse eine allzu ausschlaggebende Kraft wird und dass auch die Rücksicht auf den eigenen Emissionskredit die Banken nicht zu hinreichender Vorsicht zu zwingen vermag, geschweige denn, dass volkswirtschaftliche Rücksichten eine ausschlaggebende Rolle spielen würden, erweist sich die Notwendigkeit, in einer zu schaffenden eidgenössischen Bank- und Börsengesetzgebung auch den Kapitalexporth in eine Richtung zu weisen, die durch Rücksicht auf das Gemeinwohl gesetzt ist. Der Gedanke einer eidgenössischen Gesetzgebung auf dem Gebiete des Kapitalexportes, Bank- und Börsenwesens ist nicht neu. Ein von Prof. Landmann im Jahre 1914/15 ausgearbeiteter Bankgesetzentwurf scheiterte an der ablehnenden Stellungnahme der Finanz- und Bankwelt. In der gleichen Zeit reichte National-

rat Dr. Meyer, Chefredaktor der N. Z. Z. (heutiger Bundesrat), im Nationalrat eine kleine Anfrage folgenden Inhaltes ein: «Hält es der Bundesrat nicht an der Zeit, dass die Organisation unseres Kapitalmarktes dadurch verbessert werde, dass für die Einführung ausländischer Wertpapiere an den schweizerischen Börsen bundesrätliche Vorschriften aufgestellt werden?» Auch in der Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft (Jahrgang 1916, S. 109) trat er in einem Artikel, überschrieben «Die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens», mit sachlich unanfechtbaren Argumenten dagegen auf, dass bei uns der Markt für Wertpapiere weiterhin «Freiland» sei und dass unsere Börsen weiterhin als «Allmenden» ausgenützt würden (S. 111). Die Bankiervereinigung gab die Parole zur Bekämpfung dieser wahrlich nicht von links kommenden Anregung aus, unter dem Vorwande, dass jeder Erlass bundesrechtlicher Bestimmungen zur Regulierung des Börsenwesens verfassungswidrig sei.

Im Jahre 1917 regte die Direktion der Schweizerischen Nationalbank eine Verordnung an, wonach bestimmt würde, dass Kredite ans Ausland von Banken oder sonstigen Geldvermittlern nur ausnahmsweise und nur mit behördlicher Bewilligung gewährt werden dürfen. Allein die Schweizerische Bankiervereinigung wies diese Form zurück.

Im Jahre 1920 machte Bundesrat Musy auf einer Konferenz von Bankvertretern den Vorschlag, gegen übermässige Auslandverkäufe an den Börsen gesetzliche Massnahmen zu treffen. Aber die Banken lehnten diesen staatlichen Eingriff in die Börse ab, weil sie deren zeitweilige Schliessung befürchteten.

Ebenfalls heftigen Widerspruch bei den Banken fand die im Jahre 1920/21 von der eidgenössischen Steuerbehörde postulierte Kapitalrationierung, wobei dem Bundesrate das Recht zugestanden wäre, so lange ausländische Emissionen zu unterbinden, als eben im Lande selbst Kapitalbedarf zu normalen Zinsfüssen zu decken gewesen wäre.

Wir sehen, dass die Gross- und Privatbanken jedem noch so berechtigten und wohl durchdachten Versuch (man denke an die Landmannschen und Meyerschen Vorschläge) grundsätzlich und in allen wesentlichen Punkten Opposition gemacht haben; die Folge ist, dass der schweizerische Kapitalmarkt trotz der bitteren Erfahrungen der Kriegszeit auch in der Nachkriegszeit ein herrliches Freiland für Kreugersche und andere Finanzabenteurer geblieben und wiederum überaus tüchtig abgegrast worden ist mit Beträgen, die in die Milliarden gehen. Die Frage ist nun, ob die Banken bei uns stets das letzte Wort zu sagen haben werden und ob wir auch in der nächsten Haussezeit mit nachfolgender Baisse wieder die gleichen Erfahrungen machen müssen. Ich zweifle auch heute noch daran, dass angesichts des zähen Widerstands der offenbar allmächtigen Bankiers etwas Entscheidendes geschehen wird. Ich finde freilich, es wäre die höchste Zeit, wenigstens die schon längst von den verschiedensten Seiten gewünschte eidgenössische Prospektprüfungs- und Börsenzulassungsstelle zu schaffen. Dieselbe würde eine nicht bloss formale, sondern materielle Prüfung der Emissionsprospekte und ihrer Unterlagen vorzunehmen haben und gemäss besonderer, noch zu schaffender, nicht zu leicht erfüllbarer Zulassungsbestimmungen über die Zulassungsbegehren gemäss ihrer finanz- und volkswirtschaftlichen Tragweite und Begründetheit zu

entscheiden haben. Bei deren Besetzung wäre nicht so sehr nach dem Schema F der Demokratie auf eine Vertretung aller möglichen Bevölkerungsschichten als vielmehr auf Unabhängigkeit von der Börse und auf vollkommene Sachverständigkeit Wert zu legen. Diese Funktionen würden am besten in den Händen von ganz hervorragenden Betriebs- und Volkswirtschaftlern und solchen Bankfachleuten liegen, die sich durch weitgehendes Verständnis für volkswirtschaftliche Forderungen ausgezeichnet haben. Der Zürcher Bankier Somary beispielsweise hat den amerikanischen Börsenkrach mit seinen schwerwiegenden Folgen für die Weltwirtschaft kommen sehen, hat schön der Reihe nach die Rekonstruktion des italienischen Bankwesens, den Niederbruch und die Sanierung der deutschen Bankorganisation, die Suspension der englischen Goldzahlungen und den Sturz des Kreugerkonzerns vorausgesagt. Es gibt also Bankfachleute, die nebst wissenschaftlicher Einsicht mit einem Flair für das Kommende begabt sind, nebst andern, die über diese wichtigen Eigenschaften nicht in genügender Weise verfügen und trotzdem die Richtung ungezählter Millionen volkswirtschaftlichen Kapitals bestimmen. Aufgabe des Staates ist es, den wirklich Einsichtigen mit den nötigen Kompetenzen auszustatten, auf dass auch die Vernunft in der Volkswirtschaft so etwas wie eine Macht und dem blinden Walten privatwirtschaftlicher Interessen und unsinniger Massenpsychosen ein höheres volkswirtschaftliches Interesse wirksam entgegengestellt werde.

Mit der Pflicht der Überprüfung der Emissionsprospekte durch die Zulassungsstelle wäre natürlich keinesfalls eine Milderung der Prospekthaftung zu verbinden. Schon Meyer hat, ganz im Gegenteil, beantragt, nebst der Prospekthaftung des Gründers eine Prospekthaftung auch der Banken, welche die Zulassung beantragen, einzuführen, eine Prospekthaftung, die meines Erachtens nicht nur bei Arglist, sondern auch bei Fahrlässigkeit einzutreten hätte. Damit würde eine wirklich gründliche Überprüfung der Prospekte gewährleistet und wenigstens die mit einiger Bestimmtheit voraussehbaren Verluste des Anlegerpublikums und damit der Volkswirtschaft zu einem erheblichen Teil vermieden.

Mit der Fernhaltung von von Anbeginn an mehr oder minder faulen Emissionen von meist nur spekulativem Interesse, die von den Börseninteressenten bisher lediglich wegen der damit verbundenen starken Kursschwankungen und der Möglichkeit, Differenzgewinne zu machen, herbeigesehnt wurden, würde der Kapitalmarkt der kreditwürdigen, produktiven Wirtschaft in vermehrtem Masse geöffnet, so dass auch sie alles Interesse an einer vernünftigen Regelung des Effektenbörsen- und Emissionswesens hat¹⁾.

¹⁾ Vide auch Liechti, Neuordnung des Effektenemissions- und Zulassungswesens? Gewerkschaftliche Rundschau, Januar und Februar 1933.

Tabellen

Internationaler Börsenindex (entnommen «Finanz und Wirtschaft»)

Tabelle 1

Anfang 1927 = 100

Börsen	Anfang 1929	Anfang 1930	Anfang 1931	Anfang 1932	11. Juni 1932	10. Sept. 1932	Kurswert am 11. Juni 1932 in % des Kurs- werts vom Anfang 1929
Zürich	101,0	78,5	68,7	38,8	33,0	44,9	32,7
Berlin	113,6	77,1	47,5	—	20,0	26,7	17,6
London	102,6	65,5	50,0	35,1	33,0	52,6	32,2
Paris	156,8	134,8	92,0	47,8	50,1	66,8	32,0
Brüssel	133,8	82,0	56,5	31,0	23,7	35,0	17,7
Amsterdam	104,5	80,8	51,2	26,5	19,0	33,2	18,2
Stockholm	109,5	81,4	71,0	26,1	8,1	13,2	7,4
Wien	91,4	78,2	59,3	41,6	33,9	38,3	37,1
Budapest	—	79,0	60,7	58,9	—	—	—
Prag	108,3	94,8	76,2	55,6	51,6	58,2	47,7
Mailand	124,0	94,2	77,1	60,2	47,8	—	38,5
New York	137,3	115,6	81,3	44,6	27,2	47,9	19,8
Durchschnitt: Internationaler Börsen- index	116,6	88,5	66,0	40,7	31,6	41,7	27,1

Tabelle 2

Vergleich der Kursentwicklung der an den schweizerischen Börsen kotierten Aktien schweizerischer Gesellschaften mit mindestens 5 Millionen Franken Aktienkapital (Aktienindex der Schweizerischen Nationalbank) mit der Kursentwicklung nicht kotierter, aber vom Bankhaus Dätwyler & Co. in Zürich gehandelter Aktien, deren Kursentwicklung sich verfolgen lässt, gegliedert nach Industriegruppen. Der Aufstellung liegen ausschliesslich die Geldkursnotierungen zugrunde.

Kotierte Aktien

(Aktienindex d. S. N. B.)

Nicht kotierte Aktien

(Bankhaus Dätwyler & Co.)

1. Banken

Zahl der Aktiengesellschaften am 10. März 1932	16	Zahl der berücksichtigten Gesellschaften	25
Nominalkapital der kleinsten Gesellschaft	5 Mill. Fr.		0,4 Mill. Fr.
der grössten Gesellschaft	?		10 » »
Gesamtnominalkapital	834 » »		64,9 » »
Kurswert in Prozenten des Nominalwerts am 25. März 1929 (Hochkonjunktur)	152,7 %	am 28. März 1929	131,3 %
am 10. Juni 1932, dem Tiefstpunkt der Depression	74,7 %		98,2 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswertes vom 25. bzw. 28. März 1929	<u>48,9 %</u>		<u>74,9 %</u>

Kotierte Aktien
(Aktienindex d. S. N. B.)

2. Finanzgesellschaften

Zahl der Aktiengesellschaften am 10. März 1932	40
Gesamtkapital	791,4 Mill. Fr.
Kurswert in Prozenten des Nominalwerts am 25. März 1929	171,9 %
am 10. Juni 1932	48,75 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswerts vom 25. März 1929	<u>28,4 %</u>

Keine genügenden Kursnotierungen.

3. Versicherungsgesellschaften

Zahl der Aktiengesellschaften am 10. März 1932	13
Nominalkapital (einbezahlt)	68,0 Mill. Fr.
Kurswert in Prozenten des Nominalwerts am 25. März 1929	958,3 %
am 10. Juni 1932	401,8 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswerts vom 25. März 1929	<u>48,9 %</u>

Keine genügenden Notierungen.

4. Industrie

a) Kraftwerke

Zahl der Aktiengesellschaften am 10. März 1932	4	Zahl der berücksichtigten Gesellschaften	3
Nominalkapital der kleinsten Gesellschaft mindestens	5 Mill. Fr.		0,4 Mill. Fr.
der grössten Gesellschaft	?		18 » »
Gesamtnominalkapital.	62 » »		21,7 » »
Kurswert in Prozenten des Nominalwerts am 25. März 1929	171,2 %	am 28. März 1929	100,7 %
am 10. Juni 1932	119,7 %		87,8 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswerts vom 25. bzw. 28. März 1929	<u>69,9 %</u>		<u>87,2 %</u>

b) Chemische Industrie

Zahl der Aktiengesellschaften am 10. März 1932	3	Zahl der berücksichtigten Gesellschaften	8
Nominalkapital der kleinsten Gesellschaft mindestens	5 Mill. Fr.		0,135 Mill. Fr.
der grössten Gesellschaft	?		4 » »
Gesamtnominalkapital.	78,0 » »		9,03 » »
Kurswert in Prozenten des Nominalwerts am 25. März 1929	263,2 %	am 28. März 1929	434,5 %
am 10. Juni 1932	90,1 %		298,4 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswerts vom 25. bzw. 28. März 1929	<u>34,2 %</u>		<u>68,7 %</u>

Kotierte Aktien
(Aktienindex d. S. N. B.)

Nicht kotierte Aktien
(Bankhaus Dätwyler & Co.)

c) Maschinen- und Metallindustrie

Zahl der Aktiengesellschaften am 10. März 1932	10	Zahl der berücksichtigten Gesellschaften	12
Nominalkapital der kleinsten Gesellschaft mindestens	5 Mill. Fr.		0,5 Mill. Fr.
der grössten Gesellschaft	?		24 » »
Gesamtnominalkapital.	231,0 » »		47,1 » »
Kurswert in Prozenten des Nominalwerts am 25. bzw. 28. März 1929	195,5 %		201,7 %
am 10. Juni 1932	56,4 %		145,1 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswerts von Ende März 1929	<u>28,8 %</u>		<u>71,9 %</u>

d) Nahrungs- und Genussmittelindustrie

Zahl der Aktiengesellschaften am 10. März 1932	3	Zahl der berücksichtigten Gesellschaften	9
Nominalkapital der kleinsten Gesellschaft mindestens	?		0,2 Mill. Fr.
der grössten Gesellschaft	5 Mill. Fr.		3,6 » »
Gesamtnominalkapital.	131,5 » »		12,97 » »
Kurswert in Prozenten des Nominalwerts Ende März 1929.	324,5 %		144,4 %
am 10. Juni 1932	205,3 %		153,5 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswerts von Ende März 1929	<u>63,2 %</u>		<u>106,3 %</u>

e) Diverse Industrien, Textil-, Leder-, Linoleum- u. a. Industrien

		Nur Textil-Industrie	
Zahl der Unternehmungen.	6		7
Nominalkapital der kleinsten Unternehmung mindestens	5 Mill. Fr.		0,1 Mill. Fr.
der grössten Gesellschaft	?		4 » »
Gesamtnominalkapital.	98,6 » »		13,84 » »
Kurswert Ende März 1929 in Prozenten des Nominalkapitals	219,4 %		102,8 %
am 10. Juni 1932.	48,5 %		90,0 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in Prozenten des Kurswerts von Ende März 1929	<u>22,1 %</u>		<u>87,5 %</u>

Bau- und Wohnungseinrichtungsgewerbe

Zahl der berücksichtigten Gesellschaften	4
Nominalkapital der kleinsten Gesellschaft	0,29 Mill. Fr.
der grössten Gesellschaft	0,65 » »
Gesamtnominalkapital.	1,87 » »

Kotierte Aktien
(Aktienindex d. S. N. B.)

Nicht kotierte Aktien
(Bankhaus Dätwyler & Co.)

Kurswert Ende März 1929 in	
Prozenten des Nominalwerts	135,2 %
am 10. Juni 1932	112,4 %
Kurswert am 10. Juni 1932 in	
Prozenten des Kurswerts	
von Ende März 1929	83,2 %

f) Total der hier aufgeführten Industriegruppen

Zahl der im Aktienindex berücksichtigten	
Industrieaktiengesellschaften am 10. März	Zahl der berücksichtigten Aktiengesell-
1932	schaften
26	43
Nominalkapital der kleinsten	
Gesellschaft mindestens	0,1 Mill. Fr.
5 Mill. Fr.	24 » »
der grössten Gesellschaft	?
Gesamtnominalkapital.	86,5 » »
601,1 » »	
Kurswert Ende März 1929 in	
Prozenten des Nominalwerts	221,4 %
239,21 %	
Kurswert am 10. Juni 1932 in	
Prozenten des Nominalwerts	171,9 %
98,8 %	
Kurswert am 10. Juni 1932 in	
Prozenten des Kurswerts	
von Ende März 1929	77,8 %
41,2 %	

5. Gesamtindex

(Aktienindex der Schweizerischen Nationalbank; Aktien sämtlicher schweizerischen A.-G. mit mindestens 5 Millionen Franken Nominalkapital, die an schweizerischen Börsen kotiert sind)

(Sämtliche oben berücksichtigten Aktiengesellschaften)

Zahl der Gesellschaften am 10. März 1932	Zahl der berücksichtigten Gesellschaften
105	68
Nominalkapital der kleinsten	
Gesellschaft mindestens	0,1 Mill. Fr.
5 Mill. Fr.	24 » »
der grössten Gesellschaft	?
Gesamtnominalkapital.	151,4 » »
2368,9 » »	
Kurswert Ende März 1929 in	
Prozenten des Nominalwerts	182,8 %
201,8 %	
Kurswert am 10. Juni 1932 in	
Prozenten des Nominalwerts	140,4 %
80,8 %	
Kurswert am 10. Juni 1932 in	
Prozenten des Kurswerts	
von Ende März 1929	76,8 %
40,0 %	