

Der Einfluss des Effektenverkehrs auf die Zahlungsbilanz der Schweiz.

Von H. Kurz, Direktor der Schweizerischen Kreditanstalt in Zürich.

Unter den Vorgängen, welche die Zahlungsbilanz eines Landes beeinflussen, steht neben dem Warenverkehr der Wertschriftenverkehr mit an erster Stelle. Das ist in besonderem Masse der Fall in einem Lande wie die Schweiz, in welchem der internationale Effektenverkehr stark entwickelt ist, das auf der einen Seite einen bedeutenden Teil seiner Kapitalansprüche im Auslande deckt, und dessen Bevölkerung auf der andern Seite einen sehr erheblichen Teil ihrer Kapitalien im Ausland zu investieren pflegt, und an dessen Börsen endlich beträchtliche Transaktionen in schweizerischen und ausländischen Wertpapieren für Rechnung des Auslandes getätigt werden. Der Effektenverkehr, der für die Ermittlung der Zahlungsbilanz hauptsächlich in Betracht kommt, setzt sich zusammen aus:

1. der Kapitalübertragung in Form der Hereinnahme bzw. der Hergabe von Kapital von oder nach dem Ausland und Rückzahlung bzw. Zurückziehung dieser Kapitalien,
2. den Zinszahlungen nach bzw. von dem Ausland als Folge jener Kapitalübertragungen.

Von diesen zwei Komponenten der Zahlungsbilanz besitzt nur der zweite eine gewisse Beständigkeit. Unter normalen Verhältnissen beeinflusst er die Bilanz auf Jahre hinaus in gleicher Richtung, das heisst in aktivem oder passivem Sinne, und einem Übergang von dem einen zum andern müssen grosse wirtschaftliche oder politische Umwälzungen vorangehen. Umgekehrt kann der erste Komponent die Zahlungsbilanz rasch wechselnd beeinflussen, je nachdem in einem Jahr mehr Export oder mehr Import von Wertpapieren stattfindet, und zwar tut er es in einem gewissen Gegensatz zum zweiten Komponenten. Wenn nämlich ein Land infolge zunehmenden Reichtums oder weil inländische Wertpapiere in genügender Menge nicht geschaffen werden, in einem Jahr seinen Besitz an Auslandswerten stark vermehrt, so ist der Einfluss dieser Vermehrung während der Periode, wo er stattfindet, passiv, während von dem Augenblicke an, wo die Zinsremittierungen für diese Auslandsanlagen beginnen, deren Einfluss auf die Zahlungsbilanz aktiv wird. Macht sich dagegen in einem Lande die Tendenz geltend, ausländische Papiere abzustossen, sei es weil Geld knapp geworden ist, sei es weil sich Gelegenheit zu günstigen Tauschoperationen von ausländischen gegen einheimische Werte bietet, so wirkt diese Aus-

fuhr ausländischer Wertpapiere aktiv auf die Zahlungsbilanz ein, während sich auf der andern Seite durch diesen Export die Zinseingänge vom Ausland vermindern und dadurch eine ungünstige Beeinflussung der Zahlungsbilanz stattfindet. Aktiv wird ferner die Zahlungsbilanz beeinflusst, wenn ein Land seine Papiere ans Ausland verkauft; aber an Stelle der aktiven tritt eine passive Wirkung, wenn die Bezahlung der ausgeführten Papiere beendet ist und mit der Verzinsung der letztern an das Ausland begonnen wird. Von den beiden Komponenten lässt sich der zweite an Hand von Zahlen eher feststellen; doch ist in bezug auf diese Feststellungen zum vornherein zu bemerken, dass sie unendlich viel schwieriger und weniger zuverlässig sind, als die Nachweise der Zahlungsbilanz aus dem Warenverkehr, für welche die Ein- und Ausfuhrtabellen, die Zölle, sowie die Ausweise über Warentransporte, wenn auch nicht ganz zuverlässige, so doch statistisch erfassbare Anhaltspunkte liefern. In der Tatsache, dass der Komponent II, also die Zinsbezüge aus dem Ausland und die Zinszahlungen nach dem Ausland, sich relativ am leichtesten ermitteln lässt, da dafür immerhin gewisse Anhaltspunkte vorliegen, mag der Grund zu suchen sein, weshalb gelegentlich in Arbeiten über die Zahlungsbilanz aus dem Wertschriftenverkehr nur von diesem Komponenten die Rede ist. Aber damit bleibt man auf halbem Wege stehen und lässt sich zu Schlüssen verleiten, die sich im Widerspruch mit den tatsächlichen Verhältnissen befinden können. Der Satz bleibt wohl unwidersprochen, dass zum Beispiel in England, wo ausländische Kapitalanlagen alt eingebürgert und in starkem Masse vorhanden sind, der Komponent II eine grössere Wirkung auf die Zahlungsbilanz ausübt als der Komponent I, und durch diesen nicht eingeholt oder sogar überholt werden kann, die Zahlungsbilanz aus dem Verkehr von Wertpapieren dort somit stets einen aktiven Saldo ausweisen wird. Der mobile Besitz Grossbritanniens wird auf etwa 150—160 Milliarden Franken geschätzt, und davon sind nach den neuesten Berechnungen von Paish zirka 93 Milliarden, also etwa 60%, im Ausland investiert. Diese 93 Milliarden verteilen sich auf die Kolonien mit $44\frac{2}{3}$ und auf das Ausland im engern Sinne mit $48\frac{1}{3}$ Milliarden.

England bezieht hieraus, zu 5% gerechnet, 4.6 Milliarden Franken an Zinsen, wovon aber die Zinsen ab-

zuziehen sind, die England aus seiner Verschuldung ans Ausland zu bezahlen hat. Wie hoch diese sind, ist schwer zu ermitteln; es kann aber gesagt werden, dass englische Papiere wegen der vielen Umständlichkeiten, die mit dem Inkasso der Zinsen und Dividenden für den Ausländer verbunden sind, nicht zu den gesuchten Anlageobjekten auf dem europäischen Kontinent gehören. Sie mögen sich in den Portefeuilles grosser Kapitalisten befinden, aber bei mittlern und kleinen Rentnern sind sie nicht beliebt, und deshalb bleibt man wahrscheinlich über der Wirklichkeit in der Annahme, dass jährlich 2—300 Millionen Franken Zinsen aus Grossbritannien (ohne Kolonien) ans Ausland abzuführen sind. Es bleiben somit etwa 4.3 Milliarden übrig, die England jährlich per Saldo aus seinem Besitz an fremden Wertpapieren einzukassieren hat. Die jährlichen Volksparsnisse Grossbritanniens schätzt Paish auf 10 Milliarden Franken, und davon werden nach der gleichen Schätzung 50% = 5 Milliarden Franken in Effekten angelegt. Unter der Voraussetzung nun, dass nach dem bestehenden Verhältnis 60% dieser 5 Milliarden im Ausland (einschliesslich Kolonien) zur Anlage gelangen, würde in der Zahlungsbilanz Grossbritanniens der Wertschriftenverkehr mit einem Aktivsaldo von 1.3 Milliarden Franken erscheinen.

Das in Frankreich in Wertpapieren angelegte Volkvermögen beträgt nach verschiedenen Schätzungen 110 bis 120 Milliarden Franken, wovon etwa 40%, also 48 Milliarden, in ausländischen Anlagen bestehen sollen. Unter Zugrundelegung eines Zinsfusses von $4\frac{1}{2}\%$ bezieht Frankreich aus dem Ausland an Zinseingängen $2\frac{1}{4}$ Milliarden Franken. Wenn man andererseits annimmt, dass Frankreich etwa $\frac{1}{4}$ Milliarde an Zinsen ans Ausland zu zahlen hat (was aber zu hoch gegriffen sein dürfte), so bleibt ein Nettozinseingang von 2 Milliarden Franken. Die jährlichen Ersparnisse Frankreichs werden (nach Paish, Statist 23. V.) mit 5 Milliarden Franken angenommen, und wenn hiervon 40% im Ausland zur Anlage gelangen, so ergibt sich eine jährliche Kapitalanlage im Ausland von 2 Milliarden Franken; es würde sich somit in Frankreich die Zahlungsbilanz aus dem Effektenverkehr ausgleichen. Deutschlands Volkvermögen wird auf 330 Milliarden Mark beziffert. Direktor Helfferich nimmt an, dass hiervon etwa 20 Milliarden Mark im Ausland investiert seien, während eine andere Schätzung auf 10% des Gesamtvermögens, also auf etwa 33 Milliarden, geht. Unter der Voraussetzung, dass die Wahrheit in der Mitte liege und der deutsche Besitz an ausländischen Papieren auf 26—27 Milliarden Mark zu schätzen sei, würde sich hieraus bei einer Verzinsung von 5% eine Zinseinnahme aus dem Ausland von 1.3 Milliarden Mark ergeben. Schwerer zu schätzen ist die Verschuldung Deutschlands ans Aus-

land. Es ist aber wohl kaum anzunehmen, dass mehr als 5 Milliarden Mark deutscher Wertpapiere sich im Ausland befinden (die politische und wirtschaftliche Abneigung, die weit herum gegenüber Deutschland besteht, ist bei dieser Schätzung nicht ausser acht zu lassen), für die eine Durchschnittsverzinsung von $4\frac{1}{2}\%$ angenommen werden kann. Das ergäbe, dass Deutschland an Zinsen 225 Millionen Mark ans Ausland zu remittieren hätte, und es bliebe rund ein Zinseneingang von 1 Milliarde Mark übrig. Wie sehr derartige Schätzungen auseinandergehen, erhellt daraus, dass Geheimrat Helfferich, der Direktor der Deutschen Bank, den Zuwachs des deutschen Volkvermögens letztes Jahr auf 10 Milliarden Mark schätzte, während die Schätzung der Dresdner Bank in ihrer Broschüre: „Die wirtschaftlichen Kräfte Deutschlands“, nur auf 5 Milliarden Mark kommt. Nehmen wir die Mitte mit $7\frac{1}{2}$ Milliarden an, und ferner vorausgesetzt, davon würden 20%, also $1\frac{1}{2}$ Milliarden, in ausländischen Werten angelegt (Paish schätzt die jährlichen Kapitalanlagen Deutschlands im Ausland auf 1 Milliarde Mark), so würde sich ein Überschuss von etwa $\frac{1}{2}$ Milliarde Mark in der Ausfuhr von Kapital ergeben; also wäre in gewöhnlichen Zeiten die Zahlungsbilanz Deutschlands aus dem Effektenverkehr mit $\frac{1}{2}$ Milliarde passiv, nach der Schätzung von Paish würde sie sich ungefähr ausgleichen.

Allein die Verhältnisse sind durchaus nicht immer normal. Es kann kaum ein Zweifel darüber bestehen, dass im Jahre 1913, als in Deutschland Geld nicht nur teuer, sondern auch knapp war, und die Leitung der Reichsbank namentlich im Hinblick auf die unsichere politische Weltlage mit allen Mitteln den Geldmarkt zu stärken suchte, Deutschland in bedeutendem Masse ausländische Papiere, vorab amerikanische Bonds, verkauft hat, und zwar für eine Summe, die wahrscheinlich höher ist als die vorerwähnte $\frac{1}{2}$ Milliarde Mark. Wir haben auch in der Schweiz beobachten können, wie Deutschland bemüht war, Papiere nach Basel und Zürich abzustossen, die gemeinsam an den deutschen und Schweizer Börsen gehandelt werden, und wenn wir von den österreichisch-ungarischen Anleihen absehen, die Deutschland aus Rücksicht auf den Bundesgenossen emittierte, so wurde von den massgebenden Stellen aus darauf hingearbeitet, die Einfuhr ausländischer Werte zu beschränken. Seither haben sich die Verhältnisse wieder etwas verschoben, doch dürfte der Besitz Deutschlands an Werten der amerikanischen Union weiter abgenommen haben.

Wenn wir nach diesen einleitenden Bemerkungen zur Untersuchung der eigentlichen Frage übergehen, welchen Einfluss der Effektenverkehr der Schweiz auf die Zahlungsbilanz des Landes habe, so ist erläuternd vorzuschicken, dass unter den Begriff Effekten-

verkehr auch der *Besitz* ausländischer Effekten in der Schweiz und der Besitz schweizerischer Effekten im Ausland fällt. In seiner kürzlich erschienenen Schrift: „Die Bilanz der internationalen Wertübertragung“, stellt Herr Dr. Walter Zollinger den überraschenden Satz auf, dass Effektenoperationen, als zu solchen Vorgängen gehörend, die sich gleichwertig kompensieren, nicht in die Zahlungsbilanz aufzunehmen seien. „Für die Volkswirtschaft als Einheit vermag die Übergabe von Effekten an das Ausland weder eine Forderung noch eine Schuld zu begründen.“ Um der Einwendung, dass durch den Verkauf schweizerischer Papiere nach dem Ausland eine Verschuldung ans Ausland entstehe, entgegenzutreten, schreibt Herr Dr. Zollinger folgendes: „Sagen wir vorerst einmal, die Bezahlung (der ans Ausland verkauften schweizerischen Wertpapiere) erfolge durch Übergabe von Devisen auf Paris an den inländischen Gläubiger. Anstatt Effekten zu besitzen, hat dieser nun einen Wechsel auf das Ausland in Händen. Um sich bezahlt zu machen, übergibt er die Devisen der Bank und wandelt so die ausländische Forderung um in eine inländische. An seiner Stelle besitzt nun aber die Bank ein Guthaben auf das Ausland. Sie sendet den Wechsel an ihren Pariser Korrespondenten zur Einlösung und hat nun eine Buchforderung. Diese kann sie dazu verwenden, um ausländische Effekten zu erwerben oder vielleicht, um einheimische Effekten, die früher einmal ins Ausland abgeflossen waren, zurückzukaufen.“ Herr Dr. Zollinger hätte mit seiner Beweisführung recht, wenn tatsächlich die Forderung, welche die Bank durch Remittierung des Wechsels nach Paris im Ausland erhalten hat, nur zum Kauf fremder Wertpapiere oder zum Rückkauf einheimischer Wertpapiere verwendet werden könnte. Dem ist aber nicht so. Das Guthaben im Ausland kann auch Verwendung finden für die Bezahlung von importierten Rohstoffen oder Fertigfabrikaten, von Getreide oder andern Nahrungsmitteln, die im Inland konsumiert werden, oder das Geld kann direkt im Ausland für Einkäufe von Schmuck oder Schmuckgegenständen, Kleidern usw. ausgegeben werden. Geschieht dies, so besitzt die Schweizer Bank in Paris keine Forderung mehr, aber die Forderung des Auslandes an die Schweiz infolge der ausgeführten Wertpapiere besteht fort.

Die Schweiz gehört zu den Ländern, die den Wert der Kapitalanlagen im Ausland frühzeitig erkannt haben. Um die Mitte des 17. Jahrhunderts treten uns die ersten Ansätze eines schweizerischen Kapitalexportes entgegen (durch die Zürcher Firma Escher & Rahn vermittelte Darlehen an süddeutsche Fürsten und Herren), und seit den ersten Jahrzehnten des 18. Jahrhunderts werden aus den Staatsschätzen einzelner Kantone (vor allem Bern, aber auch Zürich, Basel u. a. m.) und von

reichen städtischen Kapitalisten erhebliche Summen in England und den Niederlanden, in Frankreich, Österreich und in Dänemark und in Anleihen an deutsche Fürsten und Städte angelegt. Es ist ein rühmliches Charakteristikum des Schweizer Kapitalisten, dass er in seinen Kapitalanlagen im Ausland nicht der Mode oder politischen Sympathien, sondern der eigenen Würdigung der massgebenden Verhältnisse folgt. In seinem kürzlich erschienenen Werk: „The Export of capital“, schildert C. K. Hobson den deprimierenden Einfluss des Mac Kinley-Tarifs auf die europäischen Geldmärkte und fährt dann fort: „The only european investors who are supposed to have purchased more american securities than they sold being the Swiss investors through Geneva“, und sicher hat das schweizerische Kapital jene Käufe amerikanischer Sekuritäten nicht zu bereuen gehabt.

Immerhin sind die grossen Kapitalanlagen im Ausland neuern Datums. Erst seit zwei oder drei Jahrzehnten haben auch mittlere und kleine Kapitalisten unseres Landes angefangen, ausländischen Wertpapieren erhöhte Aufmerksamkeit zuzuwenden, und man kann wohl sagen, dass jene Periode, wo Bund und Kantone anfangen, Anleihen im Ausland zu kontrahieren, auch den Anfang des grossen Importes fremder Wertpapiere nach der Schweiz bedeutete.

Wir haben einleitend gesagt, dass von den beiden Komponenten, welche für die Beurteilung der sich aus dem Effektenverkehr ergebenden Zahlungsbilanz massgebend sind, sich der zweite, d. h. die Zinszahlung nach, bzw. von dem Ausland, als Folge von Kapitalübertragungen, wenn auch nicht genau feststellen, so doch an Hand verschiedener Indizien taxieren lasse. Wir versuchen dies in nachstehendem:

Es betragen am 30. Juni 1914 die Anlehensschulden:	
des Bundes	Fr. 147,700,000
der Bundesbahnen	„ 1,534,384,000
der Kantone	„ 734,849,000
der Städte und Gemeinden	„ 588,345,000
der privaten Transportanstalten, Banken, Industriegesellschaften und Sparkassen	„ 4,600,000,000
alles zu pari gerechnet total	Fr. 7,605,278,000
und sämtliche Aktien schweizerischer Gesellschaften repräsentieren einen ungefähren Kurswert von	„ 3,607,000,000
	<u>Total Fr. 11,212,278,000</u>

Wenn wir nun aber berechnen wollen, wieviel hiervon als Kapitalanlagen der Schweiz in inländischen Papieren zu gelten haben, so müssen wir in erster Linie denjenigen Teil abziehen, der im Ausland an-

gelegt ist, und zweitens jenen Teil von Obligationen und Aktien schweizerischer Unternehmungen, die ihrerseits den Gegenwert dieser Kapitalien im Ausland investiert haben. Über den erstern Punkt enthält eine im Jahr 1904 erschienene Schrift Dr. Geerings in Basel über die Verschuldung der Schweiz ans Ausland interessante Angaben, die wir hier wiedergeben, obschon sie nicht mehr als ganz zutreffend gelten können. Geering schätzt für das Jahr 1904 den Besitz Frankreichs an schweizerischen Papieren auf mindestens 900 Millionen Franken (im Gegensatz zum Resultat einer damaligen französischen Enquête, die nur auf 455 Millionen gekommen war). Über den gleichen Gegenstand hat Dr. Zollinger in seiner bereits zitierten Schrift eine Untersuchung veranstaltet, die uns der Mühe enthebt, auch unsererseits direkt über den Gegenstand Erkundigungen einzuziehen. Die Erhebungen Zollingers suchen namentlich zu konstatieren, wieviel Coupons schweizerischer Anleihen aus Frankreich zur Einlösung gelangen, und er kommt auf Grund dieser Erhebungen zum Ergebnis, dass von den Anleihen des Bundes annähernd $\frac{2}{3}$ sich im Besitz Frankreichs befinden. Allerdings ist in seinen Aufstellungen das Anleihen vom Jahre 1913 nicht inbegriffen; von diesem ist nur ein relativ bescheidener Teil in Frankreich untergebracht worden. Wir nehmen aber gleichwohl $\frac{2}{3}$ sämtlicher Anleihen an, also 98 Millionen Franken, da sich auch in andern Ländern Obligationen der schweizerischen Eidgenossenschaft befinden, die hier nicht mitgerechnet sind.

Laut Angaben von Dr. Zollinger schätzt die Verwaltung der Schweizerischen Bundesbahnen auf Grund der Couponseinlösungen den Besitz des Auslandes an Obligationen der Bundesbahnen auf 500 Millionen Franken, was etwa $\frac{1}{3}$ der gesamten Bundesbahnschuld ausmachen würde. In einer Rede im Ständerat schätzte Dr. Usteri im Jahr 1903 den Besitz des Auslandes an Bundesbahnobligationen auf $\frac{3}{4}$ der damaligen Bundesbahnschuld. Diese letztere Annahme dürfte für heute nicht mehr zutreffend sein; andererseits ist zu der von der Bundesbahnverwaltung angegebenen Ziffer zu bemerken, dass sie sich nur auf die Couponseinlösung bezieht; aber neben dem durch Couponseinlösungen festgestellten Betrag sind vom Ausland bei den Kassen der Bundesbahnen etwa 100 Millionen Franken genannter Obligationen gegen Aushingabe von Depotzertifikaten deponiert, und endlich dürften bei den Schweizer Banken für französische und andere ausländische Rechnung für 200 Millionen Franken Bundesbahnobligationen zur Aufbewahrung ruhen (es sei nur an die Beträge erinnert, die Deutschland und Österreich im Tausch gegen Aktien verstaatlichter Bahnen erhalten haben), so dass der gesamte Besitz des Auslandes an Anleihen der Bundesbahnen wohl auf 850 Millionen Franken

geschätzt werden kann. Vorübergehend dürfte der ausländische Besitz noch höher gewesen sein, allein in den letzten zwei Jahren hat ohne Zweifel ein ziemlich beträchtlicher Rückfluss nach der Schweiz stattgefunden.

Aber die Verschuldung ans Ausland beschränkt sich nicht auf Bund und Bundesbahnen allein. Auch die Anleihen mancher Kantone sind in bedeutenden Beträgen im Ausland, speziell in Frankreich, untergebracht. Wiederum auf Grund von Erhebungen Dr. Zollingers schulden von schweizerischen Kantonen und Gemeinden ans Ausland, bzw. an Frankreich:

der Kanton Bern	Fr. 145,000,000
die Lötschbergbahn	„ 33,000,000
die Stadt Zürich	„ 10,000,000
	<hr/>
	Fr. 188,000,000

An der Pariser Börse sind ferner kotiert:
verschiedene Anleihen des Kantons

Freiburg	Fr. 93,000,000
ein Anleihen des Kantons Graubünden	„ 9,800,000
	<hr/>
	Fr. 102,800,000

Dr. Zollinger nimmt hiervon, „sowie für eventuelle vergessene Posten“, Fr. 50,000,000 als in Frankreich untergebracht an, was aber ganz unzureichend erscheint. Die vorgenannten, zu 3 und $3\frac{1}{2}\%$ verzinslichen Anleihen der Kantone Freiburg und Graubünden befinden sich ohne Zweifel in der Hauptsache in Frankreich; aber auch darüber hinaus gibt es wohl kaum ein Kantonsanleihen und auch kein Anleihen der grossen Schweizer Städte, von denen nicht mehr oder weniger erhebliche Beträge nach Frankreich ausgewandert sind, und in den letzten Jahren haben auch Deutschland und England angefangen, sich in erhöhtem Masse für schweizerische Kantons- und Kommunalobligationen zu interessieren. Es ist bekannt, dass der Schweizerische Bankverein zu wiederholten Malen grössere Beträge solcher Werte durch seine Niederlassung in London placiert hat, und seit die politische Beunruhigung überall die Gemüter erfasst hat, sind von vorsichtigen Kapitalisten in Deutschland und auch anderwärts Anleihen neutraler Staaten stark bevorzugt worden. Es mag bei dieser Gelegenheit der durchaus irrigen Ansicht entgegengetreten werden, dass Franzosen und Deutsche nur aus Steuerrücksichten ihre Titel ins Ausland schicken; die Tatsache, dass während der beiden Marokkokrisen, sowie während des Balkankrieges in besonderm Masse Wertschriften aus dem Ausland nach der Schweiz gekommen sind, spricht deutlich für das Gegenteil. Seinen Landsleuten hat Leroy-Beaulieu den Weg gewiesen, indem er im „Economiste Français“ vom 14. Juni 1913 schrieb: „La Suisse est un pays dont la neutralité

a bien plus de chance d'être effectivement respectée que la Belgique en cas de grande guerre européenne. Les fonds suisses apparaissent donc comme plus attractifs pour les Etrangers que les fonds belges... Les personnes qui aiment la tranquillité, sans dédaigner toutefois le bon rapport, peuvent distribuer une partie de leur avoir entre ces fonds suisses et scandinaves: elles y trouveront un rendement moyen de $4\frac{1}{4}\%$ nets, parfois même d'environ $4\frac{1}{2}\%$.“ Man bleibt sehr wahrscheinlich unter der Wirklichkeit in der Annahme, dass neben den vorgenannten, direkt nach Frankreich gegebenen Anleihen weitere 100 Millionen Kantons- und Städteobligationen im Ausland oder für Rechnung des Auslandes bei Schweizer Banken liegen.

Von Aktien und Obligationen schweizerischer Bank- und Industriegesellschaften dürften grosse Summen im Ausland nicht angelegt sein, abgesehen vielleicht von Hypothekenbankobligationen. Wir setzen, alles zusammengenommen, 100 Millionen Franken ein.

Von dem Total von

Fr. 11,212,278,000 schweizerischer Obligationen und Aktien sind somit als im Ausland placiert abzuziehen:

Fr. 98,000,000 Bundesanleihen,
 „ 850,000,000 Bundesbahnen,
 „ 491,000,000 Kantone, Kommunen, Banken
 etc.,

„ 1,439,000,000

Fr. 9,773,278,000, eine Summe, welche den Besitz der Schweiz an schweizerischen Papieren darstellt.

Juristisch gesprochen, sind also 9.8 Milliarden Franken des in Effektenform verkörperten schweizerischen Volksvermögens im Inland angelegt. Allein bei unserer Untersuchung dürfen wir nicht nur auf dieses Moment abstellen. Wirtschaftlich gesprochen, hört nämlich die Anlage auf, eine schweizerische zu sein, wenn ihr Gegenwert nicht in der Schweiz, sondern im Ausland angelegt ist, und das trifft in erster Linie zu für die Aktien und Obligationen der Trustunternehmungen, sowie im Ausland arbeitender Hypothekenbanken, soweit die Aktien und Obligationen dieser Unternehmungen sich in schweizerischem Besitz befinden. Aus den Jahresberichten einzelner Gesellschaften ist genau ersichtlich, wieviel dieser Kapitalien im Ausland investiert sind, während bei andern eine Ausscheidung nicht vorliegt, so dass wir bei diesen auf eine angemessen erscheinende Schätzung angewiesen sind. Eine Zusammenstellung der Anlagen im Ausland von 18 Gesellschaften erwähnter Art ergibt eine Summe von Fr. 632,000,000. Diese Summen arbeiten im Ausland, so dass also die Aktien und Obligationen, die das Geld für die Anlagen geliefert haben, wirtschaftlich als Kapitalanlagen im

Ausland zu gelten haben, soweit sie sich im Besitz der Schweiz befinden. Die Obligationen sind beinahe ausnahmslos in der Schweiz placiert worden, dagegen dürften von dem Betrag 75 Millionen Franken als im Ausland untergebrachte Aktien abgezogen werden, so dass eine tatsächliche Kapitalanlage im Ausland von seiten der schweizerischen Trustgesellschaften von 557 Millionen verbleibt. Unberücksichtigt lassen wir dabei die in den Kursen der investierten Wertpapiere enthaltenen stillen Reserven, einmal, weil sie sich nur zum Teil ermitteln lassen und häufigen Schwankungen unterworfen sind, besonders aber, weil sie zum grossen Teil durch Wertvermehrung entstanden, also tatsächlich nicht als Kapitalabfluss nach dem Ausland gelten können.

Auch in ausländischen Syndikaten sind nicht unerhebliche Beträge festgelegt, doch lassen sie sich nicht ermitteln, und wir verzichten um so eher darauf, sie zu berücksichtigen, als ihr Zweck niemals eine „Kapitalanlage“ ist, sondern die vorübergehende Beteiligung an einem ausländischen Finanzgeschäft. Überdies werden die Zinsen darauf sehr oft verrechnet, d. h. nicht nach der Schweiz remittiert, und manchmal geben die Beteiligungen auch nicht einmal zu einem vorübergehenden Kapital Exodus Veranlassung.

Von den oben ausgerechneten

Fr. 9,773,278,000 sind abzuziehen:

Fr. 557,000,000 Anlage der Trustgesellschaften im Ausland,

„ 933,000,000 Besitz der Handelsbanken und Versicherungsgesellschaften an in- und ausländischen Werten,

„ 1,490,000,000

Fr. 8,283,278,000, welche Summe als eigentliche mobile Kapitalanlage der Schweiz in inländischen Werten zu gelten hat. Auch die schweizerischen Werte, die sich im Besitz schweizerischer Banken und Versicherungsgesellschaften befinden, müssen abgezogen werden, da sonst ein double emploi entstände.

Wenn wir weiter oben den Versuch gemacht haben, zum Teil an Hand der Untersuchungen von Dr. Zollinger, zu konstatieren, wie gross ungefähr die Verschuldung der Schweiz ans Ausland ist, so müssen wir von vornherein darauf verzichten, mit annähernd gleicher Genauigkeit die Höhe des schweizerischen Besitzes an ausländischen Papieren festzustellen, da dafür sichere Anhaltspunkte fehlen. Wir sind also in dieser Richtung auf Schätzungen angewiesen und gehen wohl am sichersten vor, wenn wir uns ein Bild machen über das Verhältnis der schweizerischen Kapitalanlagen im

Ausland zu den gesamten mobilen Kapitalanlagen in der Schweiz. In einem frühern Aufsatz über Wert und Bedeutung der Kapitalanlagen im Ausland habe ich den Besitz an ausländischen Werten auf etwa 15% der Gesamtanlagen geschätzt. Andere seitherige Schätzungen gehen weiter und nehmen an, dass auf 100 Teile schweizerischer Werte 25 Teile fremder Werte entfallen, dass also etwa $\frac{1}{5}$ des gesamten Besitzes in ausländischen Werten angelegt sei. Erfahrungen in meiner Praxis und andere Beobachtungen haben mir die Überzeugung beigebracht, dass selbst die letztere Schätzung zu niedrig gegriffen ist. Ich bin der Ansicht, dass mindestens $\frac{1}{3}$ des gesamten schweizerischen mobilen Besitzes im Ausland investiert ist, dass also das Verhältnis zwischen schweizerischen und fremden Anlagen 2:1 ist. Daraus würde sich auf Grund der festgestellten Ziffer für den schweizerischen Besitz an Inlandswerten von Fr. 8,283,278,000 ein schweizerischer Besitz an fremden Werten von Fr. 4,141,000,000 ergeben, gegenüber früher ermittelten Fr. 1,439,000,000 Besitz des Auslandes an schweizerischen Wertpapieren.

Es unterliegt keinem Zweifel, dass die Verzinsung unserer Schuld ans Ausland niedriger ist als der Zinssatz, den wir vom Ausland für unsere dort investierten Kapitalien zu fordern haben, und man geht gewiss nicht über die Wirklichkeit hinaus in der Annahme, dass der Unterschied 1% beträgt, d. h. wir haben beispielsweise unsere Schuld ans Ausland zu 4% zu verzinsen, erhalten aber aus dem Ausland für unsere Kapitalien eine durchschnittliche Verzinsung von 5%, sehr wahrscheinlich sogar etwas mehr. Ziehen wir die Sätze von 4 und 5% in Rechnung, so hat die Schweiz an Zinsen jährlich 55 $\frac{1}{2}$ Millionen Franken ans Ausland zu remittieren, dagegen von dort 207 Millionen Franken zu empfangen (gegenüber einer jedenfalls viel zu niedrig gegriffenen Schätzung von Geering [Wirtschaftskunde der Schweiz] von 120 Millionen Franken). Es ergibt sich also aus dem Zinsenverkehr für die schweizerische Zahlungsbilanz ein Plus von etwa 150 Millionen Franken.

Allein, und damit kommen wir zur Untersuchung des andern für die Ermittlung der Zahlungsbilanz aus dem Effektenverkehr hauptsächlich massgebenden Faktors, nämlich zur Kapitalübertragung in Form der Hereinnahme, bzw. Hergabe von Kapitalien von und nach dem Ausland und Rückzahlung, bzw. Zurückziehung dieser Kapitalien. Wie schon am Eingang unserer Studie auseinandergesetzt wurde, kann der Einfluss dieses Faktors auf die Zahlungsbilanz in einem Jahre aktiv und in einem andern passiv sein, doch ist er ohne Zweifel in normalen Jahren passiv. Wenn wir annehmen, dass in einem Jahr 200 bis 250 Millionen Franken neuer schweizerischer Wertpapiere produziert werden, so dürften davon $\frac{1}{4}$ oder $\frac{1}{5}$ ins Ausland ab-

fließen, wodurch ein entsprechender Betrag nach der Schweiz remittiert werden muss. Setzen wir diesen Betrag auf 50 Millionen Franken fest. Um andererseits die Summe zu ermitteln, die jährlich neu im Ausland angelegt wird, muss zunächst festgestellt werden, wie gross der jährliche Vermögenszuwachs der Schweiz ist. Hierfür liegen bestimmte Anhaltspunkte nicht vor, und wir müssen uns daher mit Schlüssen behelfen, die wir aus den Schätzungen für andere Länder ziehen. Direktor Helfferich schätzt den jährlichen Vermögenszuwachs in seinem Lande auf 10 Milliarden Mark, Paish nimmt dafür 300 Millionen Pfund Sterling = $7\frac{1}{2}$ Milliarden Franken an. Bleiben wir für unsern Vergleich bei der niedrigeren Schätzung, die auch annähernd der früher erwähnten Schätzung der Dresdner Bank entspricht, so würde sich bei einer Einwohnerzahl Deutschlands von 65 Millionen und einer solchen von 3.75 Millionen der Schweiz und unter der Voraussetzung, dass in der Schweiz prozentual ähnliche Ersparnisse gemacht werden wie in Deutschland, ein jährlicher Vermögenszuwachs von $\frac{7500 \text{ Millionen} \times 3.75 \text{ Millionen}}{65 \text{ Millionen}} = 432 \text{ Millionen}$

Franken ergeben. Da nun der Vermögenszuwachs ganz vorzugsweise aus Kreisen stammt, die ihre Kapitalien nicht in Immobilien, sondern in mobilen Anlagen anzulegen pflegen, so kann wohl angenommen werden, dass von den genannten 432 Millionen 300 Millionen in mobilen Werten (inklusive Sparkassen) angelegt werden, und wenn wir dafür das Verhältnis der Anlagen in schweizerischen und fremden Werten wiederum 2:1 annehmen, so ergäbe sich eine jährliche Kapitalanlage im Ausland von rund 100 Millionen Franken.

Die Zinszahlungen, die uns das Ausland per Saldo zu remittieren hat, haben wir mit

Fr. 150,000,000 ausgerechnet; hierzu kommen
 „ 50,000,000 Verkauf schweiz. Werte ans Ausland
 Fr. 200,000,000 dagegen sind abzuziehen
 „ 100,000,000 für Neuanlagen im Ausland, so dass
 sich ein Saldo von
 Fr. 100,000,000 zu unsern Gunsten ergibt.

Hierzu wäre zuzuzählen der Betrag an ausländischen Wertpapieren, der ans Ausland zurückfliesst, und dagegen davon abzuziehen der Betrag schweizerischer Wertpapiere, der vom Ausland zurückkommt. Allein wir können es unterlassen, hiervon eine Wahrscheinlichkeitsrechnung aufzustellen, da in normalen Jahren eine grosse Beeinflussung der Zahlungsbilanz von dieser Seite jedenfalls nicht eintritt. Es kann also gesagt werden, dass in normalen Jahren die schweizerische Zahlungsbilanz aus dem Effektenverkehr aktiv ist.

So weit war der vorstehende Aufsatz konzipiert, als der Krieg ausbrach, und es geziemt sich, unter

Hinweis auf die seitherigen Entwicklungen einige Worte beizufügen.

Schon die ersten Augustwochen haben manche wirtschaftliche Lehrrsätze, die zu eigentlichen Dogmen geworden waren, umgestossen. Namentlich werden die Theorien über die Liquidität der Banken einer Revision unterzogen werden müssen. Man würde aber zu weit gehen, wollte man alle Erscheinungen, die der Krieg entgegen bisherigen Anschauungen gezeitigt hat, zum Ausgangspunkt für neue Theorien machen. Wollten die Banken oder die Industrie, die Eisenbahnen oder andere Monopolanstalten des Staates sich in ihren Dispositionen so einrichten, dass ihnen selbst ein europäischer Krieg nichts oder nur wenig anhaben könnte, so würden sie bald zur Einsicht kommen, dass das gleichbedeutend wäre mit einem Verzicht auf Gewinn, ja sogar mit einem allgemeinen Rückschlag im ökonomischen Leben der Völker.

Es ist hier nicht der Ort, allgemein über diesen Gegenstand zu sprechen; allein in engem Zusammenhang mit dem Thema, das der vorstehende Aufsatz behandelt, steht die Frage, ob die Theorie, dass für die Schweiz erhebliche Kapitalanlagen im Ausland wünschenswert oder notwendig seien, durch die jüngsten Ereignisse ebenfalls Schiffbruch gelitten hat. Scheinbar ja, in Wirklichkeit nein.

Hauptsächlich unter fünf Gesichtspunkten hat man bisher eine Beteiligung unseres Kapitals an ausländischen Anlagen als in unserm volkswirtschaftlichen Interesse liegend vertreten: Kapitalanlagen im Ausland verbessern unsere Zahlungsbilanz, sie verteilen die Risiken der Anlage unserer Ersparnisse, sie beschleunigen vermöge ihrer erhöhten Verzinsung die neue Kapitalbildung, sie begünstigen den Export unserer Industrie, und endlich erhöhen sie die Kriegs- und Krisenbereitschaft. Welche dieser Faktoren sind nun durch die Ereignisse, die wir eben miterlebt haben, zerstört oder in Frage gestellt worden? Die Bedeutung unserer Kapitalanlagen im Ausland für den Stand unserer Zahlungsbilanz ist bereits nachgewiesen worden. Dass die Verteilung der Risiken bei der Auswahl der Anlagewerte ein Gebot der Vorsicht ist, braucht keiner weitem Erklärung, ebensowenig die Tatsache, dass eine bessere Verzinsung die Kapitalbildung fördert. An Hand von Beispielen lässt sich leicht nachweisen, dass die Beteiligung des Kapitals an ausländischen Unternehmungen den Export der Industrie begünstigt, wenn auch für die kleine Schweiz diesen Beteiligungen nicht die gleiche Werbekraft innewohnt wie in Deutschland oder England. Bleibt also nur die Frage offen, ob tatsächlich Kapitalanlagen im Ausland auch im Interesse der Kriegs- und Krisenbereitschaft erwünscht sind. Was die Kriegs-

bereitschaft anbelangt, so hat der Besitz ausländischer Wertpapiere in den letzten Monaten vollständig versagt; es war bis jetzt nicht möglich, durch den Verkauf fremder Effekten flüssige Mittel in erheblichen Beträgen zu beschaffen, und wenn auch daran in erster Linie die unerwartete Schliessung aller Effektenbörsen der Welt die Schuld trägt, so wird man doch in Zukunft darauf verzichten müssen, im Besitz fremder Wertpapiere einen zuverlässigen Bestandteil der Kriegsbereitschaft zu erblicken.

Allein ebensowenig wie jemand ernstlich behaupten wird, dass Bankguthaben im Ausland, Wechsel auf das Ausland, Reports an den grossen Auslandsbörsen nicht mehr als liquide Zahlungsbereitschaft gelten können, weil sie in den ersten Wochen nach Ausbruch des Krieges diese Eigenschaft nicht mehr zu besitzen schienen, wird man den ausländischen Kapitalanlagen ihre Fähigkeit ganz absprechen wollen, die Zahlungsbereitschaft unseres Landes zu erhöhen. Das könnte übrigens nur in bezug auf die finanzielle Kriegsbereitschaft geschehen¹⁾, während für die Krisenbereitschaft gerade die Krisis von 1907 die Bedeutung der Kapitalanlagen im Ausland erwiesen hat.]

Wir haben aber gar nicht notwendig, eine gefährdete Position zu verteidigen. Selbst wenn wir ganz vom Werte der Kapitalanlagen im Ausland für die Kriegs- und Krisenbereitschaft absehen, so bleiben noch mehr als genügend Momente übrig, welche ihren Wert ins richtige Licht setzen. Sie haben Missionen zu erfüllen, die ihnen schon vor dem Kriege zgedacht waren: Für den einzelnen Verteilung der Risiken und Erhöhung der Zinseinnahmen, für die Gesamtheit Zahlungsausgleichung und Verbesserung der Zahlungsbilanz. Das ist genügend für die Ehrenrettung der Kapitalanlagen im Ausland gegenüber den Angriffen, denen sie ausgesetzt sind.)

¹⁾ In ihrem Wochenüberblick vom 28. November 1914 schreibt die „Frankfurter Zeitung“: „Obwohl die Auslandsbörsen ebenso wie die heimischen Märkte noch geschlossen sind, hat sich in den letzten Wochen auch in einzelnen festverzinslichen ausländischen Papieren verhältnismässig lebhaftes Geschäft entwickelt. Hierbei handelte es sich um Verkäufe nach dem neutralen Ausland. In erster Linie waren es erstklassige amerikanische Eisenbahnfonds, die von deutschen Besitzern nach Holland abgegeben wurden... Da gegen diese Papiere in vielen Fällen die hochrentablen heimischen Werte eingetauscht und gleichzeitig durch die Verkäufe nach dem Ausland dort deutsche Guthaben geschaffen werden, wodurch sich die deutsche Valuta verbessert, können derartige Transaktionen als recht zweckmässig angesehen werden... Auch einzelne schweizerische Papiere wurden an das Schuldnerland verkauft... Man sieht hieraus, dass sich der deutsche Besitz an gewissen ausländischen Werten immerhin als Vorteil für die Allgemeinwirtschaft erweist, wengleich nicht in dem Umfang, den man vielfach früher angenommen hatte, wobei man allerdings auch nicht mit der Tatsache gerechnet hatte, dass bei einem Kriegsausbruch die sämtlichen Börsen der Welt geschlossen werden würden.“