

**Zeitschrift:** Gewerkschaftliche Rundschau für die Schweiz : Monatsschrift des Schweizerischen Gewerkschaftsbundes  
**Herausgeber:** Schweizerischer Gewerkschaftsbund  
**Band:** 24 (1932)  
**Heft:** 11

**Artikel:** Zwangsweise Reduktion der Zinssätze öffentlicher Anleihen?  
**Autor:** Marbach, Fritz  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-352579>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 17.04.2026

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

Das alles gilt zunächst nur für die Weltwirtschaft im allgemeinen, insbesondere für jene Gebiete, die zuerst in die Krise hinein gerissen worden sind, und die keine schweren Störungen aufweisen, welche eine langwierige Anpassung erfordern. Die Schweiz ist verhältnismässig spät von der Krise erfasst worden, sie wird sich daher noch im Konjunkturabstieg befinden, wenn anderwärts schon eine Stabilisierung eingesetzt hat. Dagegen hat sie die Chance, von einer allgemeinen Konjunkturbesserung relativ rasch zu profitieren, weil ihre Wirtschaft gesund geblieben ist und weil sie überhaupt über bedeutende Reserven verfügt. Allerdings wird sich in einzelnen Wirtschaftszweigen die Notwendigkeit dauernder Rückbildung ergeben, so vermutlich in der Uhrenindustrie.

Vorläufig sind das noch Zukunftsprobleme. Doch die Aussicht auf eine Ueberwindung des Tiefpunktes ist von allergrösster Bedeutung für unsere Wirtschaftspolitik. Das Programm der Zertümmierung der Kaufkraft, das vom Unternehmertum und vom Bundesrat vertreten wird, erscheint besonders unsinnig in einem Zeitpunkt, wo es wahrscheinlich erscheint, dass ein Durchhalten unter verhältnismässig kleinen Opfern möglich ist. Das wird die Arbeiterschaft anspornen, alle Kräfte einzusetzen, um ihrem Krisenprogramm zum Durchbruch zu verhelfen.

---

## Zwangswise Reduktion der Zinssätze öffentlicher Anleihen?

Von Prof. Dr. Fritz Marbach.

Im Zusammenhang mit der Erörterung der Krisenmassnahmen ist in letzter Zeit in verschiedenen parteipolitischen Lagern der Gedanke einer zwangsweisen Anleihsenkonversion bzw. Reduktion bestehender Zinssätze für langfristige öffentliche Anleihen erwogen worden. Die Befürworter einer zwangsweisen, d. h. von der schulnerischen Vertragspartei diktierten vorzeitigen Konversion, hegen den Gedanken, dass es in einer Zeit allgemeinen Preis- und Lohnzerfalls nicht angehe, dass der Kapitalbesitzer infolge der Absenkung des Preisniveaus zu einer unbilligen Aufwertung seines Kapitaleinkommens gelange. Wenn schon der Bauer weniger für seine Produkte erhalte, und der Arbeiter einen geringeren Preis für seine Arbeitskraft erziele, dann sei es nur recht und billig, wenn der Kapitalbesitzer eine Senkung des Zinseinkommens erleide, unbekümmert um die im Anleihsenvertrag niedergelegten Bestimmungen. Wenn z. B. die Eisenbahner einen Lohnabbau erleiden, dann sei es nicht zu beanstanden, wenn der Besitzer von Bundesbahnobligationen durch zwangsweise Konversion auch seinen Teil zur Sanierung des Unternehmens beitrage.

Auf den ersten Anblick ermangelt diese Ueberlegung der Logik

nicht. Allein bei Licht besehen, die wirtschaftlichen Zusammenhänge, Wechselwirkungen und Tatsachen in Rechnung gestellt, erweist sich m. E. das Postulat der Zwangsreduktion der Zinssätze als ein Fehlvorschlag.

1. ist zu beachten, dass die Annahme, wonach die Besitzer öffentlicher Anleihenstiel heute noch durch die Zinssätze der Prosperitätsperiode privilegiert sind, nur bedingt richtig ist. In den letzten Jahren haben sehr viele Anleihsconversionen stattgefunden, die die Zinseinkommen der Besitzer öffentlicher Rententitel wesentlich geschmälert haben. Bei Beachtung dieser Grundtatsache erweist sich schon eine Teilgrundlage des Gedankenganges der Befürworter der Zwangskonversion als brüchig.

2. Das unter 1 erwähnte Argument braucht nun allerdings, für sich allein betrachtet, keineswegs schlüssig zu sein. Man kann — rein theoretisch — sehr wohl die Ansicht vertreten, dass es nicht Sache der Arbeiterpolitik sein könne, die Interessen irgendwelcher Zinsbezüger zu vertreten, da wir ja grundsätzlich Gegner einer Wirtschaftsweise sind, in welcher der Zins eine Abspaltung des vom Arbeiter geschaffenen Mehrwertes zugunsten der Kapitaleigner, d. h. derjenigen ist, die kraft akkumulierten Besitzes mittelbar Produktionsgüter gegen nur in kapitalistischer Wirtschaft begründete « Entschädigung » zur Verfügung stellen. Das ist durchaus richtig. Allein hier genügt die ökonomisch reine Theorie zur Begutachtung einer schwerwiegenden Frage der Einkommensverteilung nicht. Wir müssen vielmehr die Gegebenheiten und Spielregeln eines gewordenen (wenn auch von uns grundsätzlich nicht anerkannten) Wirtschaftssystems und die mit ihm im Zusammenhang stehende Besitz- und Sozialstruktur der Bevölkerung in Berücksichtigung ziehen. Konkret ausgedrückt: Rententitel öffentlicher Körperschaften wie Bund, Kantone, Städte, S. B. B., befinden sich zu einem wesentlichen Teil im Besitz von kleinen und mittleren Leuten, welche durch die Gegebenheiten der bestehenden Wirtschaftsweise gezwungen sind, sich auf dem Weg der Spartätigkeit gegen Alter, Krankheit und Invalidität selbst zu versichern. Für diese kleinen Leute bedeutet die Zwangskonversion eine Einkommensverminderung (über die bereits erlittene hinaus), die sich ökonomisch ähnlich auswirken kann wie eine Lohnsenkung, d. h. im Sinne einer Verminderung des Kaufvermögens von Nachfragern, die am Markt vornehmlich als Käufer von (kostendegressiven) Massenprodukten auftreten. Wir müssen uns, immer in Gedanken nicht an das theoretisch Wünschbare unserer Ansicht nach Seinsollende, sondern an das seiende Wirtschaftssystem, überlegen, ob die zwangsweise Zinssenkung in unserer ökonomischen und speziell konjunkturpolitischen Willensrichtung liegt oder nicht. Ich sage überlegen, weil die Wirkung der Zwangskonversion auch davon abhängt, ob die Ersparnisse der Zinszahlung eine einfache Einkommensverschiebung zugunsten von Lohnbezügern darstellt oder nicht. Handelt es sich um eine einfache Verschiebung des Kaufvermögens,

dermassen etwa, dass einem Rangierarbeiter Einkommen erhalten bleibt, das ihm ohne Zinssenkung durch Lohnabbau entzogen worden wäre, dann braucht die Zinssenkung die Nachfrage nach den jetzt massenhaft aufgestapelten Standard-Verkaufsgütern nicht zu berühren. Aber selbst in diesem wirtschaftlich günstig liegenden Fall müsste immer noch die Frage gestellt werden, ob es Aufgabe der Arbeiterpolitik sein kann, eine Bevölkerungsschicht (die der kleinen und mittleren Sparer) zu benachteiligen, eine Schicht, welcher wir durch unsere Propaganda stetsfort versichern, dass sie einen Uebergang der politischen und ökonomischen Macht an die Vertreter der Idee des kollektiven Wirtschaftens in keiner Weise zu fürchten habe. Ich glaube, dass wir im Falle einer grundlegenden, uns zur Macht heranziehenden Wirtschafts- und Staatsumwälzung auf die loyale Haltung derjenigen Schichten, die heute in der Schweiz in erster Linie als Besitzer von Staatsrententiteln gelten können, angewiesen wären. Ja, es ist anzunehmen, dass wir an die Schwelle der politischen Macht ohne zumindest neutrale Haltung dieser Schicht nicht gelangen können. Die Entwicklung in Deutschland dürfte in dieser Beziehung besonderer Beachtung wert sein. Wenn wir ein sukzessives ideelles Eindringen in die mittelständischen Schichten in Rechnung stellen, dann dürfen wir m. E. den Versuch der besonderen Belastung dieser von der Krise zum Teil sehr schwer erfassten Leute nicht unternehmen. Ja, ich neige zur Ansicht, dass alle diejenigen unter uns, die eine Begabung zur Erfassung sozialökonomischer Zusammenhänge besitzen, im Falle der sozialistischen Umwälzung — die ja weder eine geldlose noch vorläufig ganz individualkapitallose Wirtschaft (vgl. die russische Anleihenspolitik) bringen würde — all ihren Einfluss dahin ausüben müssten, dass die Kreditverträge des Staates und seiner Unternehmungen eingehalten, d. h. durch provisorische Dekretierung und dann gesetzliche Sanktion geschützt würden. Ich neige zu dieser Ansicht weniger aus Gründen des formalen Rechtes als aus Gründen der politisch-moralisch geraden Linie (was eine Partei verspricht, soll sie im Rahmen des Möglichen zu halten versuchen) und aus Gründen der politischen und sozialwirtschaftlichen « Rendite ». Es dürfte während des Umbaues eines Wirtschaftssystems wesentlich billiger sein, die vom alten Staat verbürgten Zinsen zu zahlen, als eine zum Aufbau notwendige Schicht an allen Friktionen des kollektivorientierten Wirtschaftsverlaufes zu interessieren.

3. ist zu bedenken, dass neben Sparmitteln der erwähnten Bevölkerungsschichten namentlich *Sozialkapital* in Rententiteln der öffentlichen Körperschaften investiert ist. Es genügt hier der Kürze halber darauf zu verweisen, dass wohl der grösste Teil der Pensions-, Invaliditäts- und so weiter Kassen auf Grundlage einer 4-prozentigen Minimalrendite des Titelportefeuilles kalkuliert ist.

4. Die Ueberspitzung der gegenwärtigen Krise rührt — wie heute wohl überall anerkannt ist — nicht zuletzt von der wirt-

schaftsschädigenden Annäherung der unternehmerischen und kommerziellen Durchschnittsmoral an die untere Grenzmoral her. Immer mehr Unternehmer mit überliefert-solider Geschäftsmoral fühlen sich durch diejenigen erfolgsmässig getroffen und geschädigt, deren Geschäftsgebarung moralischen Hemmungen nicht unterliegt. Die zynische Rücksichtslosigkeit und Amoralität vieler kapitalistischer aber kapitalunverantwortlicher Instanzen (namentlich in verschachtelten Konzerngebilden) hat in der Wirtschaft eine unerträgliche krisenüberspitzende Atmosphäre der Vertragsunsicherheit geschaffen, einen Zustand, in dem viele ursprünglich brave Existenzen zur Ueberzeugung gelangen, « dass man auf überlieferte Weise nicht mehr weiter kommt ». In Gustav Freytags « Soll und Haben » hat es noch geheissen: « Ehrlich währt am längsten ». Jetzt heisst es oft: « Ehrlich währt am längsten — bis man reich ist ». Heute, in spätkapitalistischer Krisenzeit, müssen wir leider konstatieren — das ist die Ansicht auch vieler moderner Betriebssoziologen — dass *t e n d e n z i e l l* eine Annäherung der geschäftlichen Durchschnittsmoral an die untere Grenzmoral stattfindet, d. h. an eine Moral, die das Strafgesetzbuch zumindest bei sinngemässer Interpretation tangiert. Es wäre nun abzuklären, ob die Massnahme der voraussetzungslosen Zwangskonversion nicht in der Richtung einer weitem Zerrüttung der allgemeinen Wirtschaftsmoral und damit im Sinne der Hemmung aller solid-unternehmerischen Initiative wirken müsste. Ich vermute diese Wirkung nicht nur, ich bin davon überzeugt, dass die in Frage stehende Zwangsmassnahme als quasi offizielle Sanktion der nachlassenden privaten Zahlungsmoral interpretiert und dementsprechend wirken würde. Hier bleibt also zu erwägen, ob es für diejenigen, die eine sozialistische Umformung der Gesellschaft erstreben, nicht auch in grundsätzlicher Hinsicht zweckmässig wäre, in einer Zeit raschen Zerfalles der kapitalistischen Vertragsmoral die höhere Vertragsauffassung der Kollektivorganisation, im praktischen Falle des Staates oder seiner Unternehmungen, besonders zu betonen und unter Beweis zu stellen. Wenn ich recht zu sehen vermag, hat sich die Propaganda der Arbeiterbewegung bis dahin in der grossen Linie auf diesen Boden gestellt.

5. Es ist in Berücksichtigung des unter 4 Gesagten anzunehmen, dass die Zwangskonversion zu Unsicherheiten und privaten Auffassungen führen würde, deren Auswirkung in einem Lande, dessen relativ niedrige Zinssätze im wesentlichen auf dem nationalen und internationalen Vertrauen in die Solidität der Staatsverpflichtungen beruhen, gar nicht abzusehen wäre. In der Bekämpfung der verfehlten bundesrätlichen Lohnmassnahmen haben wir mit Recht auf den Kostenvorsprung hingewiesen, der der schweizerischen Industrie aus den relativ niedrigen Zinssätzen erwächst und der sie in manchen Fällen ausschlaggebend konkurrenzfähig gemacht hat. Wir haben alle Ursache, scheint mir, darüber nachzudenken, auf welchen zahlungsmoralischen Tatsachen dieser Vorsprung beruht.

6. Zu dem unter Punkt 5 Bemerkten könnte nun erwähnt werden, dass die zwangsweise Konversion ja nichts anderes bezwecke als eine weitere allgemeine Senkung der Zinssätze. Dies ist hinsichtlich der Zwecksetzung durchaus richtig. Allein — und das ist, falls die bisherigen Argumente für sich nicht überzeugen können, entscheidend — der gesetzte Zweck wird ganz zweifellos nicht erreicht. Allerdings ist es praktisch leicht möglich, den Zinssatz für laufende Anleihen auf dem Wege der Vollmacht oder der Gesetzgebung um vielleicht ein halbes oder sogar ein ganzes Prozent zu senken. Niemand kann das bestreiten. Aber damit ist für die zu entlastenden öffentlichen Körperschaften nichts erreicht, weil bei künftigen Emissionen der Kapitalgeber trotz des vorläufig unangetasteten Schuldbetrages eine Risikoprämie (etwa in Form tiefer Emissionskurse) einkalkulieren würde. Eine Prämie, die innerhalb kurzer Zeitspannen den durch die Zwangskonversion erzielten Nutzen wohl mehr als wettmachen müsste. Risikoprämien pflegen nämlich, nach all dem was in den letzten Jahren international an « Zahlungsmoral » geleistet wurde, die Tendenz der Ueberproportionalität aufzuweisen. Diesem sich abzeichnenden Gesetz würden die Eidgenossenschaft oder die S. B. B. als Kreditnehmer ebenso wenig entgehen wie andere Kreditnehmer. Ich bin zutiefst davon überzeugt, dass der zwangsweise Eingriff in die lang- und mittelfristigen Kreditverträge der öffentlichen Körperschaften auf die Dauer ein für die Sozialwirtschaft sehr unvorteilhaftes Geschäft wäre. Schlechte Geschäfte wollen aber auch die Befürworter der Zwangskonversion nicht machen, da natürlich auch sie nichts anderes bezwecken, als der Sozialwirtschaft einen Dienst zu leisten. Sie begehen aber den Fehler, kurzfristig statt langfristig zu überlegen, und sie lassen sich in ihren Erwägungen allzu sehr durch das französische und englische Beispiel beeinflussen. Allzu sehr deshalb, weil sowohl in Frankreich wie in England die rechtlichen und finanzwirtschaftlichen Grundlagen der Konversion von den schweizerischen höchst verschieden sind.

7. Wenn man zwangsweise konvertieren will, dann muss man sich zuerst fragen, auf welchen Satz die neuen konvertierten Titel lauten sollen. England konvertierte auf  $3\frac{1}{2}\%$ , Frankreich auf  $4\frac{1}{2}\%$ . (Frankreich hat eine Risikoprämie, herrührend aus dem Vertrauensbruch der Inflation, zu bezahlen.) Wenn wir uns die Anleihen der schweiz. Eidgenossenschaft und der S. B. B. näher besehen, so kommen wir zum Ergebnis, dass die durchschnittliche Verzinsung wohl über dem englischen, aber unter dem französischen Satze liegt. Nach überschlagender Beurteilung beträgt die durchschnittliche Verzinsung der Anleihen der Eidgenossenschaft und der Bundesbahnen gegenwärtig rund  $4-4\frac{1}{4}\%$ . Da muss man sich fragen, ob der unmittelbare Konvertierungsnutzen, selbst unter Vernachlässigung aller bisher erwähnten Argumente, so gross sein

könnte, dass er auch nur einigermaßen im Verhältnis zur grundsätzlichen Bedeutung des Problems läge.

Die folgende Tabelle der eidgenössischen und Bundesbahnanleihen gibt Aufschluss über das relativ geringe Ergebnis, das bei uns eine Konversion haben würde.

### I. Schweizerische Staatsanleihen.

Zinsfuss	Jahr	Betrag am 31. Dez. 1931	Rückzahlbar	Kündbar
3 %	Anleihe von 1897	8,900,000	1906—1940	
3 %	Anleihe von 1903	46,660,000	1913—1952	
3½ %	Anleihe von 1909	20,685,000	1920—1959	
4 %	Anleihe von 1913	7,350,000	1924—1933	
4½ %	III. Mob. Anl. von 1915	88,990,000	1926—1955	
5 %	Anleihe von 1924	80,000,000	30. VI. 1935	
5 %	Anleihe von 1925	140,000,000	15. VII. 40	15. VII. 37.
4½ %	Anleihe von 1926	100,000,000	15. VI. 41	
4½ %	Anleihe von 1927	150,000,000	15. IV. 42	
4½ %	Anleihe von 1930	250,000,000	1. III. 48	1. III. 42
4 %	Anleihe von 1930	150,000,000	1. IX 50	1. IX 45
4 %	Anleihe von 1931	200,000,000	30. IX. 56	30. IX. 46
3½ %	Anleihe v. Febr. 1932	150,000,000	1933—1962	
3½ %	Anleihe vom Mai I. Serie 1932, II. S.	150,000,000	1933—1962	
5½ %	Anl. in den U. S. A. von 1924 (\$ 30,000,000)	168,000,000*	1. IV. 46	1. IV. 34

### II. Anleihen der Schweiz. Bundesbahnen.

Zinsfuss	Jahr	Betrag am 31. Dez. 1931	Rückzahlbar	Kündbar
4 %	Centralbahn von 1876	5,941,500	1887—1936	
4 %	» » 1880	13,500,000	1883—1957	
3½ %	» » 1894	26,835,000	1915—1957	
3½ %	» » 1894	26,835,000	1915—1957	
4 %	Ver. Schweizerbahnen:			
	I. Hypothek	15,109,100	—	
	II. »	7,570,700	—	
28/11 %	Franco-Suisse 1868	11,006,600	1869—1958	
3 %	Jougne-Eclipens	5,750,500	1869—1967	
3½ %	Jura-Simplon 1894	138,172,500	1957	
3½ %	Gotthardbahn 1895	99,740,000	1895—1973	
3 %	Eisenbahnrente 1890	69,333,000	—	
4 %	Bundesbahnrente 1900	75,000,000	1960	31. XII. 20
3½ %	S. B. B. 1899—1902	393,600,000	1911—1962	
3 %	» 1903	117,910,000	1913—1962	
3½ %	» 1910 I. Serie	71,000,000	1920—1969	1920
4 %	» 1912—1914	132,350,000	1922—1971	31. XII. 21
4½ %	» 1922 II. Elek- trische Anl.	150,000,000	1933	

Zins- fuss	Jahr	Betrag am 31. Dez. 1931	Rückzahlbar	Kündbar
4 %	» 1923 III. Elek- trische Anl.	120,000,000	1938	15. V. 33
3 1/2 %	» 1923 (Renten- anstalt)	75,000,000	1932	
5 %	» 1924 IV. Elek- trische Anl.	150,000,000	1935	
5 %	» 1925 V. Elek- trische Anl.	175,000,000	1936	
5 %	» 1925 VI. Elek- trische Anl.	50,000,000	1935	
4 1/2 %	» 1927	100,000,000	1945	
5 %	» 1927 (Suval)	20,000,000	1941	
5 %	» 1927 (Eidg. Postverwaltg.)	5,000,000	1932	
4 1/2 %	» 1928	150,000,000	1944	
4 %	» 1931	350,000,000	1951	15. IV. 46
3 1/2 %	» 1932	125,000,000	1938—1962	

\* Fällt für eine eventuelle Zwangskonversion, weil auf Auslandwährung lautend, ausser Betracht.

8. Würde die Zwangskonversion zu einem neuen Satz erfolgen, der so tief liegt, dass eine wesentliche (wie oben dargetan übrigens nur vorläufige) Zinersparnis erreicht werden könnte, dann würde zufolge künftig zu verrechnender Risikoprämien automatisch eine kaum wünschenswerte Angleichung der Kreditwürdigkeit der öffentlichen Körperschaften an den an sich risikobelasteten Industriekredit erfolgen. Das heisst, das normale Zinsgefälle zwischen Staats- und Industriekredit würde verschwinden oder sich doch reduzieren. Dieser Umstand und der Drang der Kreditgeber zum Einkommensausgleich würde das bis dahin die Sicherheit in erster Linie beachtende Sparpublikum zu Anlagen mit grösserem Kapitalrisiko verleiten, eine Begleiterscheinung der Zwangskonversion, deren Bedenklichkeit kaum zu vernachlässigen ist.

9. Die zwangsweise Herabsetzung der Zinssätze öffentlicher Anleihen würde, wie unter 2 erwähnt worden ist, nur einen Teil der Rentenbezüger treffen. Das heisst, dass durch die Zwangskonversion Ungleichheiten geschaffen würden, die der Gesetzgeber vermeiden sollte. Wenn man — wie das der Ausgangspunkt einiger Freunde der Zwangskonversion ist —, etwa die Bundesbahnen im besondern entlasten wollte, so schiene mir, in vorläufig theoretischer Eventualerwägung, der Weg einer einmaligen, zweckbestimmten und allgemeinen Kapitalbelastung diskutabler, weil grundsätzlicher, gerechter und wirkungsvoller. Praktisch steht in bezug auf kapitalbelastende Fiskalmassnahmen die Krisensteuer im Vordergrund des Interesses. Es dürfte auch für die Freunde der Zwangskonversion vorteilhaft sein, sich auf dieses von den Gewerkschaften befürwortete und studierte Projekt zu konzentrieren.