

28. 10. 1972

Skepsis gegenüber den Wallstreet-Chancen

Standortbestimmung eines prominenten Anlagefachmannes

Wo. Zu den Wallstreet-Skeptikern zählt sich im gegenwärtigen Zeitpunkt Ferdinand Lips (Meilen), Direktor der Rothschild Bank AG Zürich, der kürzlich in einem Grundsatzreferat in Bremen eine anlagepolitische Standortbestimmung mit bemerkenswerten Gedankengängen vornahm.

Darin stellt er selbstverständlich die glänzvolle Wirtschaftslage in den USA keineswegs in Abrede, weist aber auf die alte Erfahrung hin, dass die Börse nicht die Gegenwart spiegelt, sondern die Zukunftsaussichten um viele Monate vorwegnimmt: «Vermutlich blickt die Börse bereits ins Jahr 1973 hinüber, in welchem Jahr infolge der grossen Budgetdefizite mit Steuererhöhungen sowie mit einer restriktiveren monetären Politik seitens der Regierung zu rechnen ist, damit die Inflationsrate nicht wieder unannehmbare Ausmasse annimmt. Sollten aber Löhne und Preise wiederum stärker steigen, dann dürfte Nixon zweifellos erneut der konservative Mann werden, der er eigentlich ist.»

Was dem Direktor der Zürcher Rothschild Bank aber besonders zu denken gibt, das ist die *ungünstige technische Verfassung*, in der sich die New Yorker Börse befindet. Hier weist er insbesondere auf die schlechte Liquidität der institutionellen Anleger, auf den enormen Umfang von Aktien- und Anleiheemissionen, auf das stark verschlechterte Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital bei den USA-Unternehmungen sowie auf das sehr hohe Volumen der Aktienkäufe auf Kredit hin. So hatten die *Grossanleger* (Trust Funds, Pensionskassen, Stiftungen, Mutual Funds) 1970 mit einem Umsatzvolumen von 255 Milliarden Dollar 30 Prozent aller Börsentransaktionen in den USA getätigt und sind damit zu einem gewaltigen Marktfaktor geworden. Die *Liquidität* dieser Grossen ist aber heute *alles andere als ermutigend*. Eine Faustregel besagt, dass Kassareserven der Mutual Funds von mehr als sieben Prozent der Fondsaktiven ausreichen, damit von den Funds kein Druck auf die Aktienkurse ausgeht. Im letzten Sommer aber lagen die flüssigen Mittel der Mutual Funds bei nur 5,2 Prozent,

während sie 1970 noch zwölf Prozent betragen hatten.

Das *Emissionsvolumen neuer Aktien* hat sich in den letzten sechs Jahren von 1,9 auf 9,3 Milliarden Dollar, jenes der *Obligationen* gar von 15,6 auf 34,4 Milliarden Dollar erhöht. «Es ist anzunehmen, dass diese enorme Emissionstätigkeit wesentlich dazu beigetragen hat, den Anstieg der Börsenkurse in Schach zu halten», schreibt Lips. Das *Verhältnis Eigenkapital/Fremdkapital der amerikanischen Unternehmungen* hat sich in den letzten Jahren fortlaufend verschlechtert, was bedeutet, dass die Unternehmensgewinne zunehmend anfälliger gegen eine Erhöhung des Zinsniveaus werden. 1965 betrug der Fremdkapitalanteil an den gesamten Unternehmenskapitalien noch 25 Prozent, 1972 war er auf 41,5 Prozent gestiegen. Schliesslich ist der *Gesamtumfang der Wertschriftenkredite* in den letzten zwölf Monaten um volle 60 Prozent auf 7,56 Milliarden Dollar gestiegen, wobei der Anteil der qualitativ besseren Kreditkonti mit 70 und mehr Prozent Eigenkapital seit 1969 von 50 auf 13,8 Prozent gesunken ist. Da im Falle eines allgemeinen Kursrückganges bei auf Kredit gekauften Aktien erfahrungsgemäss zahlreiche *Zwangsliquidationen* auftreten, stellt das hohe Aktienkreditvolumen einen potentiellen Baissefaktor dar: «Wir können davon ableiten, dass der nächste bear market in seiner Schlussphase sehr abrupt verlaufen könnte.»

Im übrigen spricht Direktor Lips einer gezielten Selektion beim Aktienkauf das Wort, wobei er nicht nur empfiehlt, sich auf *erfolgreiche Wachstumsgesellschaften* zu konzentrieren, sondern vor allem das Augenmerk auf *kleinere und mittelgrosse Unternehmungen* zu richten, weil das Ertragswachstum der ganz Grossen erfahrungsgemäss stagniert. Schliesslich plädiert er in bemerkenswerter Offenheit für die *Schlachtung heiliger Kühe auf dem Gebiet der Anlagepolitik*, wobei vor allem gemeint ist, dass man den Mut haben sollte, beim Eintreten bestimmter Konstellationen den Aktienmarkt vorübergehend vollständig zu verlassen. Grosse Bedeutung wird auch generell der *Haltung von Barreserven* zugemessen.