

Unsere Valuta- und Exportkredite.

Von Robert v. Moos, Zürich.

I.

Die Schweiz ist wie England, Belgien und Frankreich schon seit langem ein Land intensiven Kapitalexportes gewesen. Bereits im 18. Jahrhundert waren schweizerische private und offizielle Kreise vom Ausland als Geldgeber nicht wenig geschätzt. Im 19. Jahrhundert beginnen unsere Firmen in fremden Staaten Unternehmungen und Tochtergesellschaften zu gründen; zudem fliesst Schweizerkapital — nachdem es durch die Eisenbahnbauperiode vorübergehend im Inland Anlage gefunden hatte — in Form von Beteiligungen, Effektenübernahme, Hypothekendarlehen usf. in immer reichlicherem Masse ins Ausland ab¹⁾. Die Kapitalkraft der Schweiz kommt wohl in folgenden Zahlen, die *Landmann* a. a. O. wiedergibt, am besten zum Ausdruck: Im Jahre 1910 steht die Schweiz mit einem Volksvermögen von 7970 Fr. pro Kopf der Bevölkerung an erster Stelle der Kapitalexportstaaten, während die entsprechende Ziffer sich für England auf 7775 Fr. (1909) und für Frankreich auf 7315 Fr. (1908) beläuft. Dass sich dieses Verhältnis im Kriege kaum stark zu unsern Ungunsten verschoben hat, dürfte unbestritten sein. So überrascht es denn nicht, dass die kriegführenden Nachbarstaaten für ihre Leistungen gegenüber der Schweiz deren Kapitalkraft zur Kompensation stark herangezogen haben.

Grund dazu gab in erster Linie der Tiefstand der Valuten und deren teilweise Ursache, die Verschiebung der Handelsbilanzen, die passiv wurden. So wurde die deutsch-schweizerische Handelsbilanz, die für uns 1914 noch mit 207 Millionen Franken passiv gewesen war, 1915 mit 39 Millionen zu unsern Gunsten aktiv, 1916 mit 237 und 1917 mit 216 Millionen. Denselben Wechsel machte unsere Handelsbilanz mit Frankreich durch, indem der schweizerische Einfuhrüberschuss von 105 Millionen Franken des Jahres 1914 in ein Überwiegen der Ausfuhr von 157 Millionen im Jahre 1917 umschlug²⁾. Die Folge davon war, dass das Ausland in hohem Masse Zahlungen an die Schweiz zu leisten hatte, die jedoch durch die Sistierung des freien Austausches im internationalen Zahlungsverkehr bald erschwert wurden.

¹⁾ Vgl. *Landmann*, Über den schweiz. Kapitalexport, in der Zeitschrift für schweiz. Statistik und Volkswirtschaft 1916, S. 389 ff.

²⁾ Nach der „Rückschau über Handel und Industrie der Schweiz 1914—1918“ des schweiz. Bankvereins.

Die zentralen Notenbanken zogen das Gold an sich und gaben nur gezwungen davon an andere Staaten weiter. Als weiteres Zahlungsmittel kamen die Effekten in Betracht, die denn auch in gewaltigen Mengen über die Grenzen flossen, teils als Zahlungsmittel, teils als Kredithinterlage. Die kriegführenden Staaten mussten oft zu drakonischen Massnahmen greifen, um Auslandtitel in die Hände der Regierungen zu bringen. (Es sei nur an die 100 Millionen \$-Anleihe erinnert, die Frankreich im Juli 1916 in den Vereinigten Staaten aufnahm und zu deren Deckung es neutrale Wertpapiere im Gesamtbetrag von 125 Millionen \$ aufzubringen hatte.) Das Abstossen der Auslandpapiere barg indes den Nachteil in sich, dass sich der Saldo der Aktivzinsen in der Zahlungsbilanz dadurch verringerte. Zudem war diese Quelle nicht unerschöpflich. Und so rückte denn, nachdem die Ausfuhrverbote von Gold auch auf die Banknoten ausgedehnt worden waren, der Valutakredit an die erste Stelle unter den Massnahmen gegen den Kursrückgang und zur Warenbeschaffung überhaupt.

Bekanntlich ist Amerika in der Erteilung von Handelskrediten, direkten Vorschüssen und in der Übernahme eigener und fremder Effekten an seine Verbündeten zunächst privat, und seit seinem Eintritt in den Krieg auch offiziell, vorangegangen. Doch wurden von den europäischen Kriegführenden die Neutralen ebenfalls stark als Kapitalgeber herangezogen, ein Vorgehen, das ihnen durch ihre überragende wirtschaftliche Machtstellung leicht ermöglicht wurde. Zudem veranlassten die Kursverhältnisse die neutralen Exporteure zu weitgehenden Stundungen, teils freiwillig-spekulativer Natur, in Erwartung erheblicher Kursgewinne. Ein grosser Teil dieser Kredite mussten aber eingeräumt werden, um überhaupt exportieren zu können. Um sich neue Betriebsmittel zu verschaffen, war man dabei auf die Mithilfe der einheimischen Banken angewiesen, indem letztere die aus den Exportgeschäften entstandenen Wechsel diskontierten. Zu diesen privaten Krediten gesellten sich jedoch, besonders in den beiden letzten Kriegsjahren, die offiziellen Vorschüsse hinzu, die auf Grund der Wirtschafts- und Finanzabkommen gewährt werden mussten. So erscheinen als dritte Form des Kapitalexportes im Kriege neben der Effektenrücknahme und den privaten Auslandguthaben der Exporteure die offiziellen Valutakredite.

II.

Das Material, das über unser Thema publiziert worden ist, kann nicht gerade reichhaltig genannt werden. Leider wurden über die Finanzabkommen der Presse nur spärliche Mitteilungen gemacht; ja, sie musste sogar bisweilen gegen eine geplante Geheimhaltung energisch Front machen. So fusst denn die Diskussion der Valutakredite vor allem auf den Angaben der Neutralitätsberichte und auf den Äusserungen der beteiligten Kreise. Ganz im Dunkeln liegen natürlich die privaten Transaktionen.

Wenden wir uns nun den konkreten Tatsachen zu, die zwar anfänglich auch nichts weniger als klar sind.

Nach den Angaben von Steiger ¹⁾ wurde der Reigen der Valutakredite eröffnet durch eine *Kreditgewährung von 50 Millionen Franken an Frankreich im Jahre 1916*. Den Grund dazu sollen weitgehende Kredite geboten haben, die seitens deutsch-schweizerischer Banken an deutsche Firmen erteilt worden waren. Dies wurde in Frankreich, das zu jener Zeit der Schweiz einen Betrag von 50 Millionen Franken schuldete, bekannt. Es machte hierauf den Vorschlag, die Schweiz möge diese Summe stunden, ansonst die Bank von Frankreich bereit sei, von der Zahlung $\frac{4}{3}$ in Fünfrankenstücken zu leisten. Der Bundesrat, der keinen andern Ausweg sah, dieser Inflation zu entinnen, ging darauf ein. Der Kredit, der im Januar 1918 verfallen war, wurde später auf verschiedene Termine verlängert. Die Antwort von deutscher Seite liess nicht lange auf sich warten. Doch wollen wir, der Übersicht halber, von einer chronologischen Darstellung absehen und die Kredite nach den Staaten, denen sie gewährt wurden, ordnen.

Frankreich. An den eben erwähnten 50 Millionen-Kredit vom Jahre 1916 schloss sich auf Grund des schweizerisch-französischen Wirtschaftsabkommens vom 29. September 1917 ein weiterer Valutakredit von $37\frac{1}{2}$ Millionen Franken an, der in monatlichen Raten von $12\frac{1}{2}$ Millionen Franken während der Dauer eines Vierteljahres gewährt wurde und dessen Gegenwert in gegenseitigen Exporterleichterungen bestand. Seine Laufzeit war auf 18 Monate beschränkt; das jüngste Abkommen vom 25. März 1919 sieht jedoch seine Verlängerung vor, „falls die französische Regierung es wünscht“, und die auch tatsächlich eingeräumt werden musste. Das folgende Wirtschaftsabkommen vom 29. Dezember 1917 verpflichtete die Schweiz zur Gründung einer Finanzorganisation zwecks dauernder Kreditterteilung an ein französisches Konsortium, die in der am 1. Juli 1918 konstituierten, freiwillig gegründeten

„*Schweizerischen Finanzgesellschaft für auswärtige Anleihen A.-G.*“ in Luzern ins Leben gerufen wurde. An dem Aktienkapital von 80 Millionen Franken sind die Hauptinteressenten, die Kreise der Exportindustrie, mit 44, der Bund mit 26 und die Banken mit 10 Millionen beteiligt. Aufgabe der Gesellschaft ist die Finanzierung der Kredite, die der Bundesrat mit den Staaten der Entente vereinbart; die erforderlichen Mittel werden beschafft durch das Aktienkapital, Ausgabe von Kassaobligationen und Rückdiskontierung der Wechsel der ausländischen Schuldner. Was Frankreich anbelangt, bestimmt das erwähnte Abkommen, dass es von der Schweiz einen monatlichen Kredit von $2\frac{1}{2}$ Millionen Franken fest eingeräumt bekommt, wofür es der schweizerischen Exportindustrie die Ausfuhr von Waren (Uhren, Stickerei-, Seiden-, Schuhwaren usf.) nach Frankreich im gleichen Gesamtwert gestattet. Ferner erlaubt es die Einfuhr von Waren aus und *durch* Frankreich in die Schweiz analog den Festsetzungen des vorhergehenden Abkommens; davon bleiben 20,000 t vorschussfrei, für den Rest wird ein monatlicher Kredit gewährt, dessen Höhe progressiv zur eingeführten Warenmenge bis zur Grenze von 10 Millionen ansteigt. Da die effektiven Lieferungen hinter dieser Grenze zurückblieben, dürften die Kredite aus diesem Abkommen, das auf neun Monate geschlossen und dann um zwei weitere Monate verlängert wurde, sich auf rund 100 Millionen Franken beziffern. Die Rückzahlung hat in spätestens drei Jahren zu erfolgen. Bemerkenswert ist, dass gemäss dieser Übereinkunft Frankreich für blossen Transit Kredite erhielt, so dass z. B. amerikanische Getroidesendungen Kredite an Frankreich zur Folge hatten. — Endlich bestimmt das jüngste Wirtschafts- und Finanzabkommen vom 25. März 1919, das bis Ende dieses Jahres läuft, dass die Luzerner Finanzgesellschaft Frankreich den Gegenwert des schweizerischen industriellen Exportes, im Maximum 32.328 Millionen Franken pro Monat, vorschiesen soll, wiederum „falls die französische Regierung es wünscht“. Die valutapolitische Absicht dieser Kreditforderung kommt im Abkommen deutlich in der Klausel zum Ausdruck, dass der Kredit nur dann zu gewähren sei, wenn Frankreich keine andern Guthaben in Schweizerfranken zur Deckung seiner Einkäufe zur Verfügung hat. Ferner setzt das Abkommen fest, dass die Schweiz eine schweizerische Finanzgruppe zum Rückkauf von schweizerischen Effekten (Bundes-, kantonale und S.B.B.-Obligationen) im Gesamtwert von 157 Millionen Franken ermächtigen soll.

England. Im Jahre 1918 musste die Schweiz ihre Krediteinräumungen auch auf England ausdehnen. Im Kreditabkommen vom 20. März 1918 wurden Bestimmungen vereinbart, denen gemäss die Schweiz einer

¹⁾ Vgl. Steiger, „Unsere Finanzabkommen“, im Schweiz. Centralblatt für Staats- und Gemeindeverwaltung vom 15. Sept. 1918.

englischen Bankgruppe einen monatlichen Kredit bis 10 Millionen Franken zu gewähren hat, entsprechend den Warenmengen, die aus englischen Häfen in der Schweiz anlangen. Im übrigen wurden die Bedingungen analog vereinbart wie in der Übereinkunft mit Frankreich vom März 1918. Das Abkommen lief Ende Januar 1919 ab; die gesamte Summe der vorgesehenen Kredite beläuft sich auf 100 Millionen Franken, deren Rückzahlung nach drei Jahren, vom Datum der Gewährung an, durch den englischen Staatsschatz in Bern beginnen soll.

Im wesentlichen dieselben Grundsätze bestimmen den Inhalt des Kreditabkommens, das die Schweiz am 1. November 1918 mit *Italien* für die Dauer von 10 Monaten eingegangen ist und das von uns Kredite bis 5 Millionen Franken pro Monat verlangt.

Als vierter Ententestaat hat endlich *Belgien* im Juni 1919 von der Schweiz einen Kredit verlangt, hauptsächlich als Kompensation für seine Kohlenlieferungen. Es handelt sich dabei um die Summe von 30 Millionen Franken. Die Finanzgesellschaft in Luzern hat dem Bundesrat ihre Mithilfe zur Durchführung dieser Transaktion zugesagt.

Zählen wir zusammen, so erhalten wir eine Summe von über 400 Millionen Franken seitens der Schweiz den Staaten der Entente auf Grund der Wirtschafts- und Finanzabkommen gewährte Valutakredite.

Wenden wir uns nun den deutschen Krediten zu. Wie schon erwähnt, hatte der erste Kredit an Frankreich zur Folge, dass *Deutschland*, sobald es von jener Stundung Kenntnis genommen hatte, seinerseits ebenfalls die Einräumung dieser Zahlungsvorteile verlangte, die ihm in Form eines 50 Millionen Franken-Kredites im September 1916 gewährt wurde. Es soll sich dabei um die Stundung von Guthaben gehandelt haben, die zum grossen Teil sich die Käseexportgenossenschaft in Deutschland geschaffen hatte. Bald darauf, im Frühjahr 1917, schloss sich ein weiterer Kredit von 25 Millionen Franken an, dessen Gegenwert im Dunkeln liegt. Der nächstfolgende Wirtschaftskredit von 18 Millionen Franken, der in den Monaten Mai, Juni und Juli 1917 eingeräumt wurde, ist jüngst wieder aktuell geworden, als Deutschland sich zur Rückzahlung bereit erklärte, dabei aber auf den Widerstand der Entente stiess. Da Deutschland vor dem Abschluss des zweiten Wirtschaftsabkommens mit der Schweiz ein allgemeines Einfuhrverbot erlassen hatte, fiel es ihm leicht, diesen Kredit von der Schweiz zu erzwingen. Als Gegenleistung gestattete es unsern Exportindustrien die Ausfuhr von Waren im selben Gesamtwert nach Deutschland. An dem Kredit, der von schweizerischen Banken vorgeschossen und diesen durch die beteiligten Indu-

strien garantiert wurde, partizipieren die Seidenwaren mit 35, Stickereien mit 30, Uhren mit 25 und diverse Waren mit 10 Prozent.

Im dritten Abkommen mit Deutschland vom 20. August 1917 wurden die bekannten Kohlenkredite vereinbart. Die Übereinkunft, deren Dauer auf neun Monate festgesetzt wurde, brachte der Schweiz neben einer Erhöhung des Kohlenpreises um 30 Franken per Tonne die Verpflichtung, Deutschland je nach der effektiv gelieferten Kohlenmenge einen Kredit bis 20 Millionen Franken zuzugestehen. Deutschland seinerseits verpflichtete sich, Ausfuhrbewilligungen für 200,000 Tonnen Kohlen monatlich zu erteilen, wovon Lieferungen bis 74,000 t vorschussfrei bleiben sollten, als Kompensation der von der Schweiz gelieferten elektrischen Energie und der Produkte, die in der Schweiz mit Hilfe des elektrischen Ofens hergestellt wurden. Überschreitet die Lieferungsmenge diesen Betrag, so setzen die Kredite in Staffeln von 30—100 Franken per Tonne ein, je nach dem eingeführten Kohlenquantum. Da letzteres hinter der Höchstgrenze zurückblieb, erreichten diese Kohlenkredite die Höhe von 155,2 Millionen Franken (am 31. Juli 1918). Über die Durchführung enthält das Kreditabkommen folgende Bestimmung: „Die Kredite werden von einer zu gründenden schweizerischen Finanzorganisation einer von der deutschen Regierung bezeichneten Bank oder Bankgruppe eingeräumt.“ Zu diesem Zwecke wurde die *Kohlenzentrale Basel* in eine A.-G. umgewandelt und erhielt neben der Kohlenbeschaffung und -verteilung als neue Aufgabe die Durchführung der Kreditbestimmungen des Abkommens. Da die Rückzahlung der Kredite in den entsprechenden Monatsraten vom 31. Oktober 1920 bis 30. Juni 1921 erfolgen soll, weigerten sich die Banken, für den ganzen Betrag der Vorschüsse aufzukommen in Anbetracht der allzu grossen Illiquidität einer solchen Investierung, deren Risiko sie nicht laufen wollten. Man verpflichtete deshalb die Hauptinteressenten an den Krediten, die Kohlenverbraucher, sich an der Finanzierung zu beteiligen. Die bundesrätliche Notverordnung vom 8. September 1917 regelte diese Heranziehung der Konsumenten, indem Besitzer von Kohlenvorräten Prioritätsaktien im Nennwert von 500 Franken für je 5 t Kohlenvorrat übernehmen oder die Hälfte à fonds perdu einzahlen mussten, während die Kohlenverbraucher für jede Tonne neubezogener Kohle eine Stammaktie von 100 Fr. zu zeichnen oder entsprechende Sicherheit zu leisten hatten in Form von Hinterlage schweizerischer Werte oder Bankgarantie. Im folgenden Wirtschaftsabkommen hat Deutschland bekanntlich auf weitere Kredite verzichtet und an deren Stelle eine gewaltige Erhöhung der Kohlenpreise erzwungen.

Fassen wir demnach zusammen, so stehen wir vor der Tatsache, dass Deutschland und die alliierten Staaten Frankreich, England, Italien und Belgien auf Grund der Wirtschafts- und Finanzabkommen unserer Volkswirtschaft mindestens ein Kapital von 650 Millionen Franken vorläufig entzogen haben durch diese Valutakredite.

Doch damit ist diese Form des Kapitalexportes im Kriege noch lange nicht erschöpft. Denn es gesellen sich diesen offiziellen Valutakrediten noch die *privaten* hinzu. Eine ziffernmässige Erfassung derselben ist leider angesichts ihrer Mannigfaltigkeit und Zersplitterung nicht möglich, da sie von einzelnen Konsortien, vor allem aber von einer grossen Zahl von Einzelunternehmungen der Bank- und Industriewelt an Auslandsfirmen gewährt wurden. Zweifellos handelt es sich aber um ganz gewaltige Beträge, deren Summe kaum hinter derjenigen der offiziellen Wirtschaftskredite zurückstehen dürfte. Was die verschiedenen Arten der privaten Valutakredite anbelangt, so heben sich gewisse Gruppen deutlich voneinander ab, die wir kurz andeuten wollen. Die wichtigste Gruppe stellen wohl jene Kredite dar, die seitens schweizerischer Banken an ausländische Firmen ihres Kundenkreises gewährt wurden und die, wie schon erwähnt, im Jahre 1916 die Forderung Frankreichs auf Einräumung des ersten offiziellen Valutakredites zur Folge hatten. Diese Kredite, die gegen Hinterlage von Werttiteln bewilligt wurden und deren Risiko allein die Bankinstitute auf sich nahmen, wurden jedoch mit zunehmender Kriegsdauer immer spärlicher; im letzten Kriegsjahr sind sie gegenüber 1915 und 1916 von nur geringer Bedeutung, und im Jahre 1919 setzte bereits ihr Abbau ein, auf den wir weiter unten noch hinweisen werden. Die wachsende Zurückhaltung der Banken zwang jedoch die ausländischen Firmen, für ihre Einkäufe in der Schweiz die nötigen Kredite von den Exporteuren direkt zu verlangen. Diese Zahlungsstundungen wurden ebenfalls gegen Hinterlage von Wertschriften und fremder Währung, die bei dem starken Rückgang der Valuten ergänzt werden musste, zugebilligt und stellen eine zweite, äusserst wichtige Gruppe der privaten Wirtschaftskredite dar. Hier tragen also die Exporteure selbst das volle Risiko, die Banken übernehmen einzig die Verwaltung. Jedoch kann die Rolle der Banken sich aktiver gestalten, dann nämlich, wenn die Hinterlage von der ausländischen kreditnehmenden Firma dem schweizerischen Exporteur mit Weiterverpfändungsrecht zur Verfügung gestellt wurde und dieser gestützt darauf bei seiner Bank einen neuen Kredit aufnehmen konnte. In diesem dritten Falle, der gewissermassen zwischen den beiden erstgenannten Arten steht, sicherten sich die Banken also nicht allein

durch die Pfänder, sondern auch durch die Garantie der Exporteure. Endlich tritt neben diesen drei hauptsächlichsten Typen der privaten Valutakredite noch ein vierter in Erscheinung, der im letzten Kriegsjahr, besonders aber seit Eintritt der Übergangswirtschaft eine stets zunehmende Bedeutung erlangt hat: die Kredite der Exportverbände. Das Problem der Finanzierung der für den Export heute kaum zu umgehenden langfristigen Kredite bildet ja gegenwärtig in allen Exportstaaten eine Hauptfrage der gesamten Exportpolitik, deren Lösung in den Vereinigten Staaten, England und auch Frankreich bereits mit Erfolg versucht worden ist auf dem Wege des korporativen Zusammenschlusses, zum Teil unter Bank- und Staatshilfe. Für die Schweiz fällt hier in erster Linie die Finanzierung des Exportes nach den Absatzgebieten der ehemaligen Zentralmächte, den Balkanstaaten und den südamerikanischen Ländern in Betracht. Um ein Beispiel zu erwähnen, sei nur auf die schweizerisch-brasilianische Exportgesellschaft hingewiesen.

Diese Beispiele der privaten Valuta- und Exportkredite liessen sich freilich noch stark vermehren. So kämen z. B. noch jene Valutakredite hinzu, die im Zusammenhang mit den Valutaversicherungsverträgen eingegangen worden sind, die Kredite einheimischer Unternehmungen an ausländische Tochtergesellschaften u. a. m. Jedoch von allgemein volkswirtschaftlicher Bedeutung sind in erster Linie die vier oben erwähnten Gruppen, deren Einfluss auf den schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt, wir wiederholen es nochmals, dem der offiziellen Wirtschaftskredite in nichts nachstehen dürfte.

III.

Nachdem wir versucht haben, den Umfang der Kapitalausfuhr in Form der Valutakredite zu erfassen, wollen wir kurz die *technische Durchführung* dieser Transaktionen besprechen, ehe wir zu ihrer volkswirtschaftlichen Würdigung übergehen.

Anlage 2 des Abkommens mit Deutschland vom 20. August 1917 enthält darüber folgende Bestimmungen, die mit wenigen Modifikationen bei allen diesen Geschäften Anwendung fanden:

Die Kredite werden gewährt gegen in Schweizerfranken auszustellende und in der Schweiz zahlbare Dreimonats-Solawechsel über je 100,000 Schweizerfranken der Zentraleinkaufsgenossenschaft m. b. H. Berlin, die das Giro einer erstklassigen deutschen Bank tragen. Diese Solawechsel sind jeweils bei Verfall bis zur endgültigen Rückzahlung zu erneuern.

Der Zins ist auf 6% p. a. festgesetzt, zuzüglich einer Provision von $\frac{1}{4}$ % pro Quartal. Zins und Provision sind zum voraus vierteljährlich auszurichten bei der Diskontierung der Wechsel.

IV.

Die Sicherstellung wird durch Hinterlage erstklassiger deutscher Hypothekartitel mit Weiterverpfändungsrecht geleistet auf der Basis: 1000 Franken — gedeckt durch 2000 Mark vierprozentiger Pfandbriefe, wobei jedoch Deutschland im Falle eines Kursrückganges die Deckung zu vervollständigen hat.

Diese Form der Dreimonatswechsel wurde in der Regel bei diesen Wirtschaftskrediten beigezogen. Doch darf man sich durch die vierteljährliche Laufzeit der Wechsel nicht täuschen lassen, da alle Kredite immer und immer wieder prolongiert wurden, teils in den ursprünglichen Abkommen selbst, indem dieselben die Erneuerungsklausel auf Jahre hinaus enthielten, teils in den spätern Vereinbarungen, die die Laufzeit früherer Kredite verlängerten. Wie aus den oben zitierten Bestimmungen ersichtlich ist, verzinst Deutschland die Kohlenkredite mit jährlich 7%. Angesichts der Tatsache, dass diese Verzinsung schon im Jahre 1917 gewährt wurde, ist diese *Rendite* als durchaus vorteilhaft zu bezeichnen, besonders wenn man vergleichsweise die Erträge anderer Anlagen in den Gebieten der Zentralmächte heranziehen wollte, die zudem noch in dortiger Währung ausgerichtet werden, z. B. von Bankguthaben, Wertpapieren und Hypothekendarlehen. Nachteilig wirken jedoch diese Kredite von dem Momente an, wo der inländische Kapitalmarkt sich andauernd versteift, um so mehr, als der freie internationale Kapitalausgleich noch stark unterbunden ist. Doch davon später.

Die französischen Dreimonatswechsel, die zwei erstklassige Unterschriften aufweisen, garantieren bei einer jährlichen Verzinsung von 5% plus je einer vierteljährlichen Erneuerungsprovision von $\frac{1}{2}$ % ebenfalls eine Rendite von 7% und sind, analog den deutschen Krediten, durch Wertpapiere gedeckt. Dieselben Bedingungen erscheinen wieder im Abkommen mit Italien; es sind jedoch gewisse Abänderungen vorbehalten, falls starke Schwankungen auf dem Geldmarkte auftreten sollten. Die Einlösung der englischen Kredite übernimmt, wie schon erwähnt, der englische Staatsschatz; desgleichen fallen die Spesen ihm zu Lasten. Die Banken des englischen Konsortiums, unter denen unter andern Barclay's-, Lloyd's-, London City & Midland- und Parr's-Bank figurieren, geniessen eine Provision von $\frac{1}{32}$ % der Kreditsummen. Was die privaten Kredite anbelangt, die durch Wertschriften, ausländische Währung, Garantieleistungen von Banken und Industriellen gedeckt sind, ist zu bemerken, dass ihre Verzinsung meist beträchtlich über jener der offiziellen Kredite zu stehen kommt. So sind Blankokredite im Inland meist zu billigeren Konditionen gewährt worden als diese Auslandskredite, bei denen Sätze von 8— $8\frac{1}{2}$ % in Anwendung kamen.

Wenn wir einen Blick zurückwerfen auf die verschiedenen Wirtschaftskredite, um für deren *Beurteilung* Anhaltspunkte zu gewinnen, so fällt uns ohne weiteres auf, dass die wirtschaftliche unmittelbare Wirkung derselben durchaus nicht einheitlich und deshalb individuell oder wenigstens nach Gruppen zu werten ist. Auf der andern Seite haften ihnen allen gewisse gemeinsame Merkmale an: der valutapolitische Charakter, die Tendenz, sich von der Kurzfristigkeit zu entfernen, d. h. die Illiquidität dieser Anlagen und damit die Einwirkung auf den heimischen Geld- und Kapitalmarkt.

Deshalb sind bei ihrer kritischen Würdigung folgende Punkte massgebend: ihre individuelle Wirkung bei der Gewährung, Einfluss auf die Kurse, die Frage der Rückzahlung und ihre indirekten Folgen.

Die vornehmste Aufgabe der Valutakredite dürfte wohl die Exportförderung sein, wie sie z. B. in jenem 18 Millionen-Kredit an Deutschland vom Frühjahr 1917 deutlich in Erscheinung tritt und dessen Gegenwert in der Exporterlaubnis für Schweizerwaren nach Deutschland bestand. Es ist deshalb die Heranziehung der Industrien im Verhältnis zu den Ausfuhrkontingenten bei dieser Stundung durchaus gerechtfertigt gewesen. Unter diese Kategorie fallen ebenfalls die privaten Exportkredite, die gewährt werden mussten, um überhaupt exportieren zu können; dann die festen Ausfuhrkredite von monatlich $2\frac{1}{2}$ Millionen Franken auf Grund des Abkommens vom 29. Dezember 1917 mit Frankreich usw. Auf diesem Gebiete sind die Valuta- und Exportkredite sicherlich privat- und volkswirtschaftlich durchaus gerechtfertigt, um so mehr, als sie vom Ertragsstandpunkte aus durchaus eine vorteilhafte Anlage darstellen.

Eine weitere individuelle Wirkung der Kredite ist umgekehrt die, dass sie unmittelbar zu unserer Landesversorgung im Kriege beigetragen haben. In dieser Gruppe stellen die Kohlenkredite an Deutschland wohl das bekannteste Beispiel dar. Die Kohlenpreise auf Grund des Kohlenabkommens vom 20. August 1917 stellten sich gegenüber den Preisen unmittelbar vor dem Krieg rund dreimal höher; das folgende Abkommen dagegen, das auf Kohlenkredite verzichtete, stellte ein Verhältnis von rund 1:7 gegenüber den Vorkriegspreisen auf. Angesichts der Tatsache nun, dass sich zur Zeit der Geltung des ersten Kohlenabkommens die Kohlenpreise in Frankreich und Italien schon auf der Höhe befanden, die sie bei uns erst durch das so drückend empfundene zweite Kohlenabkommen erhielten, können die oft angefochtenen Kohlenkredite nur als durchaus berechtigt anerkannt werden. Die Polemik gegen jene Kredite erübrigt sich, wenn

man sich die Konsequenzen einer Verweigerung derselben vorstellt, zumal Deutschland deren Gewährung als *conditio sine qua non* eines Abkommens hingestellt hatte.

Bedeutend weniger Argumente zugunsten der Valutakredite lassen sich dagegen bei derjenigen Variation der versorgungsfördernden Kredite anführen, die wir kurzweg als Transitlekredite bezeichnen können. Ihre Gewährung lässt sich eben nur aus der überragenden wirtschaftlichen Machtstellung heraus erklären, welche letztere der Gegenkontrahent für seine valutapolitischen Massnahmen missbrauchte, so dass die Schweiz im Interesse für ihre Versorgung gezwungen war, auf diese lästige Bedingung einzugehen.

Wenden wir uns nun dem valutapolitischen Moment zu. Es wurde schon eingangs darauf hingewiesen, dass unsere Handelsbilanzen mit den einzelnen Staaten im Kriege teilweise einen Umschwung erlitten haben. So wurden diejenigen mit Deutschland und Frankreich seit 1915 zu unsern Gunsten aktiv, währenddem sie bis dahin passiv gewesen waren in den vorausgehenden Jahren; die Handelsbilanz mit England blieb für die Schweiz aktiv erhalten, wie sie es schon früher gewesen war; diejenigen mit Italien und Belgien verharren weiter in ihrer Passivität, die sie schon vorher gezeitigt hatten. Es wäre nun freilich kaum richtig, die Handelsbilanzen, d. h. die ausschlaggebenden Posten der Zahlungsbilanzen, als den massgebenden Faktor für die eingetretene Hausse des Schweizerfrankens allein verantwortlich zu machen. Doch dürfte ihre Wirkung auf den Kursrückgang der ausländischen Währung immerhin nicht unbeträchtlich sein. Dagegen kann als sicher angenommen werden, dass der Tiefstand der ausländischen Valuten der eigentliche Urheber der Forderung von Valutakrediten gewesen ist. Denn die relativ grosse Kapitalkraft der Schweiz kam im Hinblick auf den immensen Kapitalbedarf der Kriegführenden kaum zur wirtschaftlich-zwangweisen Heranziehung zur Kriegsfinanzierung in Betracht. Dagegen wollten die kreditfordernden Staaten diese Kredite einerseits eingeräumt haben in der Hoffnung, die Kurse in ihrer stetigen rückläufigen Bewegung aufzuhalten, und zugleich vor allem in der Absicht, grosse Kursverluste zu vermeiden. Dieser letztere Wunsch liegt auch den Forderungen der privaten Auslandsfirmen auf Gewährung von Exportkrediten zugrunde.

Ein weiterer Zug, der allen Valuta- und Exportkrediten eigen ist, ist ferner ihre immer und immer wieder nachgesuchte Prolongierung. Alle endgültig fällig gewordenen offiziellen Kredite sind bis dahin wieder erneuert worden, mit Ausnahme des 18 Millionen-Kredites an Deutschland, der uns noch beschäftigen wird. Dagegen wurde von den privaten Exportkrediten durch die Banken ein Teil bereits abgebaut durch deren strikte Weigerung,

dieselben noch weiter zu gewähren. Es scheint sich dabei vor allem um Kredite an Firmen zu handeln, die ihren Sitz auf dem Territorium des ehemaligen Österreich-Ungarn haben. Massgebend dürfte dabei wohl in erster Linie die hoffnungslose Lage der Währungen der Sukzessionsstaaten gewesen sein und auf der andern Seite die Erwägung, dass jene Firmen erhebliche Kriegsgewinne gemacht haben. Es ist jedoch daran zu erinnern, dass diese Devisengeschäfte von der Zustimmung der zustehenden Devisenzentralen abhängig sind. Doch damit haben wir bereits eine weitere wichtige Frage angeschnitten, die sich auf die Rückzahlung der Kredite bezieht.

Wir haben weiter oben darauf hingewiesen, dass der mehrfach angeführte 18 Millionen-Kredit vom Frühjahr 1917 dieses Problem in den Vordergrund gerückt hat. Deutschland war bereit, diesen Kredit, der am 31. März 1919 endgültig fällig gewesen war, in Gold zu bezahlen, wurde daran aber von der Entente auf Grund des Waffenstillstandsvertrages verhindert. Da die Nationalbank davon zu spät Kenntnis erhielt, musste die Schweiz unter Zustimmung der Industrien, die den Banken für den Kredit hafteten, in eine weitere Stundung um drei Monate einwilligen, um Zeit für Unterhandlungen in Paris zu gewinnen, die insofern Erfolg hatten, als die Rückzahlung im Juli endlich erfolgen konnte. Dieser Zwischenfall hat jedoch der Schweiz klar genug gemacht, dass die Rückzahlungsfrage überaus ernst ist. Dabei liegen die Schwierigkeiten nicht auf deutscher Seite. Denn das Verhalten Deutschlands in dem eben erwähnten Fall bewies seine Bereitwilligkeit, die Kredite abzubauen. In dem Sinne lauteten auch die Erklärungen des Staatssekretärs Müller vom Reichswirtschaftsamt bei der Erörterung dieser Fragen, dass „Deutschland alles tun müsse, um sich das Vertrauen des Auslandes zu erhalten“ (Frankfurter Zeitung vom 27. November 1918). Den eigentlichen Anlass zu Befürchtungen gibt uns vielmehr Art. 248 des Friedensvertrages, der folgenden Passus enthält: „Die deutsche Regierung darf bis zum 1. Mai 1921 weder Gold ausführen, noch über Gold verfügen, noch Ausfuhr- oder Verfügungsermächtigungen für Gold erteilen, wenn hierzu nicht im vornhinein die Genehmigung von seiten der durch die Kommission für Wiedergutmachungen vertretenen alliierten und assoziierten Mächte erteilt worden ist.“ Zudem soll Frankreich sogar die Forderung auf Herausgabe der von Deutschland den Neutralen verpfändeten Wertpapiere verlangt haben, da es sich hier um deutsches Eigentum handle. Auf alle Fälle ist dringend zu wünschen, dass dieses Thema der Freigabe des deutschen Goldexportes zum Abbau der Wirtschaftskredite durch ein Abkommen der Schweiz mit den Alliierten seine Erledigung finden möge. Die grossen

Kredite an England und Frankreich sind durch die Kreditabkommen bis 1921 festgelegt und kommen somit für unsern Kapitalbedarf in der Übergangswirtschaft nicht in Frage. Leider dürfte ein Rechtsanspruch auf frühere Zurückzahlung durch entsprechende Modifikationen der Abkommen kaum zu erreichen sein. Ebenso gewährt das Abkommen vom 25. März 1919 Frankreich eine Handhabe, um den Kredit von 37 $\frac{1}{2}$ Millionen vom Jahre 1917 noch weiter zu stunden und sogar neue Kredite wieder aufzunehmen.

Somit dürfte der überwiegende Teil der offiziellen Wirtschaftskredite für die ersten Jahre unserer Übergangswirtschaft sich als eine illiquide Anlage erweisen, deren volle Tragweite wir erst zu erfassen vermögen, wenn wir noch kurz die Verhältnisse auf unserem Geld- und Kapitalmarkt betrachten, zu deren Herbeiführung die Valutakredite wesentlich mitgewirkt haben.

Das schweizerische Volkswirtschaftsdepartement berichtet im dritten Neutralitätsbericht vom 15. Juni 1916, indem es gegen den „irrationellen Kapitalexpert“ auftritt, es ergehe an die Banken die Forderung, sich in den Dienst der nationalen Volkswirtschaft zu stellen. Bezüglich einer Konferenz mit den Vertretern des Bankgewerbes führt es dann weiter aus: „Das Departement hat dabei geltend gemacht, dass die Finanzpolitik der schweizerischen Banken nach nationalen Gesichtspunkten orientiert werden müsse, um für die schweizerische gemeine und private Erwerbswirtschaft die gegenwärtig und in Zukunft nötigen Kapitalien zur Verfügung zu halten. Es wurde darauf hingewiesen, ein wie wichtiger Faktor für das wirtschaftliche Leben des Landes unter den gegenwärtigen Verhältnissen und nach dem Friedensschlusse das Vorhandensein von genügendem und nicht zu teurem Betriebskapital sei.“

Jedoch war später der Bundesrat selbst genötigt, Abkommen einzugehen, die unserer Volkswirtschaft grosse Kapitalien entziehen. Und dies noch heute, wo die Lage auf dem Kapitalmarkt sicherlich keine rosige mehr ist. Die zunehmende Krisis desselben machte sich besonders seit dem letzten Quartal 1918 bemerkbar und fand damals in der Erhöhung des offiziellen Diskontsatzes der Nationalbank von 4 $\frac{1}{2}$ % (seit 1. Januar 1915) auf 5 $\frac{1}{2}$ % am 3. Oktober 1918 seinen deutlichsten Ausdruck. Die Versteifung ist ferner aus folgenden Zusammenstellungen deutlich ersichtlich, die wir dem Handelsteil der „Neuen Zürcher Zeitung“ entnehen:

Im Jahresdurchschnitt stellen sich der offizielle Satz und Privatsatz

im Jahre	Offizieller Satz	Privatsatz
1915	4.50 %	3.53 %
1916	4.50 %	2.46 %
1917	4.50 %	2.63 %
1918	4.75 %	4.13 %

Monatsdurchschnitte

	1918		1917		1914	
	Pr. S.	O. S.	Pr. S.	O. S.	Pr. S.	O. S.
	%	%	%	%	%	%
Januar	4.19	4.50	3.50	4.50	4.05	4.34
April	3.89	4.50	2.30	4.50	3.00	3.50
Juni	3.38	4.50	1.82	4.50	2.87	3.50
August	3.95	4.50	1.70	4.50	6.00	5.97
Oktober	5.02	5.44	3.34	4.50	4.74	5.00
November	5.27	5.50	4.22	4.50	4.85	5.00

Noch deutlicher sprechen folgende Ziffern zur Zeit der Jahreswende 1918/19:

	Offizieller Satz	Privatsatz
29. November	5 $\frac{1}{2}$ %	5 $\frac{1}{4}$ %
20. Dezember	5 $\frac{1}{2}$ %	5 $\frac{5}{16}$ %
3. Januar	5 $\frac{1}{2}$ %	5 $\frac{3}{8}$ %

Mitte 1919 endlich finden wir folgende Angaben:

	Offizieller Satz	Privatsatz
13. Juni	5 $\frac{1}{2}$ %	4 $\frac{5}{8}$ %
4. Juli	5 $\frac{1}{2}$ %	4 $\frac{9}{16}$ %
25. Juli	5 $\frac{1}{2}$ %	4 $\frac{1}{2}$ %

Im letzten Quartal 1918 wiesen ferner einige missglückte Emissionen deutlich darauf hin, dass unser Kapitalmarkt von seiner überraschenden Aufnahmefähigkeit in den Kriegsjahren nachzulassen beginne.

Weitere Symptome der ständigen Versteifung auf dem Kapitalmarkt sind ferner in folgenden Tendenzen zu finden: die Veränderung der Kapitalisierungsbasis, die in den Kursen der Aktien in Erscheinung tritt; die schwierige Lage des Hypothekarkredites, der sich ständig verteuert; die sichtliche Vorliebe für kurzfristige Anlagen usf.

Angesichts dieser Tatsachen ist die entschiedene Abneigung der Banken und der industriellen Kreise gegen ein Fortbestehen der Praxis der Valutavorschüsse sehr begreiflich. Dies um so mehr, als die Übergangszeiten an den Kapitalmarkt mit starken Ansprüchen herantreten und dadurch dessen Lage noch verschärfen. Zu den Forderungen der Handels- und Industriewelt stellen sich diejenigen des Bundes, der Kantone und Kommunen hinzu, deren Ausgaben stetig wachsen, vor allem durch die vermehrten Verwaltungsausgaben. Zudem werden in kurzer Zeit die Elektrifizierungsarbeiten der schweizerischen Eisenbahnen grosse Kredite erfordern.

Rufen wir uns nochmals die Summe von 650 Millionen Valutakredite in die Erinnerung zurück, vergegenwärtigen wir uns, dass sich dazu noch gewaltige Summen privater Exportkredite gesellen und dass das jüngste Abkommen mit Frankreich uns verpflichtet, Effekten im Betrage von 157 Millionen Franken zu-

rückzukaufen, so können wir den Vorwurf nicht zurückweisen, dass diese Transaktionen zum erheblichen Teil mit eine Ursache der Kapitalverteuerung in der Schweiz darstellen. Es sind gegenwärtig noch Wechsel aus den Valutakrediten von grossen Beträgen in Zirkulation, die früher oder später ins Portefeuille der Nationalbank eingehen und damit auf Notenumlauf und -deckung wirken werden. Es ist deshalb notwendig, dass, soweit möglich, der Abbau der Kredite gefördert werde und dass in Hinsicht auf die Eröffnung neuer Exportkredite, die infolge der Hausse unserer Währung zum Teil kaum zu umgehen sein werden, eine vorsichtige Praxis beibehalten werde.

Die Valutavorschüsse haben wesentlich zur Förderung von Export und Versorgung der Schweiz im Kriege mitgeholfen. Solange sie durch überschüssige Gelder im Inland finanziert wurden, sind sie, mit Hinsicht auf ihre Rendite, eine durchaus gerechtfertigte Anlage gewesen. Allein von der Zeit an, wo sie angesichts der zunehmenden Verknappung auf dem schweizerischen Kapitalmarkt auf diesem die Verteuerung zu beschleunigen begannen, sind sie nur noch insofern zu verstehen, als sie unter dem Zwang der internationalen Verhältnisse eingeräumt werden mussten. Und in diesem Sinne werden sie ihre nachteilige Wirkung noch lange zum Schaden der schweizerischen Volkswirtschaft beibehalten.
