

Bertin-Rouilleau, J.

**Article — Digitized Version**

## Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Frankreich

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Bertin-Rouilleau, J. (1955) : Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Frankreich, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 35, Iss. 9, pp. 520-524

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/132151>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

zu erwartenden Schwankungstendenzen, die noch dazu im Zeichen eines Preisdrucks stehen mögen, könnte dieser Verbrauchermarkt zwar nicht verschwinden, jedoch ganz erheblich schrumpfen. Kenia bleibt in erster Linie ein Agrarland und wird seine Wirtschaft auch in Zukunft auf den Anbau vielfältiger landwirtschaftlicher Erzeugnisse, die für die Ausfuhr bestimmt sind, basieren. Es muß dahingestellt bleiben, ob sich eine überstürzte Industrialisierung für das Land günstig auswirken wird. Industrien ziehen die eingeborenen Arbeiter durch ihre höheren Löhne wie ein Magnet in die Städte. Solange ausreichende Beschäftigung vorhanden ist und Wohnmöglichkeiten geschaffen werden, ist der Gefahrenherd beschränkt. Bei dem geringsten Rückschlag aber würde eine Proletarisierung der verstädterten Schwarzen eintreten, zumal ihnen in der Mehrzahl der Fälle die Rückkehr auf das Land verbaut wäre. Bei den neuesten Industrialisierungsbestrebungen darf nicht außer acht gelassen werden, daß die europäische Einwohnerzahl sich nach den letzten Statistiken auf nur 46 000 beschränkte, während die indische Bevölkerung 136 000 und die eingeborene 5,5 Mill. betrug. Da die Kaufkraft der Neger noch gering ist, kann der einheimische Markt nur begrenzte Warenmengen aufnehmen.

Die Bergbauproduktion ist im Gegensatz zu anderen afrikanischen Gebieten noch relativ unentwickelt. Die ehemals erhebliche Golderzeugung ist in den letzten Jahren stark zurückgegangen. Lediglich die „Magadi

Soda Company“, die eine Pottasche-Ausfuhr von jährlich mehr als 1,1 Mill. £ durchführt, beabsichtigt ihr Produktionspotential auszuweiten. Kupfer, Cyanid, Asbest und Kalkstein werden in den verschiedenen Bergbauunternehmen gewonnen, jedoch ist die Gesamtzeugung bislang von geringer Bedeutung.

Bei der Beurteilung der zukünftigen Konjunkturlage Kenias muß eine Anzahl schwieriger Fragenkomplexe berücksichtigt werden. Der Ausbau des Eisenbahn- und Hafenwesens erfordert gewaltige Mittel, wofür die in den USA aufgenommenen Anleihen in keiner Weise ausreichen. Trotz der in Angriff genommenen Erweiterungsarbeiten ist der Hafen von Mombassa verstopft. Hierin dürfte keine Änderung eintreten, solange die militärischen Erfordernisse einen Großteil der Umschlagsmöglichkeiten in Anspruch nehmen. Das Straßennetz ist unzulänglich, obwohl mit der Anlage von Kiesstraßen als Vorläufer von Asphaltchausseen begonnen wurde.

Die Krisenempfindlichkeit der Wirtschaft Kenias, die sich eindeutig mit der Bedeutung der Ernteergebnisse verknüpfen läßt, wird noch durch die Fortsetzung des Rassenkampfes verschärft, der nicht nur zwischen Weißen und Schwarzen, sondern auch zwischen Europäern und Indern geführt wird. Kenia ist ein Land der Rassenmischungen. Wenn das dort bestehende Rassenkonglomerat seinen Status zu behaupten wünscht, muß zunächst ein erträglicher „modus vivendi“ gefunden werden.

## Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Frankreich

J. Bertin-Rouilleau, Paris

Das Jahr 1954 war für die französische Wirtschaft ein Jahr der Weiterentwicklung und Ausdehnung. Das Anwachsen der Produktion, insbesondere der industriellen Produktion, beweist, daß der vorangegangenen Stagnation eine Erholung gefolgt ist, die übrigens bereits in den letzten Monaten des Jahres 1953 einsetzte.

Gleichzeitig ist das Exportvolumen wieder gestiegen. Dies ist zugleich Ausdruck des Beginns einer außerordentlich günstigen Wirtschaftskonjunktur. Die Handelsbilanz hat sich vor allem dadurch verbessert, daß der Umfang der Importe sich nur in bescheidenem Maße erhöhte.

Was die Entwicklung des französischen Franken betrifft, so hat er seit dem Aufhören der inflationistischen Tendenzen im März 1952 zweifellos eine gewisse Festigkeit erlangt. Der Goldpreis hat im Jahre 1954 noch nachgegeben, allerdings in einem gemäßigeren Tempo, nachdem der Metallpreis sich dem offiziellen internationalen Goldpreis genähert hat. Andererseits zeigen auch die Kurse der harten Devisen nach vorübergehender Abschwächung im letzten Frühjahr eine Stabilisierung auf das Vorjahrsniveau, und sie liegen nur um ca. 6,5—9 % über der offiziellen Parität.

Auf Grund des zurückgewonnenen Vertrauens in die französische Währung, das auch weiter anhält, belebte

sich nicht nur die Spartätigkeit, sondern auch die Stärkung der Gold- und Devisenreserven der Banque de France und des Stabilisierungsfonds machten erhebliche Fortschritte. So sind die sichtbaren Währungsreserven in der Bilanz der Notenbank vom 3. 12. 53 bis zum 2. 12. 54 von 224 Mrd. auf nahezu 351 Mrd. frs gestiegen.

### HISTORISCHE VORBETRACHTUNG

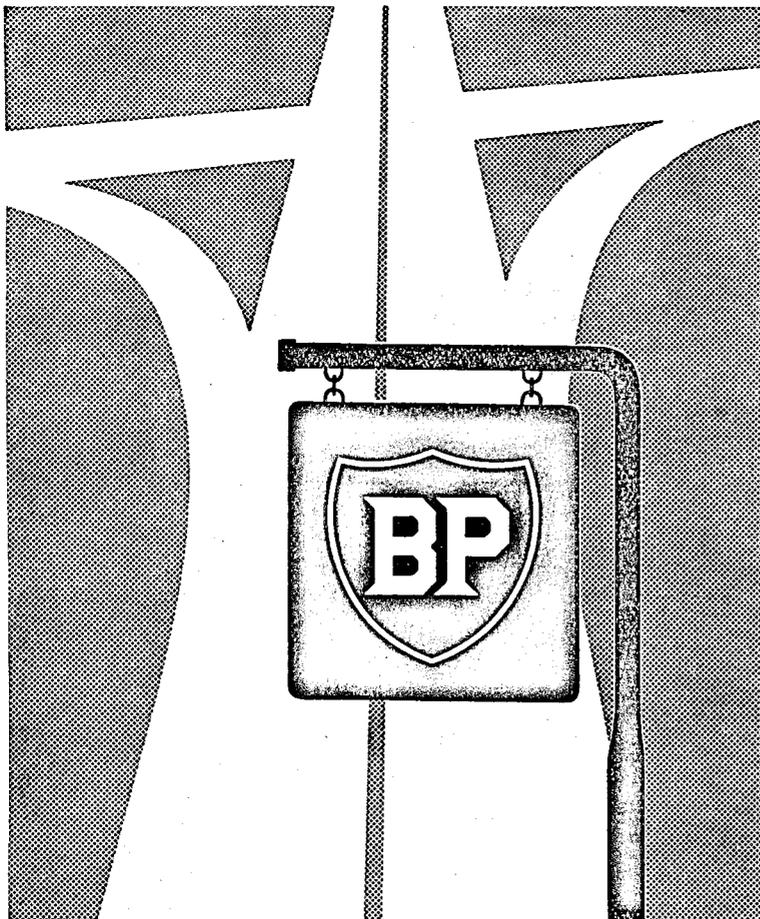
Während der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts hat sich das Gesicht des Geldmarktes in Frankreich ebenso gewandelt wie in den übrigen Ländern. Bei dieser Entwicklung haben zwei Phänomene eine bedeutsame Rolle gespielt: das Wachstum von Produktion und Einkommen führte einmal zu einer Erhöhung der aus den Einkommen gebildeten Termin- und Spareinlagen bei den Banken, zum anderen zu einem zahlenmäßigen sowie umfangmäßigen Anwachsen der Unternehmen, die Bankkredite in Anspruch nehmen. Diese beiden Phänomene können als Ursache des Entstehens und der Ausdehnung großer Kreditinstitute angesehen werden (Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir National d'Escompte, BNCI etc.). Die Ausdehnung der großen Depositenbanken, die sich zwecks Begebung ihrer eigenen Aktien und Obligationen an den Markt wandten und erhebliche Gelder in Form von Einlagen des Publikums und der Wirtschaftsunternehmen an sich zogen, ebenso wie die Entwicklung

der großen Geschäftsbanken (Banque de Paris et des Pays-Bas, Union Parisienne, etc.), die in der Lage waren, Barkredite zu geben und Garantien für die Emissionen der großen Unternehmen zu übernehmen, haben zu einer erheblichen Schwächung der Pariser Großbankiers (Rothschild, Mallet, Vernes, Hottinger, etc.) geführt und deren Geschäftsmöglichkeiten eingeengt. Der Emissionsmarkt ist mehr und mehr ein nationaler Markt geworden, eine Entwicklung, die sowohl aus dem Anwachsen der Finanzquellen als auch aus dem steigenden Kreditbedarf entsprechend dem nationalen Produktionswachstum resultierte. Aber infolge einer größeren Isolierung vom internationalen Kapitalmarkt ist es zweifelhaft, ob die Konkurrenz dadurch vollkommener geworden ist.

Nicht nur die Handelsbanken, sondern auch die Depositenbanken nahmen aktiven Anteil an der Übernahme der Neuemissionen. Umgekehrt sind die Handelsbanken bei der Placierung und Klassierung der emittierten Titel in Konkurrenz zu den Depositenbanken getreten. Dadurch kam es zwischen den beiden Weltkriegen zu einer scharfen Konkurrenz der beiden Banktypen untereinander, allerdings auf Kosten einer Verwischung ihrer ursprünglichen Funktionen. Diese Verwischung führte letztlich zur Bildung dauerhafter oligopolistischer Strukturen: Die anlässlich von Neuemissionen entstandenen Konsortien waren schließlich nur der Ausdruck großer Finanzgruppen,

die die Kontrolle sowohl über die kapitalnehmenden Gesellschaften selbst als auch über den inneren Wert der Titel ausübten, letzteren manipulierten und bei Kapitalerhöhungen den Ausschlag gaben.

Daneben hat sich eine faktische Emanzipation des französischen Schatzamtes zum „Staatsbankier“ durchgesetzt. Diese Erscheinung ist keine typisch französische. Diese Entwicklung, die in Frankreich wesentlich zögernder einsetzte als in den angelsächsischen Ländern, hatte aber für Frankreich tiefere Wirkungen. Gewiß, bis zum heutigen Tage ist diese Emanzipation juristisch noch unvollkommen geblieben; die Unterscheidung zwischen konsolidierten (langfristigen) Schulden, für die auf Rechnung der öffentlichen Hand Anleihen emittiert wurden, und den nicht-konsolidierten (kurzfristigen) Schulden, die das Schatzamt unter eigener Verantwortung aufnimmt, existiert noch. Aber mit dem Anwachsen des staatlichen Geldbedarfs hat die Schatzanweisung eine völlig neue Bedeutung erlangt. Ursprünglich war sie nur als Überbrückungsmittel des Schatzamtes gedacht und auf ca. 3 Monate befristet, d. h. daß die Banken dem Staat zur Deckung fälliger Forderungen die nötigen Gelder solange zur Verfügung stellten, bis diese an den festgesetzten Steuerzahlterminen wieder eingingen. Das Schatzamt fungierte lediglich als Kassenhalter des Staates, und die Schatzanweisungen hatten ausschließlich den Zweck, die Liquidität des Staates zu sichern. Mit der



*Stetig* wie die

Straßen, die endlos das Land durchziehen, dient dieses Zeichen dem Verkehr. Es bürgt in

28 Ländern der Welt für die hohe Güte der BP-Produkte.

Bei den Männern der BP sind Fahrer und Fahrzeug in guter

Obhut \* BP BENZIN- UND

PETROLEUM-GES. M. B. H.

Zeit jedoch sind die Schatzanweisungen zu einem beliebten Finanzierungsmittel der öffentlichen Ausgaben geworden, die mit den Staatsanleihen in Konkurrenz treten, wie es übrigens in den USA immer der Fall gewesen ist.

Nach und nach wurden dann die Schatzanweisungen ebenso wie in den angelsächsischen Ländern differenziert: sie differieren heute in den Emissionsmodalitäten, in der Möglichkeit ihrer Handelsfähigkeit, in der Art der Einlösung sowie hinsichtlich ihrer Laufzeit (kurz- oder mittelfristig), in ihrer Rendite, im Kreis der Subskribenten, für die sie jeweils reserviert werden, usw. Das Schatzamt wurde nach dem Beispiel der angelsächsischen Länder de facto und später de jure autorisiert, Offenmarktgeschäfte zu tätigen. Der Anteil der Schatzanweisungen an der gesamten öffentlichen Schuld stieg erheblich. Diese Entwicklung wurde zunächst noch durch langfristige Konsolidierungsanleihen verzögert, hat sich aber seit Anfang des letzten Krieges sehr beschleunigt. Wenn auch der Emissionsmarkt für öffentliche Anleihen noch nicht in allen Teilen dem der angelsächsischen Länder entspricht, so sind die Unterschiede doch mehr und mehr zum Verschwinden gekommen.

Einer der wesentlichsten Unterschiede blieb jedoch bestehen: Entgegen allen Erwartungen führte die Entwicklung in Frankreich nicht zur Abschaffung der „on tap“-Emissionen. Dieser „on tap“-Emissionen bediente man sich im Laufe der beiden letzten Kriege. Die Nichtbegrenzung der Emission, die sich aus solchen „on tap“-Emissionen ergab, ging parallel mit einer kräftigen Bindung von disponiblen Geldquellen des Marktes an das Schatzamt in allen jenen Fällen, in denen sie sich nicht durch Offenmarktpolitik erreichen ließ. Durch diese Politik, deren sich die Währungsexperten seit 1926 in steigendem Maße bedienten, war das Anwachsen der schwebenden öffentlichen Schuld begleitet von dem Bemühen, die überschüssigen liquiden Mittel des Geldmarktes wieder aufzusaugen. Bestimmend für diese Entwicklung war das Nichtvorhandensein eines tatsächlich „freien“ Marktes, auf dem die von dem freien Wettbewerb ausgehenden Kräfte regulierend wirken. Die Rolle, die die großen Kreditinstitute spielten, war ausschlaggebend. Und die Art ihrer Manipulationen bei Neuemissionen schloß nahezu jede aus dem Wettbewerb resultierende Entwicklung aus. Die Praxis sah wie folgt aus: Der Direktor der Schuldenverwaltung im Finanzministerium rief die Leiter der großen Banken zu sich und diskutierte mit ihnen die Bedingungen der vorgesehenen Anleihe, die dann in gemeinsamer Absprache festgelegt wurden. Wenn man sich vergegenwärtigt, daß einerseits die Staatspapiere einen großen Teil der laufenden Emissionen darstellten und einen immer größeren Anteil der von den Depositenbanken vorgenommenen Anlagen beanspruchten, und daß auf der anderen Seite sich im Laufe solcher Diskussionen der verschiedenen Repräsentanten eine einheitliche Front bildete, muß man zu dem Schluß kommen, daß sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite für diese Emissionen eine Beschränkung des Wettbewerbs stattfand. Je stärker derartige die Konkurrenz ausschaltenden Absprachen wirksam wurden, um so mehr gelangte

der Emissionsmarkt für Schatzanweisungen in eine Isolierung gegenüber dem Geldmarkt im allgemeinen. Diese Entwicklung führte zu nichts anderem als zu einem zweiseitigen Monopol.

Es erhebt sich nun die Frage, ob eine solche Kursfestsetzung für den Geldsuchenden oder den Geldgeber, d. h. also das Schatzamt oder die Banken, vorteilhaft war. Die Herstellung eines Gleichgewichts im Falle eines bilateralen Monopols hängt von der Verhandlungsstärke der beiden Parteien ab, und die möglichen Variationen lassen einen großen Spielraum offen. In unserem gegenwärtigen Fall sind zwei Fragen zu unterscheiden: die erste ist die Bestimmung der Höhe des Zinssatzes, zu dem die Emission getätigt wird. Hierfür dürfte das Bestehen eines bilateralen Monopols an sich keinen brauchbaren Anhaltspunkt liefern. Praktisch hängt der Zinssatz ausschließlich von Faktoren ab, die für das Angebot und die Nachfrage am allgemeinen Kapitalmarkt maßgebend sind oder, anders ausgedrückt, von Angebot und Nachfrage für das gesamte am Markt wirksame Anleihekaptal; letztlich also von der Politik der Währungsbehörden und von den spekulativen Momenten und Tendenzen des Marktes. Mit anderen Worten: man kann den Markt der Staatspapiere nicht isoliert vom allgemeinen Kapitalmarkt betrachten.

Aber es bleibt noch eine zweite Frage zu klären: diejenige der Entschädigung der Banken in ihrer Eigenschaft als Subskribenten. In diesem Punkt mußte sich die Situation der Banken in dem Maße verbessern, in dem ihr Verhandlungsgewicht das des Schatzamtes übertraf. Sie mußte sich also in dem Maße verbessern, wie der Geldbedarf des Staates und der von ihm subventionierten öffentlichen Stellen wuchs und dringender wurde, ohne daß eine wirtschaftlich oder politisch gerechtfertigte Erhöhung der Steuereinkünfte möglich war. Das Problem wurde noch dadurch verschärft, daß die andere Partei ihre Position durch die Androhung einer Erhöhung der Diskontsätze der Banque de France verbessern konnte, um für die Depositenbanken die Placierungen im Bereich des privaten Sektors weniger attraktiv zu machen. Außerdem muß man überlegen, daß bis zum Jahre 1936 die Banque de France in ihrer Eigenschaft zugleich als privilegiertes Emissionsinstitut und Privatbank, als öffentliches Unternehmen und Aktiengesellschaft eine gewisse Unabhängigkeit gegenüber dem Staat genoß. Wenn wir uns aber abschließend den gemachten Erfahrungen zuwenden, so muß festgestellt werden, daß die Provisionen der französischen Großbanken bei derartigen Emissionen bekanntlich höher waren als die am freien Markt erzielten Profite in England. Dieser Tatbestand hatte übrigens sehr ernste Folgen. Man konnte daraus folgern, daß der Staatskredit in Abhängigkeit von dem Entscheid der Banken geraten war. So wie alle liberalen Autoren stets geneigt sind, in jeder monopolistischen Absprache eine Verschwörung der Produzenten gegen die Konsumenten zu sehen, so sahen sozialistische Autoren in dieser Entwicklung eine Verschwörung der Privatbanken gegen den Staat. Abgesehen von der Tatsache, daß die Entwicklung wirtschaftlich eine Erstarrung des Marktes zur Folge hatte, der normalerweise viel elastischer sein müßte als der

Markt der privaten Emissionen, so hat sie politisch nicht wenig zur Verstaatlichung der großen Kreditinstitute beigetragen.

#### BILANZ DES JAHRES 1954

Die Erhöhung des Volkseinkommens, die sich in einem Klima der Preisstabilität vollzog, hat 1954 sowohl zu einer Erhöhung der Nachfrage nach Konsumgütern geführt als auch eine Erhöhung der Kassenbestände und Ersparnisse zur Folge gehabt.

Allein der Teil der Ersparnisse, der erfaßt werden kann — sei es als Sicht- oder Spareinlagen, sei es in Form von Schatzanweisungen, anderen mobilen Werten oder Lebensversicherungsprämien — erreichte 1954 die Höhe von 825 Mrd. ffrs entsprechend einem Anteil am Volkseinkommen von 7,6 %, gegenüber 574 Mrd. ffrs (5,5 % des Volkseinkommens) im Jahre 1953 und 529 Mrd. ffrs (5,1 %) im Jahre 1952.

Die verfügbaren Ziffern über die Bewegungen auf den Sparkonten sowie die weniger präzisen, jedoch ausreichend zuverlässigen Angaben der anderen Kapital-sammelstellen lassen den Schluß zu, daß die Entwicklung der Sparbildung das Ergebnis von zwei gegenläufigen Bewegungen ist: einmal dem Abzug von Guthaben bei den Sparkassen oder der in großem Umfang durchgeführten Abstoßung von Wertpapieren beispielsweise durch die Reflektanten auf Grundbesitz, die aber andererseits leicht ersetzt werden konnten, da die Bildung neuen Sparkapitals groß genug war, um diesen Rückgang mehr als auszugleichen.

Die Erhöhung der Spartätigkeit ist im übrigen durch die Belebung der Geschäftstätigkeit im Jahre 1954 begünstigt worden. Die Fortschritte der technischen Verfahren, die Durchführung eines Teils des in den letzten Jahren in Angriff genommenen Ausrüstungsprogramms, die Milderung der finanziellen Lasten infolge der progressiven Amortisierung von Altschulden haben einen Teil der erzielten Erträge freigesetzt und es den Unternehmen ermöglicht, diese freigesetzten Mittel nutzbringend anzulegen. Das gefestigte Vertrauen in die Währung hat die Ersparnisse, die sonst dem Goldmarkt zuflossen, für andere Anlagen freigemacht. Daneben hat der Rückgang der Nachfrage mehr noch als die erheblichen Verkäufe die Baisse des Goldkurses verschärft.

So stand schließlich ein bedeutendes Kapitalvolumen, das durch eine Repatriierung früher im Ausland arbeitender Gelder verstärkt worden sein mag, für Anlagen zur Verfügung. Ein großer Teil dieser Mittel wurde in Form von Termingeldern angelegt oder diente dem Ankauf von Effekten. Ein anderer Teil unterstützte die Nachfrage auf dem Wertpapiermarkt, besonders dem Aktienmarkt, nicht unerheblich.

#### ENTWICKLUNG DES SPARENS

Das „liquide Sparen“ erreichte 1954 einen Gesamtbetrag von 462 Mrd. ffrs, d. h. 117 Mrd. mehr als im Vorjahr. Die Steigerung der auf Sparkonten eingezahlten Beträge erreichte 219 Mrd. ffrs. Obgleich damit nicht der Rekordzuwachs des Vorjahres erreicht worden ist, sind die Einzahlungen um mehr als 30 Mrd. höher gewesen als 1953. Auch die Netto-Zeichnungen auf Schatzanweisungen sind gestiegen. Schatzanweisungen mit progressivem Zinssatz haben dem Schatz-

amt 82 Mrd. zugeführt, was eine leichte Erhöhung gegenüber dem Vorjahr bedeutet, obgleich in diesem Jahr die sehr erfolgreiche Werbung von 1953 nicht wiederholt wurde. Die Zeichnungen auf befristete Anleihen sind durch die günstigen Emissionsbedingungen des Schatzamtes stark gefördert worden. Die Zinsen wurden bis zum Dezember 1954 auf 3,5 % für 1-Jahres-Schatzanweisungen und auf 4 % für 2-Jahres-Anweisungen festgesetzt, obgleich der offizielle Diskontsatz am 4. Februar von 3,5 % auf 3,25 % ermäßigt worden war. Am 6. Dezember wurden beide in Verbindung mit der erneuten Herabsetzung des Diskontsatzes vom 2. Dezember 1954 um  $\frac{1}{4}$  Punkt herabgesetzt. Die Zeichnungen von Nichtbanken auf Schatzwechsel in laufender Rechnung erhielten wiederholt durch verschiedene Ereignisse neuen Auftrieb, so besonders im Dezember, als die Subskribenten eine Verschlechterung der vom Schatzamt angebotenen Bedingungen befürchteten. Tatsächlich erfolgte am 4. Februar und am 3. November 1954 eine Herabsetzung um je  $\frac{1}{4}$  Punkt.

Die starke Steigerung der Reserven der Lebensversicherungen und der privaten Rentenversicherungen (46 Mrd. 1954 gegenüber 28 Mrd. 1953) resultiert hauptsächlich aus der Entwicklung der gemischten Verträge, die die Möglichkeit einer Kapitalausschüttung auf den Todesfall und auf den Erlebensfall kombinieren.

#### DER ANLEIHEMARKT

Der Erfolg, den die Anleiheemissionen im Jahre 1954 erzielen konnten (306 Mrd. Zeichnungen gegenüber 179 Mrd. im Jahre 1953), erklärt sich sowohl aus der Verfügbarkeit freier Kapitalien als auch aus den für die Zeichner äußerst günstigen Bedingungen. Die Nominalsätze der meisten Angebote liegen zwar um  $\frac{1}{4}$  bis  $\frac{1}{2}$  Punkt unter den Sätzen des Jahres 1953, aber diese Zinsherabsetzung wurde durch andere Vergünstigungen, mit denen die Emissionen ausgestattet waren, weitgehend kompensiert. Das Schatzamt und die verstaatlichten Unternehmen wandten sich mit fast den gleichen Bedingungen wie im Vorjahr mit durchschnittlich relativ kurzfristigen Anleihen (10—15 Jahre Laufzeit), deren Beträge individuell begrenzt waren, an das Publikum. Die steuerlichen Vergünstigungen und andere Ausschreibungsklauseln, die bereits im Jahre 1953 angewandt wurden, wurden im großen ganzen für die 1954 emittierten Anleihen beibehalten. Der Crédit National und der Crédit Foncier de France haben Auslosungsanleihen emittiert.

Die Unternehmer des privaten Sektors haben entweder zu Ausschreibungsklauseln, die den Subskribenten an der Umsatzentwicklung oder dem ausgeschütteten Gewinn interessieren, oder zum Angebot von Rückzahlungsprämien Zuflucht genommen, die durch die kurze Laufzeit der Anleihen (in den meisten Fällen 10—15 Jahre) an Interesse gewannen. Die Emission von Obligationen auf dem privaten Sektor ist auch 1954 sehr umfangreich gewesen. Kennzeichnend für das Jahr 1954 ist, daß mehr als die Hälfte dieser Emissionen von Industriegruppen (Schwerindustrie, Elektrotechnik etc.) erfolgten. Damit hat sich im Jahre 1954 eine bereits im Vorjahr angelassene Entwicklung zugunsten der Titel mit einem breiten Käufermarkt fortgesetzt, die geeignet sind, die Placierungsinstitute an Industrieobligationen zu interessieren.

## DIE ANLEIHEN DES STAATES

Es ist auch ohne wissenschaftliche Darlegung leicht möglich, aufzuzeigen, in welcher Weise der Staat häufig für die Verteuerung und Knappheit der Gelder am Kapitalmarkt verantwortlich ist.

Die Summe der mit Hilfe öffentlicher Mittel finanzierten Investitionen in der Franc-Zone hat sich 1952 auf 836 Mrd., 1953 auf 853 Mrd. und 1954 auf 866 Mrd. erhöht. Diese Beträge lagen in den Jahren 1952 und 1953 höher als das Haushaltsdefizit. Bis zur Höhe der Haushaltsfehlbeträge waren diese Ausgaben entweder durch langfristige Anleihen über den Kapitalmarkt oder durch kurzfristige Anleihen (über den Kapitalmarkt oder durch die Banken oder das Emissionsinstitut) gesichert. In dem Umfang jedoch, in dem sie das Haushaltsdefizit überschreiten, wurden sie aus Steuereinkünften finanziert.

Mit der Zeit ist es dahin gekommen, daß der Staat im voraus Kapital aufnimmt — sei es durch direkte Anleihen am Kapitalmarkt oder durch indirekte Abschöpfung auf dem Wege der Besteuerung oder nicht erkennbarer Emissionen (Begleichung der Kriegsschäden durch handelsfähige Titel) — und damit den Markt der verfügbaren Mittel beraubt, die er für seine Verteilerfunktion benötigt. Diese Vorwegnahme seitens des Staates hat eine Verteuerung der Kapitalien bzw. die Aufrechterhaltung eines hohen Zinsniveaus zur Folge. Um sich die notwendigen Mittel zu sichern, reserviert sich der Staat innerhalb der Emissionsquoten den Löwenanteil entweder direkt oder durch seine Hilfsstellen. Die auf diese Weise beschafften Kapitalien sind mit hohen Zinsen belastet.

Demgegenüber erfolgen die Ausleihungen des Staates durch eine Vielzahl von Organisationen: den Fonds für Aufbau und Ausrüstung, den Nationalen Produktivitätsfonds, den Investitionsfonds für die Entwicklung überseeischer Gebiete (FIDES), den Nationalen Fonds für Landerschließung, den Fonds für Lohnausgleich, den Fonds für die Umwandlung der Industrie, den Fonds für die Dezentralisierung der Industrie. Die Ziele dieser verschiedenen Fonds überschneiden sich in

vielen Fällen. Gegenüber dieser Vielzahl von Geldgebern sind die Empfänger von Vorschüssen oder Subventionen nicht immer besonders kreditwürdige Unternehmen. Das freie Spiel der Konkurrenz wird hier verfälscht, ohne daß daraus ein Gewinn für die Allgemeinheit erwächst.

Es wäre zu wünschen, daß der Kapitalmarkt wieder in die Funktionen eingesetzt würde, Vermittler von Kapital an die nachfragenden Unternehmen zu sein, ohne daß dieses Kapital erst durch die Staatskassen läuft, wodurch die natürlichen Ungleichheiten nur verschärft werden und der Zinssatz verfälscht und verteuert wird — zum Nachteil vor allem des Staates selbst und seines eigenen legitimen Kapitalbedarfs.

## STEIGERUNG DES KURSWERTES

Der Kurswert der an der Pariser Börse notierten französischen Dividendenpapiere stellte sich Ende Dezember 1954 auf 2 699 Mrd. ffrs gegenüber 1525,4 Mrd. Ende 1953. Dies entspricht einer Erhöhung um rund 77%. Die Werterhöhung ist für die Papiere solcher Unternehmen, die im Mutterland tätig sind, erheblich höher (2 189,3 Mrd. gegenüber 1 143,9 Mrd., d. h. + 91,5%) als für Papiere solcher Gesellschaften, die im überseeischen Frankreich oder im Ausland arbeiten. Wir müssen uns hierbei daran erinnern, daß dieser außerordentlichen Erhöhung des Kurswertes französischer Titel eine Erhöhung von nur rund 18% im Jahre 1953 gegenübersteht, der wiederum eine Erhöhung von 14% im Jahre 1952 voranging. Das Jahr 1951 mit einer Steigerung von 56% brachte praktisch die Wiederaufrichtung des Kapitalmarktes nach der großen Baisse des Jahres 1950.

Es ist interessant, die erhebliche Steigerung der Kurswerte in den einzelnen Industriesparten herauszustellen: Bei den Erdöl- und Treibstoffgesellschaften stieg der Kurswert der Aktien von 81 auf 456 Mrd., bei der Automobilindustrie von 74 auf 177 Mrd., bei der chemischen Industrie von 169,5 auf 331 Mrd. Demgegenüber ist bei der Textilindustrie eine fast völlige Stagnation festzustellen (37 Mrd. gegenüber 36 Mrd. im Vorjahr).

# Die feinmechanische und optische Industrie Frankreichs

Alfred Frisch, Paris

**M**an ist geneigt, die Bedeutung der französischen Industrie für Feinmechanik und Optik zu unterschätzen und besonders ihre Qualität in Frage zu stellen. Dabei vergißt man jedoch, daß Frankreich auf diesem Gebiet über eine sehr lange Tradition verfügt. Für einige optische Erzeugnisse leistete es im vorigen Jahrhundert ausgesprochene Pionierarbeit. In diesem Zusammenhang sei nur an die Rolle der Brüder Lumière erinnert. Außerdem ist der französischen Industrie der hohe Qualitätsbegriff keineswegs fremd, besonders wenn es sich nicht um Serienerzeugnisse handelt. Gerade in der Nachkriegszeit unternahmen Feinmechanik und Optik große Anstrengungen, um den Anschluß an den Weltmarkt zu finden. Es ist nicht

übertrieben zu behaupten, daß diese Anstrengungen in nicht geringem Maße von Erfolg gekrönt waren und daß sich dieser Industriezweig international sehr wohl sehen lassen kann. Die Exportwerbung ist übrigens ungewöhnlich intensiv. Die bedeutendsten Fabriken haben sich zu einer Exportgemeinschaft zusammengeschlossen. Der Industrieverband veranstaltet regelmäßig auf den maßgebenden internationalen Messen Kollektivausstellungen; seit 1949 war er so auf den internationalen Messen von Frankfurt, Berlin, Düsseldorf, Turin, Posen, Kopenhagen, Chicago, Stockholm, Lüttich, Zagreb, Madrid, Philadelphia, Montreal und Leipzig vertreten. Es gelang der französischen Industrie, selbst in Ländern Fuß zu fassen,