

Gute Konjunktur bedeutet keineswegs gute Börse und flau Konjunktur nicht schlechte Kurse. Dies zeigen die Erfahrungen der letzten zwei Jahre. Ferdinand Lips, Direktor der Rothschild Bank AG Zürich, untersucht die Entwicklung an den US-Börsen.

## Aktienkurse

# Runter, wenn es aufwärts geht

FERDINAND LIPS

Seit bald einem Jahr erleben die US-Aktien einen neuen Boom. Der Dow-Jones-Index, der die Kursentwicklung ausgewählter Industrieaktien wiedergibt, ist auf nahezu 1000 geklettert. Er liegt damit um 319 Punkte oder nahezu 50 Prozent über dem Tiefstand vom Mai 1970.

Heute erinnert man sich kaum noch an die IOS-Krise vor einem Jahr, die sich zu einer Krise des ganzen internationalen Investmentmarktes auszudehnen drohte. Ende Mai 1970 hielten die Weltbörsen für einen Moment den Atem an, als der größte Eisenbahnkonzern Amerikas, die Penn Central, zusammenbrach.

Wer freilich in jenen spannungsgeladenen Tagen den Mut zu Käufen hatte und mit kühlen Nerven auf die Überwindung der ernstesten Situation setzte, kann jetzt große Kursgewinne verzeichnen.

### Die Entscheidung fiel für die Aktien

Die kritische Situation in der Liquiditätskrise erreichte mit dem Bankrott der Penn Central ihren Höhepunkt. Damals empfahlen die zwölf amerikanischen Federal Reserve Banken den führenden Banken in ihren Bezirken, jeden gewünschten Diskontkredit in Anspruch zu nehmen, um eine Krise zu vermeiden. Seither ist die Politik des Federal Reserve Board darauf ausgerichtet, die Geldmenge zu erhöhen, um die Geschäftstätigkeit zu stimulieren, ohne dabei noch mehr Öl in das Feuer der Inflation zu schütten.

Damit ging die zweijährige Restriktionspolitik, die Geschäftsleute und Investoren einer harten Prüfung ausgesetzt hatte, zu Ende; für viele Beob-



„Anleger stehen vor schweren Prüfungen.“ F. Lips

achter freilich zu früh, da die Inflationsrate noch recht hoch geblieben war. Aber da der Erfolg einer Konjunkturpolitik erst nach einem gewissen zeitlichen Abstand sichtbar wird, konnten erst Anfang 1971 ersichtliche Erfolge verzeichnet werden. Damals betrug die Steigerung der Lebenshaltungskosten 2,7 Prozent. Das stellte die langsamste Erhöhung seit dem 1. Quartal 1967 dar.

Als es allmählich klar wurde, daß die größten Gefahren für den Moment gebannt waren, mußten sich viele Geschäfts- und Privatleute, die über überschüssige flüssige Mittel verfügten, in den letzten Monaten folgende Fragen stellen:

- Soll ich diese Dollars in meiner Firma investieren, da eine starke Konjunkturbelebung vor der Tür steht?
- Soll ich in Erwartung höherer Zinssätze meine überschüssigen Dollars auf mein Bankkonto legen?
- Soll ich in Anbetracht der gegenwärtigen Hausse an der Börse diese Mittel in Aktien anlegen?

● Soll ich die Obligationen kaufen, da mit einem längeren Anstieg der Obligationenkurse zu rechnen ist?

Die Praxis hat ergeben, daß die meisten Investoren sich für die Anlage ihres Geldes in Aktien entschieden und auf diese Weise zur sensationellen Kurserholung der vergangenen Monate beigetragen haben.

Die Regierung Nixon allerdings hat wohl noch keinen Grund zum Optimismus. Obwohl die US-Notenbank, die Regierung, viele prominente Politiker und führende Ökonomen die Inflation als eine Ungerechtigkeit bezeichnen und als Krebsübel verdammen, hatte man nicht den Mut, die harten Maßnahmen weiterzuführen, und zwar ganz einfach, weil sie viele Unternehmer, Investoren und Wähler noch härteren Prüfungen ausgesetzt hätten und dementsprechend unpopulär sind.

### Der Aufwärtstrend war unerschütterlich

Nun, wo die Wirtschaft wieder in Bewegung gebracht ist, dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis wir vor einer neuen, möglicherweise noch größeren Inflationsrunde stehen. Wie sich die Gewerkschaften in einer solchen Situation verhalten werden, kann man sich heute schon vorstellen. Ihre Forderungen gegenüber den Arbeitgebern dürften nie dagewesene Ausmaße annehmen und die Gewinnentwicklung generell stark beeinträchtigen. Da die Liquidität der amerikanischen Industrieunternehmen sich ohnehin auf einem Tiefstand befindet, ist mit einer weiterhin starken Beanspruchung des Kapitalmarktes zu rechnen.

Während der kurzen Rezession im vergangenen Jahr hatten viele arg ver-

schuldete Unternehmen zu wenig Zeit, um ihre Finanzlage in Ordnung zu bringen. Die nahezu 20 Jahre dauernde Hochkonjunktur der Nachkriegszeit mußte irgendwie finanziert werden. Als Folge davon ist die Verschuldung der amerikanischen Industrie in den sechziger Jahren stark angestiegen.

Sollte nun die Wirtschaft eine neue Hochkonjunktur erleben, dann wäre es möglich, daß sich die Verschuldungssituation dank höherer Erträge und größerer Gewinnspannen verbessert. Die Nachfrage nach Kapital würde aber wieder rascher zunehmen, mit entsprechendem Zinsanstieg und den unvermeidlichen Auswirkungen auf die Aktienbörse. Sollte diese Hochkonjunktur nicht eintreffen, dann wäre der Kursanstieg der letzten neun Monate nur teilweise gerechtfertigt.

Die Börse läßt sich jedoch im Moment von solchen Bedenken kaum beeindruckt. Selbst im März 1971, als bekannt wurde, die drittgrößte Brokerfirma, nämlich Francis I. DuPont, Gore Forgan, steht erneut vor dem Zusammenbruch, konnte der Aufwärtstrend nicht erschüttert werden, obwohl die »New York Times« bemerkte, daß ein solcher Zusammenbruch die eben erst wiedererwachte Zuversicht an der Wall Street zerstören und eine wirtschaftliche Katastrophe herbeiführen würde.

Bei allen Überlegungen über die Zukunft der amerikanischen Börse muß man einbeziehen, daß der Dow-Jones-Index den Stand von 1000 schon einmal, und zwar im Januar 1966, er-

reicht hatte. Seit 1965 hat die Börse, gemessen an diesem populären Index, überhaupt keinen Fortschritt gemacht.

Berücksichtigt man zudem die Inflationsraten der letzten Jahre, hat der Aktieninhaber wirklich schlecht abgeschnitten. Die Gründe dieser Entwicklung sind bekannt. Es handelt sich um wirtschaftliche Faktoren, die nebst der Psychologie des Publikums, seiner Angst und seiner Gier, wirklich des Börsengeschehens bestimmende Kraft bleiben, auch wenn es manchmal scheint, die Börse sei gänzlich von der Wirtschaft isoliert. Zu diesen Faktoren gehören die Zinsentwicklung, die Inflationsrate und in engem Zusammenhang mit diesen beiden Punkten die Gewinnentwicklung. Der Krieg in Vietnam hat dabei einen erheblichen Einfluß.

### *Aufschwung verlangt neue Strategie*

Bei der Beurteilung der zukünftigen Entwicklung der Börse helfen folgende Betrachtungen:

● Was passiert, wenn nur eine Konjunkturbelebungsbescheidenen Ausmaßes kommt und der Gewinnanstieg weniger groß ist als erwartet?

● Was passiert, wenn die Konjunkturbelebungs kommt, die Zinssätze infolge historisch niedriger Liquidität aber wieder stärker steigen? Die Börsenerholung der letzten Monate ging bekanntlich einher mit einem starken Rückgang der Zinssätze. Aber US-Experten erwarten heute schon, daß die

kurzfristigen Zinssätze bis Ende des Jahres höher gehen und nächstes Jahr mit bedeutend höheren langfristigen Zinssätzen gerechnet werden muß.

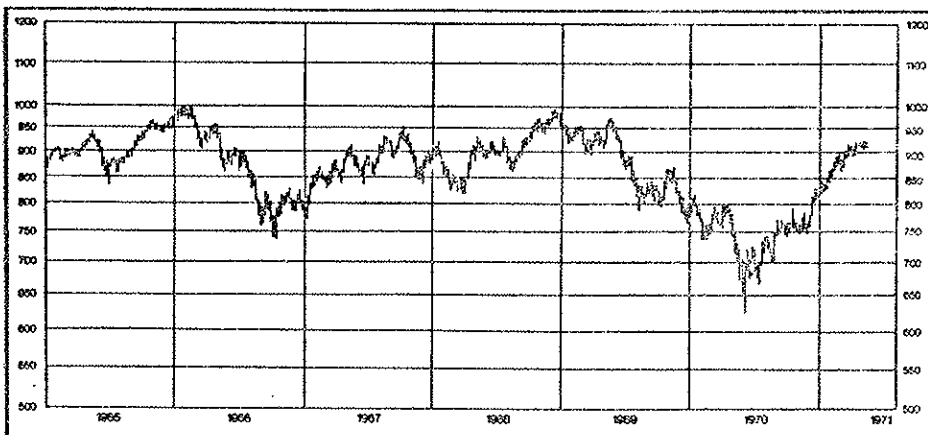
● Wie wird sich die Börse verhalten, wenn der Konjunkturaufschwung sowohl von höheren Zinssätzen als auch von einer höheren Inflationsrate begleitet ist?

● Die beste Voraussetzung für eine gesunde Börsenentwicklung in den nächsten Jahren wäre ein nahezu inflationsfreies Wachstum, begleitet von einer stärkeren Gewinnzunahme und niedrigeren Zinssätzen. Ist mit einer derartigen Entwicklung aber zu rechnen?

Anhand der Erfahrungen in den beiden vergangenen Jahren bedeutet eine gute Konjunktur nicht unbedingt eine gute Börse und eine flau Konjunktur nicht eine schlechte. Die Börse war in den letzten Monaten im Gegenteil wegen der günstigen Geldbedingungen so gut. Eine Rezession geht einher mit oder ist gefolgt von einer Periode billigeren Geldes. Das ist für die Börse günstig. Hingegen bewirkt eine Hochkonjunktur vor allem in der Schlußphase eine große Kapitalnachfrage und damit teures Geld. Kurz, es ist für die Börse weniger Geld vorhanden.

Solange die Wirtschaft flau ist, dürfte die gute Börsenlage anhalten, da die Regierung die Wirtschaft, besonders in Anbetracht der beachtlichen Arbeitslosigkeit und niedrigen Kapazitätsauslastung weiterstimuliert. Damit dürften die kommenden Anzeichen einer Konjunkturbelebungs paradoxerweise das Signal sein, die Börsenstrategie der neuen Situation anzupassen, vor allem, wenn sie von einer starken inflationären Entwicklung gefolgt ist. Denn es ist nicht zu vergessen: So wenig eine verlängerte Periode größerer Arbeitslosigkeit politisch verantwortet werden kann, so politisch unhaltbar ist eine Inflationsrate über fünf Prozent. Auch dies hat die neueste Vergangenheit bewiesen.

So kann mit einiger Sicherheit behauptet werden, daß in den nächsten zwei Jahren neue schwere Prüfungen auf den Anleger warten, wobei die zerfahrene Wirtschaftslage eine nicht zu unterschätzende Rolle spielt. ■



Seit 1966 macht die Börse keine Fortschritte: Dow-Jones-Index

*Wirtschaftswoche*