

# Wandlungen am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt\*

Von Dr. R. Lang, Zürich,  
Mitglied der Generaldirektion der Schweizerischen Kreditanstalt

Will man Verschiebungen und Wandlungen im Wirtschaftskörper untersuchen, so gilt es zunächst, eine geeignete Referenzperiode zu wählen. Da die Verhältnisse am Geld- und Kapitalmarkt entscheidend durch den Gang der Wirtschaft bestimmt werden, fallen für einen über lange Frist wertenden Vergleich von vorneherein die dreissiger und vierziger Jahre, die im Zeichen der Depression sowie der ausserordentlichen Bedingungen der Kriegs- und ersten Nachkriegszeit standen, ausser Betracht. Die Zeitspanne von 1950 bis heute erscheint dagegen zu kurz, um die grossen Entwicklungslinien herauszuschälen zu können. Gerade auf dem Gebiet des Geld- und Kreditwesens besteht nämlich die Tendenz, dass man aus der Sicht des Augenblicks heraus vorübergehende Verschiebungen als Strukturwandlungen qualifiziert, andere dauerhaftere Einflüsse dagegen vernachlässigt und damit auch Gefahr läuft, wirtschaftspolitisch unzuweckmässig zu handeln. So ergibt sich die Hochkonjunkturperiode 1927/29 fast von selber als natürliche Vergleichsperiode. Dabei erschweren zwar die bekannten Mängel der Statistik in gewissem Umfang die Darstellung und belasten sie mit Unsicherheitsmomenten, die aber keineswegs derart gewichtig sein dürften, dass eine wesentliche Verfälschung des Gesamtbildes herbeigeführt würde.

Im Rahmen der dargelegten Einschränkungen sei zunächst in einem groben Aufriss auf einige Konstanten im organisatorischen Aufbau des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes hingewiesen. *Konstant geblieben sind* die wichtigsten Träger unserer Geldwirtschaft, also neben dem Staat die Versicherungen, Pensionskassen und Banken. Konstant geblieben ist im wesentlichen auch die geschäftspolitische Ausrichtung dieser Unternehmen. Das gilt sowohl für die Versicherungen, für die Pensionskassen wie auch für die Banken, die damals wie heute in ihrer überwiegenden Mehrzahl den Typ der Universalbank repräsentieren. Im Versicherungssektor hat mit dem Ausbau der Sozialversicherung freilich die öffentliche Hand an Gewicht gewonnen. Dagegen blieb bei den *Banken*, von den 1930 geschaffenen zwei Pfandbriefzentralen abgesehen, sozusagen alles beim alten. So entsprechen die grossen Handelsbanken, an der Bilanzsumme gemessen, heute wie vor fünfunddreissig Jahren, grössenordnungsmässig etwa den 28 Kantonalbanken, und um diese zwei wichtigen

\* Leicht abgeänderte und ergänzte Fassung eines Referats vor der am 15. Mai 1964 abgehaltenen Mitgliederversammlung der Vereinigung für gesunde Währung in Zürich.

Bankenkategorien gruppiert sich nach wie vor eine bedeutende Zahl kleinerer Institute, die ihrerseits wieder, der zusammengefassten Bilanzsumme nach, den gleichen Rang einnehmen wie die beiden anderen Bankengruppen. Der schweizerische Bankenapparat scheint somit auf den ersten Blick die eigenartige Tendenz zu besitzen, in einem bestimmten Gleichgewichtszustand zu verharren. Dieser Eindruck wird auch durch einen Blick auf die Entwicklung der Zahl der Bankstellen verstärkt, die sich seit 1930 unter einigem Auf und Ab grosso modo parallel zum Bevölkerungswachstum vollzogen hat. Schon damals «overbanked», ist die Schweiz wenigstens nicht noch mehr «overbanked» geworden.

Diese Bemerkung bildet einen rein sachlichen Hinweis. Damit sei weder entschuldigt noch ermuntert. Schon gar nicht sei hiermit eine kürzlich publizierte Feststellung kommentiert, wonach – wenn ich es richtig verstehe – so etwas wie ein gütiger Geist über diesem schönen Gewerbe waltet und mit Hilfe von Logarithmentafeln dafür sorgt, dass alle Institute sich auf lange Sicht im Gleichmass entwickeln. Die Bankiers befänden sich sozusagen im Laufgitter, wesentliche Verschiebungen in ihrem Bereich wären ausgeschlossen. Dem ist in Wirklichkeit aber nicht so. Denn unverkennbar befindet sich das Bankwesen, wie alles Lebendige, in stetem Fluss, und hinter der Stabilität, die es an der Oberfläche zu zeigen scheint, verbergen sich *bei näherer Betrachtung nicht unwesentliche Verschiebungen*.

So liess der Zug der Zeit zu grossdimensionierten Investitionsausgaben, die Tendenz zu einer vermehrten internationalen Wirtschaftskooperation, der Aufstieg der Schweiz zum internationalen Finanzplatz *für die Banken ein Arbeitsklima entstehen*, das für Institute mit finanziell beschränkter Potenz eher ungünstig, umgekehrt aber der Entwicklung von spezialisierten wie auch jener der weltweit ausgerichteten Banken im Prinzip förderlich war. Sodann hat sich der *wirtschaftspolitische Rahmen unseres Geld- und Kapitalmarktes entscheidend gewandelt*. War Ende der zwanziger Jahre die Notenbank in ihren Interventionsmöglichkeiten weitgehend auf das klassische Instrument des Diskontomechanismus beschränkt, so ist ihr Einflussbereich heute ganz erheblich breiter geworden. Schon das Bankengesetz von 1934 hat die ihr bisher in formloser Vereinbarung zugestandene Befugnis zu einer gewissen Kontrolle des Kapitalexports rechtlich verankert und ihr auch bestimmte Kompetenzen im Bereich der Festlegung der Kassenobligationen-Sätze der Banken eingeräumt. Seither hat ein Netz weiterer, mit der Notenbank getroffener Vereinbarungen, die nun sogar mit der Drohung staatlicher Sanktionen bei Verstössen durchgesetzt werden, die behördliche Überwachung des geldwirtschaftlichen Geschehens noch stärker gefestigt. So sind die Banken heute durch die Übereinkunft über die Auslandgelder sowohl im Depositengeschäft wie auch im Effektengeschäft eingeeengt, und überdies steht es ihnen auch nicht frei, Art und Umfang ihrer Auslandsanlagen nach Konvenienz zu wählen. Ferner haben sie die Vorschriften

über die Kreditbegrenzung zu beobachten sowie gewisse Beträge an Kassenreserven bei der Notenbank blockiert zu halten; darüber hinaus sind bestimmte Restriktionen, die für die Banken gelten, auch auf weitere Kreise ausgedehnt, ja zum Teil sogar für das ganze Volk allgemein verbindlich erklärt worden. Damit besteht auf geldwirtschaftlichem Gebiet ein ganzes System von Kontrollen, Verboten und Geboten; das *notenbankpolitische Instrumentarium ist*, wie mir scheinen will, *gerade in unserem Lande gut*, ja sogar sehr gut ausgebaut. Es handelt sich dabei nun freilich *keineswegs um ein zwangsweises Instrumentarium, sondern um Interventionsmöglichkeiten, die im traditionellen Stil der schweizerischen Geldpolitik auf dem Wege freiwilliger Vereinbarungen zwischen Notenbank und Geschäftsbanken zustande gekommen sind*. Darum ist es aber nicht schlechter, im Gegenteil zeitigte es, wie etwa der gute Ruf des Frankens bestätigt, sehr schöne Ergebnisse. Man kann daher bestimmt nicht sagen, dass das Instrumentarium mangelhaft entwickelt sei; mangelhaft entwickelt ist dagegen die Bereitschaft, die Folgen einer anti-inflatorischen Kreditpolitik wirklich zu tragen. Diese Einstellung hat uns in einen Zustand hineingeführt, der mit der noch vor kurzem gekannten Freiheit in diesem Bereich scharf kontrastiert.

Neue Arbeitsbedingungen gehen für unseren Kapitalmarkt auch von den veränderten Lebensgewohnheiten der Bevölkerung aus, die zusammen mit dem Streben nach sozialer Sicherheit hierzulande wie in anderen Staaten Umweltverhältnisse schufen, welche die Zusammensetzung und den *Charakter der Sparströme* tiefgreifend veränderten. Wiewohl ich mir der Fehlerquellen bewusst bin, welche den Ziffern über die einheimische Ersparnisbildung in den Hochkonjunkturjahren 1927/1929 anhaften mögen, so dürfte es zur Illustration der eingetretenen Verschiebungen doch von Interesse sein, mit allen gebotenen Vorbehalten einige derartige Schätzungen herauszugreifen und den entsprechenden, der Volkseinkommensstatistik entnommenen Ziffern der letzten Jahre gegenüberzustellen. Dieser Vergleich ergibt zunächst die sicherlich nicht allseits erwartete Tatsache, dass die gesamte Nettoersparnisbildung, die für 1929 auf etwa 1,7 Milliarden und für 1963 auf rund 8 Milliarden Franken veranschlagt wird, in beiden Jahren jeweils praktisch den gleichen Anteil, nämlich knapp einen Fünftel des Volkseinkommens, ausmachte. Die gesamtwirtschaftliche Sparquote scheint somit ziemlich stabil geblieben zu sein. Was sich jedoch zum Teil markant verändert hat, ist die *Grösse und Breite der einzelnen Sparströme*. Auch hier ist es aber überraschend festzustellen, dass der Anteil des Unternehmersparens, also der Selbstfinanzierung, an der gesamten Sparquote augenscheinlich nicht zugenommen hat; heute wie damals partizipiert sie daran mit rund einem Drittel. Dagegen hat sich das freiwillige private Sparen, das 1929 noch etwa zwei Drittel der gesamten Ersparnisbildung ausgemacht haben dürfte, bis heute auf einen Sechstel vermindert. Umgekehrt ist, diesen Schät-

zungen zufolge, das Zwangssparen in Form staatlicher Einnahmenüberschüsse und vertraglicher oder gesetzlicher Beiträge zu Pensions-, Alters- und ähnlichen Sozialversicherungen in der gleichen Zeitspanne von der kleinsten zur weitaus wichtigsten einzelnen Sparform geworden. Stellte sie Ende der zwanziger Jahre bloss etwa knapp einen Zehntel der Gesamtersparnis, so macht ihre Quote gegenwärtig 57% aus, wobei diejenige des versicherungsmässigen Zwangssparens allein fast einen Drittel erreicht.

Auch wenn diese Zahlen im einzelnen nicht ganz zuverlässig sein mögen, so genügt ein Hinweis auf ihre Grössenordnung, um aufzuzeigen, dass *auf dem Gebiet der Spartätigkeit in unserem Lande so etwas wie eine Umwertung aller Werte stattgefunden hat*. Dabei erfolgte diese Umwertung in einer Art und Weise, die für ein Land wie die Schweiz, die mit ihrer kapitalintensiven Wirtschaft eine hohe Ersparnisbildung braucht, nicht unbedenklich erscheint. Zunächst ist zu sagen, dass *auf den Staat als Sparer kein Verlass ist*. Seine Sparfähigkeit steht, weitgehend vom Willen der Politiker abhängig, auf recht schwachen Füßen, und wenn nicht alles trügt, dürften wir in der Schweiz gerade in dieser Hinsicht den Höhepunkt bereits hinter uns haben. Dazu kommt, dass die öffentliche Hand ihre Ersparnisse grösstenteils in Projekten investiert, die der Infrastruktur dienen, wirtschaftlich also nicht direkt produktiv sind, und dass sie dabei leicht der Versuchung anheimfällt, das volkswirtschaftlich knapp verfügbare Investitionskapital mit der grossen Kelle für eigentliche Luxusprojekte auszuschenken. *Nicht ohne Problematik ist auch das versicherungsmässige Zwangssparen*. Beim Pensionskassensparen und bei der öffentlichen Sozialversicherung, die erst in den letzten zwanzig Jahren auf breiter Basis anliefen, stehen wir sozusagen in der Startphase, in der die Prämieineinnahmen die Ausgaben übersteigen und die Deckungskapitalien gebildet werden. Sollte sich das System aber einem Gleichgewichtszustand nähern, in dem die ausbezahlten Renten an die Pensionierten weitgehend den Einnahmen entsprechen, so würde dieser Strom von Ersparnissen spärlicher fliessen. Die allerdings politisch bedingte Entwicklung der AHV, die, vor kurzem noch ein wichtiger Ersparnisträger, diese Rolle heute zum guten Teil ausgespielt hat, mag zur Illustration des Tatbestandes dienen. Dazu kommt, dass diese Fonds die ihnen zufließenden Mittel weitgehend nur in bestimmt umschriebenen Sektoren anlegen dürfen, woraus einer elastischen Kapitalversorgung der Wirtschaft gewisse Gefahren drohen. Diese Gefahren treten angesichts der grossen Investitionsaufgaben, die in unserer schnelllebigen Gegenwart aus dem raschen technischen Fortschritt, dem Wirtschaftsaufbau in den überseeischen Entwicklungsländern und last but not least den europäischen Integrationsbestrebungen resultieren, besonders deutlich hervor. Nicht zuletzt deshalb sollten vermehrte Anstrengungen unternommen werden, die seit langem vernachlässigte freiwillige private Spartätigkeit durch geeignete Massnahmen wieder

zu beleben. Denn *das freiwillige Sparen* ist nicht nur eine wichtige, über die Dauer der Jahre verlässlich fließende Sparquelle, sondern zusammen mit der Selbstfinanzierung auch *praktisch der einzige Lieferant des volkswirtschaftlich wichtigen Risikokapitals*. Um das freiwillige Sparen zu fördern, sollte allerdings nicht, wie es heute gang und gäbe ist, sofort an künstliche Palliativmittel, etwa das steuerlich begünstigte Prämiensparen, gedacht werden. Wenn es deshalb auch zweifellos am Platze wäre, endlich einmal die nur Schaden stiftende steuerliche Diskriminierung des Sparers und des aus Ersparnissen gebildeten Vermögens aufzuheben, so ist doch noch wichtiger, sorgsam darauf zu achten, dass der Sparer nicht durch die Inflation, verbunden mit einer künstlichen Politik des billigen Geldes, um den Kompens geprellt wird, der ihm für seine volkswirtschaftlich wichtige Tätigkeit gebührt.

Hand in Hand mit dem Vordringen der Versicherungen und Pensionskassen haben die *Banken als Träger der einheimischen Kapitalbildung an Boden verloren*. Symptomatisch dafür ist, dass die zusammengefasste Bilanzsumme aller schweizerischen Kreditinstitute seit 1929 bis 1962 um einen Fünftel weniger rasch zugenommen hat als das gesamte Volkseinkommen; das fällt um so stärker auf, als das Bilanzwachstum gerade in den letzten Jahren im Zeichen des Zustroms bedeutender Auslandgelder überdurchschnittlich stark gewesen war. Dem relativen Bedeutungsschwund der Banken gehen ebenso markante wie kennzeichnende *Verschiebungen in der Zusammensetzung der ihnen anvertrauten fremden Gelder* einher. Dies bringt die nachfolgende Tabelle klar zum Ausdruck.

#### *Entwicklung der fremden Gelder bei den schweizerischen Banken*

|                                              | 1927/1929                                               | 1947/1948 | 1961/1962 |
|----------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-----------|-----------|
|                                              | in Prozent des<br>jahresdurchschnittlichen Bilanztotals |           |           |
| Bankenkreditoren, total . . . . .            | 7                                                       | 5         | 7         |
| (davon auf Sicht) . . . . .                  |                                                         | (4)       | (4)       |
| (davon auf Zeit) . . . . .                   |                                                         | (1)       | (3)       |
| Checkrechnungen und Kreditoren auf Sicht .   | 18                                                      | 20        | 22        |
| Kreditoren auf Zeit . . . . .                | 6                                                       | 6         | 11        |
| Spareinlagen, Depositen- und Einlagehefte .  | 22                                                      | 34        | 51        |
| Kassenobligationen und Kassenscheine . . . . | 27                                                      | 17        | 14        |
| Obligationenanleihen . . . . .               | 3                                                       | 2         | 2         |
| Pfandbriefdarlehen . . . . .                 |                                                         | 4         | 5         |
| Fremde Gelder, total . . . . .               | 83                                                      | 88        | 92        |

Bei einer Betrachtung dieser Zahlen fällt einmal die ausserordentlich kräftige Zunahme auf, welche die unter dem Bilanzposten «*Kreditoren auf Zeit*» verbuchten Einlagen praktisch bei allen Banken zeigen. Hier handelt es sich vor

allem um Zwischenanlagen vorübergehend nicht benötigter Liquiditätsreserven grosser Unternehmen, nicht zuletzt der Versicherungen. Ihrer Zweckbestimmung gemäss sind diese Mittel, wiewohl formell zeitlich gebunden, keineswegs stabil, sondern erfahrungsgemäss relativ leicht beweglich. Umgekehrt haben die für längerfristige Finanzierungen geeigneten *Kassenobligationengelder* an Bedeutung stark eingebüsst, machen sie doch heute nur noch 14% der Bilanzsumme aus, gegen fast drei Zehntel Ende der zwanziger Jahre. Zum Teil dürfte dieser Rückgang auf die offiziellen Einwirkungen zurückzuführen sein, die eine zeitgerechte Anpassung der Ausgabemodalitäten der Titel an die Marktverhältnisse oft verzögern und dadurch den Absatz erschweren. Zur Hauptsache bildet er aber wohl eine Reflexerscheinung der verminderten und veränderten Spartätigkeit des breiten Publikums, das seinerzeit Kassenobligationen gerne als sichere Anlage kaufte. Diese Diagnose scheint auf den ersten Blick durch die stark *aufwärtsstrebende Entwicklung der Einlagen auf Spar- und Depositenheften* widerlegt zu werden. Sieht man aber etwas genauer zu, so stösst man auf den bemerkenswerten Tatbestand, dass der Löwenanteil dieser Expansion auf die Grossbanken entfällt, die ihren Bestand an solchen Depositen fast verzehnfachen konnten. Es handelt sich somit um keine generelle Erscheinung, sondern weitgehend um eine Sonderbewegung bei einem Bankentyp, eine Sonderbewegung, die sich vor allem aus drei Tatbeständen erklären dürfte. Einmal spiegelt sich darin eine gewisse Konzentrationsbewegung wider. Sodann flossen diesen Rechnungen jene Auslandgelder zu, die dem durch die verschiedenen Gentlemen's Agreements stipulierten Verzinsungsverbot nicht unterstanden. Wichtiger noch ist aber ein weiterer Faktor. Erfahrungsgemäss stellt das Publikum auf den Depositen- und Einlageheften der Grossbanken zu einem guten Teil die für spätere Wertschriftenkäufe reservierten Barmittel bereit, so dass sich im raschen Anstieg dieser Depositen auch eine gewisse Verlagerung der Spargewohnheiten des Publikums widerspiegelt, das sich vom Bankensparen in seiner klassischen Form etwas abgewendet hat und nicht zuletzt *unter dem Eindruck des Kaufkraftschwundes des Geldes vermehrt dem Effektensparen zuneigt*. Im Einklang mit diesen Tendenzen tragen die zeitlich gebundenen Kundengelder der Banken heute kürzerfristigen Charakter als vor fünfunddreissig Jahren, und diese Entwicklungsrichtung wird noch durch das wachsende Gewicht unterstrichen, welches die Sichtdepositen sowie die an sich labilen Auslandgelder erlangt haben.

Diese Erscheinung wirft eine Reihe bankpolitischer Probleme auf. Zunächst hatte sie zur Folge, *die Liquiditätspolitik zu komplizieren und an sie erhöhte Anforderungen zu stellen*. Auf der anderen Seite wäre es aber unrichtig, anzunehmen, dass die reichliche Kassenbereitschaft unserer Bankinstitute die Verhältnisse am schweizerischen Geldmarkt stets direkt bestimme und dieser notwendigerweise immer flüssig sei. Gewiss bestand ein derartiger Konnex bis vor

einigen Jahren. Solange nämlich die Kanäle des internationalen Zahlungsverkehrs durch ausländische Devisenrestriktionen weitgehend blockiert waren, bestanden für die Schweizerbanken nur beschränkte Möglichkeiten, Liquiditätsreserven unter Beobachtung einer gesunden regionalen Risikoverteilung an fremden Plätzen ertragbringend anzulegen. Darum wurden die benötigten Disponibilitäten zu einem schönen Teil im eigenen Land gehalten, und unser Geldmarkt war bei äusserst niedrigen Zinsen durch eine ausgesprochene Umsatzträgheit gekennzeichnet. Konnte man vor sieben bis acht Jahren mit Recht feststellen, dass unser Geldmarkt meist flüssig, der Kapitalmarkt dagegen stärkeren Tendenzwechseln unterworfen sei, so hat der Ende 1958 vollzogene Übergang zur Konvertibilität in dieser Hinsicht einen gewissen Wandel gebracht. Nicht nur dass die inländischen Banken wieder vermehrt Gelder im Ausland plazieren können, umgekehrt bewerben sich auch die fremden Institute in steigendem Umfang um die Hereinnahme relativ billiger Depositen aus der Schweiz, sei es um die eigene Liquidität zu verbessern, sei es um damit die Euromärkte zu alimentieren. *So erfolgen die Liquiditätsdispositionen der hiesigen Banken heute wieder in internationalem Rahmen*, und parallel hierzu sind die Verschiebungen auf unserem Geldmarkt umfangreicher, die Zinsbewegungen häufiger und die Umsätze grösser geworden, wobei die Versteifungstendenzen im kurzfristigen Bereich gelegentlich deutlicher in Erscheinung treten als im langfristigen. Damit haben wir in diesem Sektor eine Art von «marche en arrière» zu einem Zustand angetreten, der in gewisser Hinsicht jenem vom Ende der zwanziger Jahre ähnlich ist. Das vermag an sich nicht zu überraschen. Denn damals wie heute hatten wir konvertible Währungen, und die Wandlungen, die sich auf unserem Geldmarkt in letzter Zeit vollzogen, stellen weitgehend nichts anderes dar denn einen Anpassungsvorgang an die durch den Konvertibilitätsschritt geschaffene neue Lage. *Es ist wichtig, sich diese oft übersehene Tatsache der Rückkehr zu einem System interdependenter nationaler Geldmärkte vor Augen zu halten. Denn sie zeigt, dass in diesem Bereich mit kredit- und geldpolitischen Eingriffen höchst behutsam vorgegangen werden muss*, will man nicht das Risiko laufen, an anderer Stelle unerwünschte Reaktionen und Fehlentwicklungen auszulösen.

Wendet man sich vom Geldmarkt dem *Kapitalmarkt* zu, so ist es zweckmässig, mit dem Hinweis zu beginnen, dass sich die Liquiditätspolitik, richtig verstanden, nicht allein auf die Kassenbereitschaft beschränkt, sondern sich über die ganze Breite der Aktivseite der Bilanz, insbesondere die Ausleihungen, erstreckt, mit dem Ziel, im Sinne der sogenannten goldenen Bankregel eine gewisse Kongruenz der Fälligkeiten zu erreichen. Die erhöhte Labilität, welche die Kundengelder der Banken heute aufweisen, hat zusammen mit den relativ geringeren eigenen Mitteln die Möglichkeiten der Banken, sich längerfristig zu engagieren, tendenziell eingeengt. Dafür sprangen gesamtwirtschaftlich als

langfristige Geldgeber jene Träger der Ersparnisbildung ein, die während der letzten Jahrzehnte stärker in den Vordergrund gerückt sind, wie Pensionskassen, Versicherungen und in gewissem Umfange der Staat. Ferner trugen die Banken durch die Förderung der Investmenttrustbewegung, die der vermehrten Neigung des Publikums zum Effektensparen entgegenkam, das ihre dazu bei, die Finanzierung langfristiger Investitionen zu erleichtern.

Diese Verschiebungen waren für den Kapital- und Emissionsmarkt in verschiedener Hinsicht von Belang. Um das zu erkennen, muss man sich vergegenwärtigen, dass die Versicherungsgesellschaften wie die Pensionskassen gemäss den gesetzlichen Vorschriften ihre Gelder zur Hauptsache in Hypotheken oder mündelsicheren Werten investieren, wobei sie grosso modo je nach Rendite bald die eine, bald die andere Anlage vorziehen. In Zeiten relativ mässiger Bau- und Investitionskonjunktur treten sie regelmässig am Hypothekarmarkt, in Konkurrenz zu den Bodenkreditbanken, als potente Geldgeber auf. Sobald sich die Verhältnisse ändern, die Kapitalnachfrage lebhafter wird und die Obligationenrendite auf oder sogar über den Hypothekensatz steigt, zeigen sie im Bodenkreditgeschäft gewöhnlich vermehrte Zurückhaltung und gehen tendenziell dazu über, in erhöhtem Umfang festverzinsliche Werte zu kaufen. Diese – allerdings nicht überall sehr ausgeprägte – Akzentverschiebung in der Anlagepolitik der Versicherungen trägt mit dazu bei, dass sich die langfristigen Kreditgesuche bei den Banken mehren, die ihrerseits aber nicht über die geeigneten Mittel verfügen, diese Begehren strukturell richtig zu finanzieren. Entsprechend rasch wächst der Konsolidierungsbedarf der Banken an. Sie sind daher in solchen Zeiten einerseits bemüht, emissionsfähige Schuldner zu veranlassen, beanspruchte Kredite aus Emissionserlösen abzudecken. Andererseits sehen sie sich selber veranlasst, vermehrt langfristige Mittel am Markte aufzunehmen. Tatsächlich ging seit dem zweiten Weltkrieg jeder Anspannungsphase am Kapitalmarkt eine merkliche Belebung der Emissionstätigkeit der Banken einher. Beschränkte sich diese Erscheinung bis vor kurzem vor allem auf die Hypothekarinstitute und Pfandbriefzentralen, so hat sie neuerdings im Zeichen der alle Rekorde brechenden Investitionstätigkeit und der immer längerfristig werdenden Exportkredite auch auf die Grossbanken übergegriffen, die bekanntlich im vergangenen Jahr erstmals seit Jahrzehnten wieder Anleihen ausgegeben haben.

Aus diesen Einflüssen leiten sich *zwei markante kapitalmarktmässige Tendenzen* ab. *Erstens* führen Fluktuationen in der Investitionstätigkeit zu überproportionalen Ausschlägen in der Beanspruchung des Kapitalmarktes, und es hat den Anschein, als ob diese Schwankungsbreiten im Laufe der Jahre grösser geworden wären. *Zweitens* spielt der organisierte Markt in Zeiten der Hochkonjunktur bei der Vermittlung und Verteilung des einheimischen Ersparnisangebots heute offenbar eine wichtigere Rolle als vor der grossen Depression. Hand in Hand mit diesen Entwicklungstendenzen haben sich in der branchenmässigen Gliede-

rung der Emittenten ebenfalls fühlbare Umschichtungen vollzogen. Die nachfolgende Tabelle veranschaulicht das.

*Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch inländische Geldnehmer*

|                                                                                                 | 1927/1929                                                 | 1961/1963 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------|
|                                                                                                 | in Prozent des jahresdurchschnittlichen Emissionsvolumens |           |
| 1. <i>Schweiz. Obligationenanleihen</i>                                                         |                                                           |           |
| Öffentl.-rechtl. Körperschaften . . . . .                                                       | 11                                                        | 5         |
| Kraftwerke . . . . .                                                                            | 6                                                         | 13        |
| Industrie und Handel . . . . .                                                                  | —                                                         | 5         |
| Banken . . . . .                                                                                | 9                                                         | 24        |
| Holdinggesellschaften . . . . .                                                                 | 6                                                         | 4         |
| Versicherungsgesellschaften . . . . .                                                           | —                                                         | —         |
| Übrige Unternehmen . . . . .                                                                    | 2                                                         | 0         |
|                                                                                                 | 34                                                        | 51        |
| 2. <i>Schweiz. Aktienemissionen</i>                                                             |                                                           |           |
| Kraftwerke . . . . .                                                                            | —                                                         | 1         |
| Industrie und Handel . . . . .                                                                  | —                                                         | 9         |
| Banken . . . . .                                                                                | 19                                                        | 6         |
| Holdinggesellschaften . . . . .                                                                 | 33                                                        | 3         |
| Versicherungsgesellschaften . . . . .                                                           | 3                                                         | 0         |
| Übrige Unternehmen . . . . .                                                                    | 11                                                        | 0         |
|                                                                                                 | 66                                                        | 19        |
| 3. <i>Ausgabe von Anteilscheinen schweizerischer Investmenttrusts (Nettobewegung) . . . . .</i> | —                                                         | 30        |
|                                                                                                 | 100                                                       | 100       |

Hervorzuheben ist vor allem der Aufstieg der *Investmenttrusts*, die, Ende der zwanziger Jahre in unserem Land noch praktisch unbekannt, in letzter Zeit durch Ausgabe von Zertifikaten im Durchschnitt der Jahre etwa 800 Millionen Franken abschöpften und damit fast halb soviel Mittel mobilisierten, wie durch öffentliche schweizerische Anleihe- und Aktienemissionen aufgebracht wurden. Diese rapide Aufwärtsbewegung spiegelt selbstverständlich zu einem schönen Teil weitgehend die veränderte Einstellung des Publikums zum Sparen wider und ist in dieser Hinsicht ganz natürlich und verständlich. Leider hat die Entwicklung aber im Zeichen einer ungesunden Sachwerteuphorie breiter Volkskreise, die von gewissen «Geschäftlmachern» ohne viel Skrupel und Rücksicht ausgenützt wird, neuerdings offensichtlich ungesunde Ausmasse angenommen. Jedenfalls ist unverkennbar, dass sich vor allem auf dem Gebiet der Immobilienfonds, die in den letzten Jahren wie Pilze aus dem Boden schossen, erhebliche Übermarchungen herausgebildet haben. Zur Veranschaulichung der Gefahren, die hier bestehen mögen, ist es vielleicht angebracht, darauf hinzuweisen, dass

sich gerade die solid geführten Banken unseres Landes bei den Trustgründungen in den letzten Jahren erhebliche Zurückhaltung auferlegten und nur Projekte aufgriffen, die ihnen auf lange Zeit vielversprechend erschienen.

Dem Vordringen der Investmenttrusts steht die *rückläufige Bedeutung der Finanzgesellschaften* als Geldnehmer am schweizerischen Kapitalmarkt gegenüber. Entfiel von der Gesamtbeanspruchung des Marktes durch öffentlich aufgelegte inländische Anleihe- und Aktienemissionen im Mittel der Jahre 1927/29 noch 38% auf diese Firmen, so ist ihr Anteil bis 1961/63 auf 10% gesunken. Diese Gewichtsverschiebung entbehrt nicht einer gewissen Problematik. Vor allem ist zu beachten, dass der heute im Vordergrund stehende Investmenttrust ein anlagepolitisches Instrument ist, seine Investitionen je nach Marktlage erwirbt oder veräussert und daher den Gesellschaften, deren Titel er besitzt, im Prinzip nicht jene dauerhafte Kapitalversorgung sichert, die an sich notwendig ist, grosse, auf lange Sicht angelegte Neuerungen zu realisieren. Dieser Mangel wird in einer Zeit rascher technischer Fortschritte naturgemäss oft empfunden, und es ist daher wohl denkbar, dass das *Instrument der Finanzierungsgesellschaft künftig eine gewisse Renaissance erleben mag*; denn es gestattet, einen bestimmten Wirtschaftszweig durch einen festen Kapitaleinsatz langfristig zu fördern, während das Anlagepublikum in voller Freiheit entscheiden kann, ob und wie lang es sich über die Aktien der Gesellschaft an der zu finanzierenden Entwicklung beteiligen will.

Was die übrigen Emittenten angeht, so ist der Anteil von Bund, Kantonen und Gemeinden an den Neuaufnahmen am Kapitalmarkt im Zeichen der grösseren Rolle, welche die öffentliche Hand im Rahmen der volkswirtschaftlichen Ersparnisbildung spielt, auf etwa einen Viertel des Standes von 1927/29 gesunken; das hängt nicht zuletzt auch damit zusammen, dass der Bund den Markt seit Jahren nicht mehr beansprucht, sondern im Gegenteil sogar Anleihen zurückzahlt. Umgekehrt hat sich die auf die Banken entfallende Quote in der gleichen Zeitspanne von 27% unter erheblichen Schwankungen auf 42% erhöht. Zu untersuchen, ob und wie weit diese Fluktuationen allenfalls auch auf die in den Aufschwungsphasen verfolgte allzu liberale Kreditpolitik zurückzuführen sein mögen, ist hier nicht der Ort. Jedenfalls stehen sie aber zu einem guten Teil mit den skizzierten Verlagerungen in Zusammenhang, die in der Ersparnisbildung eintraten und die Banken zwangen, sich vermehrt über den Markt zu finanzieren. Von dieser Warte aus gesehen treten die potentiellen Gefahren der kürzlich eingeführten Kontrolle der Emissionstätigkeit deutlich zu Tage. Gewiss handelt es sich hier auch um eine Frage des gesunden Masses, über das nun leider die Meinungen häufig auseinandergehen. *In prinzipieller Sicht ist überdies festzuhalten, dass der Versuch, die Teuerung bei möglichst stabilen Zinssätzen durch Kredit- und Emissionskontrollen zu bekämpfen, an sich widerspruchsvoll ist.* Gleichgültig, ob auf diese Weise die Refinanzierungsmög-

lichkeiten der Banken beschränkt oder die Wirtschaft vom Kapitalmarkt ferngehalten wird, müsste diese Politik zu einer Erstarrung des einheimischen Finanzierungsapparates führen, der seine Aufgaben nicht mehr richtig erfüllen könnte. Ein solcher Zustand träfe nun keineswegs alle gleichmässig, sondern die Lastenverteilung erfolgte nach dem Satz: All men are equal, but some are more equal than others! Auch die besten staatlichen Kontrolleure werden nie in der Lage sein, ihre Entscheide frei von menschlichen Fehlern und der Sache objektiv gerecht werdend zu treffen; überdies werden jene, die sich die Befriedigung ihres Geldbedarfs etwas kosten lassen können, versuchen, die benötigten Mittel an fremden Plätzen aufzutreiben, was ihnen dank des guten Namens, den wir im Ausland besitzen, auch meist gelingen wird. Es fehlt nicht an Anzeichen, die in diese Richtung weisen. Auch bekunden ausländische Banken zum Teil im Zusammenhang mit gewissen Bestimmungen im Gentlemen's Agreement über Auslandsgelder ein reges Interesse für Schweizerfranken und haben zu diesem Zweck bereits Akquisiteure in unser Land gesandt, mit der Aufgabe, bei Grossfirmen um Schweizerfrankendepots zu werben. Dadurch laufen die hiesigen Banken Gefahr, durch ein Netz von Vorschriften beeengt, sowohl im Inland- wie im Auslandsgeschäft umgangen zu werden, und es droht sich der *paradoxe Zustand zu ergeben, dass Verbote, die einheimischen Instituten zum Zwecke der Inflationsbekämpfung auferlegt wurden, nur dazu dienen, der ausländischen Konkurrenz das Tätigkeitsfeld in der Schweiz um so weiter zu öffnen*. Dass wir derart unsere Konjunkturprobleme schwerlich in den Griff bekommen, braucht wohl nicht gesagt zu werden.

Auch aus diesem Grunde ist es notwendig, elastischer vorzugehen und vor allem dem Zins wieder vermehrt seine Rolle als marktwirtschaftlicher Regulator von Angebot und Nachfrage nach Kapital zurückzugeben. Ich bin mir bewusst, ein heisses Eisen anzufassen, und es ist mir auch klar, dass in unserer kapitalintensiven Wirtschaft der Zins als Kostenfaktor eine wichtige Rolle spielt. Aber es kann meines Erachtens keinem Zweifel unterliegen, dass wir in unserer Zimperlichkeit zu weit gegangen sind. Nun verkenne ich nicht, dass eine anti-inflationistische Kredit- und Zinspolitik in unserem Land gewissen spezifischen Schwierigkeiten begegnete. Sie rühren zum Teil vom internationalen Bereich her. Zum guten Teil wurzeln sie aber auch in *Strukturschwächen auf dem Gebiet des Hypothekarkredits*. In der Tat ist die Schweiz sozusagen das einzige Land der Erde, in welchem der materiell langfristige Bodenkredit formell kurzfristig gewährt wird. Das hängt damit zusammen, dass unsere Hypothekarbanken ihre Ausleihungen zum Teil mit relativ kurzfristig rückziehbaren Geldern, insbesondere Spareinlagen, bestreiten. Sie müssen deshalb bei Veränderungen der Marktverhältnisse die Konditionen ihrer Ausleihungen jeweils rasch anpassen. Dabei treffen diese Modifikationen nicht nur die neugewährten Kredite, sondern den Gesamtbestand der Ausleihungen, was in einem Land mit derart

hoher Hypothekarverschuldung wie die Schweiz erhebliche preispolitische Folgen hat. In diesen kurzfristigen Konsequenzen dürfte die Hauptursache liegen, weshalb Zinssatzerhöhungen, besonders auf dem Gebiet des Hypothekarkredits, bei uns meist spürbarem Widerstand begegnen. Um die wirtschaftlichen wie politischen Arbeitsbedingungen der Geld- und Kreditpolitik zu verbessern, erscheint es daher wichtig, *die Struktur des Bodenkreditgeschäftes allmählich in dem Sinne zu ändern, dass Hypothekarkredite auch formell langfristig gewährt werden*. Dadurch wären die Hypothekarinstitute ihrerseits gezwungen, sich zur Refinanzierung dieser Ausleihungen entsprechend langfristige Mittel zu beschaffen. Zinssatzveränderungen würden dann nicht mehr Rückwirkungen auf den Gesamtbestand der Hypotheken, sondern im Prinzip nur noch auf die neu eingeräumten Bodenkredite ausüben, was konjunktur- und wirtschaftspolitisch sinnvoller wäre als das herrschende System.

Mit diesen Bemerkungen seien aber keineswegs die konjunkturdämpfenden Einflüsse, die von Zinssatzerhöhungen heute schon ausgehen, in Abrede gestellt. Vor allem ist nicht aus dem Auge zu verlieren, dass der kostensteigernde Effekt, den eine Zinserhöhung kurzfristig zeitigt, auf längere Sicht durch die ihr innewohnende gleichgewichtsfördernde Wirkung mehr als aufgewogen wird. Dabei zeigt die Erfahrung, dass *diese gleichgewichtsfördernde Wirkung in unserem Lande gerade wegen der Kapitalintensität der Wirtschaft besonders ausgeprägt ist*. Sehr gut lässt dies nachstehende Zusammenstellung erkennen, welche in grossen Zügen die Zinsentwicklung seit 1928 beleuchtet.

*Die Entwicklung der Obligationenrendite in der Schweiz  
und im Ausland*

(Durchschnittsrendite von Staatstiteln in %)

| Jahr | Schweiz | Belgien | Dänemark | Deutschland  | Frankreich | Grossbritannien | Italien | Niederlande | Schweden | Vereinigte Staaten |
|------|---------|---------|----------|--------------|------------|-----------------|---------|-------------|----------|--------------------|
| 1928 | 4,73    | 4,58    | 4,92     | 6,98         | 4,46       | 4,47            | 4,84    | 3,90        | 4,59     | 3,33               |
| 1938 | 3,24    | 4,39    | 4,27     | 4,53         | 4,04       | 3,38            | 4,81    | 2,87        | 2,34     | 2,61               |
| 1948 | 3,42    | 4,75    | 4,07     | <sup>1</sup> | 4,62       | 3,21            | 4,40    | 3,10        | 3,08     | 2,44               |
| 1958 | 3,17    | 4,55    | 5,24     | 5,80         | 4,47       | 4,98            | 6,17    | 4,30        | 4,34     | 3,43               |
| 1963 | 3,24    | 4,02    | 6,45     | 6,00         | 3,63       | 5,59            | 5,20    | 4,24        | 4,46     | 4,00               |

<sup>1</sup> nicht verfügbar.

Diese Tabelle belegt eine Tatsache, an die sich heute kaum mehr jemand erinnert, dass nämlich die Schweiz in der Hochkonjunkturperiode 1928/29 noch ein Land mit verhältnismässig teurem Geld war, hatten wir doch damals unter zehn führenden Industriestaaten der westlichen Welt die vierthöchste Obligationenrendite. Trotzdem lief die inländische Wirtschaft bei stabilem Preisniveau auf hohen Touren, die Bautätigkeit war rege und der Anteil des

Wohnungsbaus am gesamten Investitionsvolumen eher grösser als heute. Darüber hinaus waren wir in der Lage, im Jahresdurchschnitt etwa einen Drittel unserer Ersparnisquote im Ausland zu investieren und damit die wichtigen Aussenposten unserer Volkswirtschaft zu stärken. Auch 1948 war die Obligationenrendite noch in vier von diesen zehn Nationen niedriger als in unserem kriegsverschonten Land. Zu jener Zeit gehörten wir trotz des beachtlichen Wachstums unserer Wirtschaft zu den in der Inflationsabwehr erfolgreichsten Ländern, und wir erhielten dafür von Per Jacobsson sogar eine Ehrenmeldung. Heute dagegen ist das Geld bei uns billiger als irgendwo sonst, selbst den reichen Vereinigten Staaten. Dafür haben wir aber *die üblichen Folgen des billigen Geldes*: die Teuerungstendenzen, verbunden mit einer überbordenden Investitionstätigkeit, die unsere eigenen Ressourcen weit übertrifft und sich nur noch durch den Rückgriff auf ausländische Gelder finanzieren lässt. Aus einem Kapitalexportland sind wir ein Staat geworden, der in der letzten Zeit jährlich zwischen 5% und 7% des Volkseinkommens an fremdem Kapital investierte.

Ich möchte mit diesen Hinweisen gewiss nicht die Verhältnisse der zwanziger Jahre idealisieren. Vielmehr bin ich mir durchaus im klaren darüber, dass die Lage zu jener Zeit keineswegs in jeder Hinsicht befriedigend war und gerade auf dem Gebiete des Kapitalexportes Fehler begangen wurden, die nicht nur sehr schwerwiegend waren, sondern sich auch als recht kostspielig erwiesen. Die Schweizer Banken haben aus diesen Erfahrungen gelernt und in ihrem Auslandsgeschäft die notwendigen Konsequenzen gezogen. So sind sie bestrebt, die Risiken geographisch und branchenmässig besser zu verteilen und auch darauf zu achten, dass die kurzfristigen Auslandsgelder tatsächlich in einer Form angelegt sind, die es gestattet, sie im Bedarfsfall rasch zu mobilisieren.

Auf der andern Seite ist unverkennbar, dass in den zwanziger Jahren *die Grundlagen geschaffen worden sind, auf denen unser Land in der Nachkriegszeit aufbauen und sich zu einem internationalen Finanzplatz von Rang entwickeln konnte*. Dank des Vertrauens in unsere Währung, in die politische Stabilität unseres neutralen Staates sowie nicht zuletzt der allgemeinen Überzeugung, dass das schweizerische Bankwesen leistungsfähig und das Land freiheitlichem Gedankengut in Wirtschaftspolitik und Staatsordnung verbunden sei, sind wir *zu einer wichtigen Drehscheibe im internationalen Kapitalverkehr geworden*. In dieser Hinsicht haben wir heute eine Stellung inne, welche, an der Grössenordnung unseres kleinen Staates gemessen, sehr beachtlich ist und über deren Ausmass man sich sehr oft kaum genügend Rechenschaft gibt. Zur Illustration sei erwähnt, dass von unserem Land aus in Deutschland und den Vereinigten Staaten im Mittel der letzten drei Jahre allein für 1,5 Milliarden Franken Wertchriften gekauft wurden, wobei unser Land in Deutschland wie in den Vereinigten Staaten oft unter allen Nationen der grösste Effektenkäufer war. Dazu kommen die bedeutenden Mittel, die wir in Form von Auslandsanleihen, Direkt-

investitionen schweizerischer Gesellschaften und in Form kurzfristiger Geldplacements dem Ausland zur Verfügung stellen. *Dieser ansehnliche Kapital-export hat uns je und je erhebliche Vorteile gebracht*, und wenn es auch falsch wäre, eine Art Frankendiplomatie betreiben zu wollen, war es doch möglich, unserer Wirtschaft auf diese Weise den Zugang zu den für uns lebenswichtigen Auslandsmärkten erheblich zu erleichtern. Dabei versteht es sich von selbst, dass wir niemals imstande gewesen wären, diese Rolle als internationales Finanzzentrum allein kraft unserer eigenen Ersparnistätigkeit zu erringen. Vielmehr vermochten wir sie nur mit Unterstützung der uns zufließenden ausländischen Gelder zu gewinnen und können sie jetzt überhaupt nur mit ihrer Hilfe ausüben. Wir sind heute leicht geneigt, die Schuld an unseren konjunkturellen Schwierigkeiten diesen Auslandsgeldern in die Schuhe schieben zu wollen. Wenn ihr Zustrom uns auch zugegebenermassen zeitweilig gewisse Probleme schuf und noch schafft, so sollte doch darob nicht übersehen werden, dass ohne sie die Schweiz die ebenso wichtige wie ertragreiche Position eines internationalen Finanzplatzes nicht spielen könnte und dass es ohne sie eine schweizerische Aussenwirtschaft im heutigen Sinne nicht gäbe. Für diese wertvollen Dienste haben wir uns recht wenig erkenntlich gezeigt und immer wieder unsere ausländischen Freunde an die Kandare genommen, wenn uns der Geldzustrom allzu umfangreich erschien. Sie haben – das darf man wohl einmal sagen – ihr volles Mass zur Lösung unserer Inflationsprobleme beigetragen oder vielmehr beitragen müssen. Dagegen haben wir uns mit den eigenen Anstrengungen recht zögernd verhalten und im Versuch, den Pelz zu waschen, ohne ihn nass zu machen, uns lenkenden Massnahmen zugewandt, die uns leicht in das Labyrinth des Dirigismus hineinführen könnten, aus dem dann sehr schwer wieder herauszukommen ist.

Die Spartätigkeit anzuregen und die überbordende Investitionstätigkeit zurückzudämmen, kann im Rahmen einer freien Wirtschaft auf die Dauer nur durch marktkonforme Massnahmen gelingen. *Zu diesen Massnahmen gehört nicht zuletzt der Kapitalexport*, insbesondere jener in Anleiheform, der, soweit er in geeigneter Weise betrieben wird, Kaufkraft im Inland abschöpft. Dabei sollten diese Fragen wie auch das Zinsproblem künftig weniger unter Berücksichtigung enger Sonderinteressen erörtert, sondern vermehrt mit einem Blick auf die internationalen Gegebenheiten und auf die Pflichten behandelt werden, die unserem Lande gegenüber der Weltwirtschaft obliegen. Denn es ist klar, dass nur die reichen Nationen, deren Völker den höchsten Lebensstandard der Welt geniessen, wirklich fähig sind, Kapital zu exportieren, und dass dann, wenn sie in dieser Hinsicht versagen, das grosse, unserer Zeit gestellte Problem, die materiell rückständigen Gebiete unserer Erde schrittweise in die Höhe zu bringen, unlösbar wird. Auch ist darauf zu achten, dass unsere Dienste als internationaler Finanzplatz in einem System konvertibler Währungen nicht mehr

unerlässlich sind und dass andere diese viel beneidete Rolle, sofern uns die Hände gebunden sind, sehr rasch usurpieren werden. *Die Stellung als Finanzplatz setzt eine gewisse Kontinuität im Kapitalexport voraus, der nicht einfach opportunistischen Erwägungen geopfert werden darf.* Gewiss mögen sich dann und wann gezielte Eingriffe vorübergehend aufdrängen. Im Sinne eines kurzfristigen Notprogrammes haben die Banken denn auch die Massnahmen des Bundesrates zur Bekämpfung der Teuerung gutgeheissen.

Ob der kurzfristigen Probleme sollten wir aber nie die langfristigen Aufgaben ausser acht lassen und vergessen, dass *ein Finanzplatz der Freiheit bedarf.* Die Freiheit ist sein Lebenselixier, ohne das er, wie die Geschichte der Finanzplätze zeigt, nicht leben und florieren kann. Sorgen wir dafür, dass dem schweizerischen Finanzplatz diese Voraussetzungen für sein Gedeihen in Zukunft voll gewahrt bleiben, und denken wir daran, dass dies zu den Bedingungen gehört, die erfüllt sein müssen, um sowohl die Position des schweizerischen Kleinstaates in der Weltwirtschaft zu sichern, als auch den Franken auf die Dauer gesund und angesehen zu erhalten.

#### Quellennachweis

- Geld- und Kreditsystem der Schweiz*, Festgabe für Gottlieb Bachmann, Zürich 1944.
- Hundert Jahre schweizerischer Wirtschaftsentwicklung*, Sonderheft der Schweizerischen Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, März/Juni 1964.
- Schweizerische Kreditanstalt 1856–1956*, Hundert Jahre im Dienste der schweizerischen Volkswirtschaft, Zürich 1956.
- Böhler, E., Der Kapitalmarkt im Rahmen der Konjunkturpolitik, Neue Zürcher Zeitung, 1957, Nrn. 2858, 2867, 2872.
- Gamper, E., Unsere Bank in unserer Zeit, Präsidialadresse an die Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Kreditanstalt vom 2. März 1963.
- Iklé, M., Die Schweiz als internationaler Kapitalmarkt, erschienen in Strukturwandlungen der schweizerischen Wirtschaft und Gesellschaft, Festschrift für Fritz Marchbach, Bern 1962.
- Kellenberger, E., Kapitalexport und Zahlungsbilanz, Bde. I u. II, Bern 1942.
- Volkswirtschaftliche Irrtümer und Fehlgriffe, Bd. I, Bern 1951.
- Kull, W., Wandlungen im schweizerischen Bankensystem seit 1945, erschienen in Kultur und Wirtschaft, Festschrift zum 70. Geburtstag von Eugen Böhler, Zürich 1963.
- Niehans, J./Bitterli, R., Der schweizerische Kreditmarkt und das Gesetz von Angebot und Nachfrage, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Heft 1, 1960.
- Reinhardt, E., Aktuelle Probleme des Kapitalexports, Sonderdruck eines Vortrages, gehalten in Madrid am 22. Oktober 1963 vor dem Instituto de Estudios Fiscales.
- Nicht veröffentlichte Notizen zu Kurzreferaten über das Problem der Konjunkturdämpfung und der Teuerungsbekämpfung, gehalten am 18. März 1964 vor der Zür-

cher Handelskammer sowie am 28. Januar 1964 im Rahmen der von der Freisinnigen Partei organisierten öffentlichen Aussprache am Runden Tisch der Börse, Zürich.

*Schulthess, F.W.*, Strukturwandlungen im Kreditgeschäft der Schweizer Banken, Schweizerische Zeitschrift für Kaufmännisches Bildungswesen, 54. Jahrgang (1960), Nr. 6.

– Teamwork zwischen Nationalbank und Handelsbanken, Schweizer Monatshefte, 42. Jahr (1962), Heft 2.

*Schwegler, W.*, Betrachtungen zur internationalen Wettbewerbsstellung der Schweiz, erschienen in Kultur und Wirtschaft, Festschrift zum 70. Geburtstag von Eugen Böhler, Zürich 1963.