

Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.)

Article — Digitized Version

Nochmals: Wie beurteilen Sie den Wertpapiermarkt?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.) (1958) : Nochmals: Wie beurteilen Sie den Wertpapiermarkt?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 38, Iss. 9, pp. 487-488

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/132686>

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.

Nochmals: Wie beurteilen Sie den Wertpapiermarkt?

Der gegenwärtige Stand der Diskussion

Während noch vor nicht allzu langer Zeit Klagen über die Funktionsschwäche des westdeutschen Kapitalmarktes und über das zu hohe deutsche Zinsniveau an der Tagesordnung waren, stehen die Wertpapiermärkte in der Bundesrepublik seit Monaten im Zeichen einer fast stürmischen Aufwärtsentwicklung, die nur vorübergehend durch die Geschehnisse im Nahen Osten beeinträchtigt wurde.

Die Renditen sinken

Weitgehende Übereinstimmung besteht darüber, daß die abwärtsgerichtete Tendenz der Renditen vorläufig noch andauern wird. Bis Ende Juli dieses Jahres ermäßigte sich die Aktienrendite — ein Spiegelbild der steigenden Kurse — auf einen Durchschnittssatz von 4,15%. Allerdings gibt es heute noch eine Anzahl von Aktienwerten, deren effektive Erträge aus besonderen Gründen zwischen 5 und 6% liegen und infolgedessen zur Zeit mit denen der festverzinslichen Papiere konkurrieren können.

Der Kapitalzins ist seit Herbst vergangenen Jahres um nicht weniger als 2% gesunken. Während der nominelle Satz der Anleihen von 8 auf 6% zurückging, ermäßigte sich der der Pfandbriefe von 7,5 auf 5,5%. Diese Entwicklung mußte sich automatisch in der Durchschnittsrendite niederschlagen, die allein im Juli um 0,5% abnahm. Da der Druck auf den Kapitalmarktzins nicht nachzulassen scheint, ist man fast einmütig davon überzeugt, daß mit einem weiteren Zinsabbau, wenn auch in verlangsamttem Tempo, zu rechnen ist. Ein baldiger Übergang zum 5%igen Pfandbrieftyp liegt durchaus im Bereich der Möglichkeit.

Die von einigen Fachleuten aufgestellte Prognose, daß auch bei den Anleihen noch vor Jahresende der Fünf-Prozent-Typ erreicht werde, dürfte angesichts der heutigen Situation allerdings etwas gewagt sein. Diese These kann ebenso richtig oder falsch sein wie jene, nach der es sich bei der gegenwärtigen Entwicklung nur um eine

interimistische Bewegungsphase handle, die nicht von Dauer sei und nach der Angebot und Nachfrage bald wieder ins Gleichgewicht kommen würden. Solche Voraussagen sind, da die derzeitigen Verhältnisse noch keine zuverlässigen Erklärungen in dieser Richtung zulassen, nur als Spekulationen zu bewerten.

Niemand vermag daher zu sagen, in welchem Umfang sich die Renditen noch verschlechtern werden. Feststehen dürfte jedoch, daß eine Besserung der Durchschnittsverzinsung in nächster Zeit nicht zu erwarten sein wird.

Angebot und Nachfrage

Es besteht heute kein Zweifel darüber, daß die wachsende Geldkapitalbildung, die auf eine Ermäßigung des Zinsniveaus hinzielende Notenbankpolitik und die gedämpfte Emissionslust den unerwartet starken Zinsverfall bewirkt und zu einer Verschiebung der Angebots- und Nachfrageverhältnisse geführt haben, Angebot und Nachfrage befinden sich gegenwärtig nicht mehr im Gleichgewicht. Die Aufnahmefähigkeit des Marktes ist größer, das Angebot neu ausgegebener Papiere dagegen spürbar geringer geworden.

Ob die Emissionstätigkeit in nächster Zeit wieder lebhafter wird, läßt sich schwer voraussagen. Sicher ist, daß die öffentliche Hand in nächster Zeit kaum mit nennenswerten Ansprüchen an den Kapitalmarkt herantreten wird. Vor allem dürfte dies für den Bund zutreffen, der in diesem Jahr noch der Notwendigkeit enthoben bleiben dürfte, zur Finanzierung seines außerordentlichen Etats eine Anleihe zu begeben.

Im Bereich der Privatwirtschaft verhält es sich nicht viel anders. Sowohl in Bank- als auch in Wirtschaftskreisen bezweifelt man, daß die Emissionstätigkeit die früheren Beträge bald wieder erreichen wird, zumal die nachlassende Investitionsneigung der Industrie naturgemäß auch die Expansion des Kapitalbedarfs erheblich gebremst

hat. Hinzu kommt, daß die Emittenten die Kapitalaufnahme zum Teil absichtlich hinausschieben, um später in den Genuß noch günstigerer Konditionen zu gelangen. Auf längere Sicht besteht durchaus die Möglichkeit, daß sich auch in der privaten Sphäre ein steigender Emissionsbedarf bemerkbar macht. Einerseits könnten der Mangel an Arbeitskräften und der zunehmende Wettbewerb im In- und Ausland zu arbeitssparenden und kostensenkenden Rationalisierungsmaßnahmen zwingen, andererseits dürfte aber auch die unlängst beschlossene Reform der Körperschaftsteuer die Unternehmen zu einer verstärkten Finanzierung über den Kapitalmarkt veranlassen.

Noch deuten jedenfalls alle Anzeichen darauf, daß die Nachfrage eher steigen als stagnieren wird. Wahrscheinlich ist — und dies kommt in der Diskussion auch immer wieder zum Ausdruck —, daß die Entscheidungen mancher Anleger gegenwärtig zu einem guten Teil noch durch spekulative Momente beeinflußt werden. So erscheint es vielen Käufern ratsam, die gebotenen Chancen noch zu nutzen, bevor die Renditen weiter nachgeben. Sie beeilen sich also mit der Nachfrage, um einen möglichst hohen Zins zu erhalten. Der spekulative Faktor tritt seit kurzem ferner dadurch in Erscheinung, daß Zeichner Neuemissionen lediglich in der Absicht kaufen, sie ein paar Wochen später unter Mitnahme des angesichts der Zinssenkung eingetretenen Kursgewinns zu veräußern.

Die verstärkte Nachfrage nach Wertpapieren hat jedoch nicht nur spekulative Elemente, sondern sie beruht außerdem darauf, daß als Folge der größer werdenden Kapitalbildung auch wieder in stärkerem Umfang auf das Wertpapier zurückgegriffen wird. Hinzukommt, daß es eines der Ziele der neuen Steuergesetzgebung ist, die Kapitalbildung in Privathand zu fördern. Indes, entscheidend für den Anleger dürfte in der Zukunft mehr denn je die feste Haltung des Wertpapiermarktes sein. Das

Moment der Sicherheit der Kapitalanlage wird dabei — abgesehen von der Stabilität der Währung — eine beachtliche Rolle spielen.

Auswirkungen der Steuerpolitik

Wurde bisher das Kapital zum Teil am Kapitalmarkt vorbei in falsche Kanäle geleitet sowie über die Selbstfinanzierung in den Unternehmen und über zu hohe Steuern bei der öffentlichen Hand akkumuliert, so soll nun durch das Steuerreformgesetz der ständig steigenden Konzentration von Produktivvermögen in relativ wenigen Händen entgegengewirkt und eine breitere Streuung des Eigentums bei den kleinen und mittleren Sparern ermöglicht werden. Von ausschlaggebender Bedeutung dürfte dabei die Änderung der Körperschaftsteuertarife sein. Die Unternehmen haben es selbstverständlich lieber, wenn sie ihre eigenen Gewinne investieren können. Vom Standpunkt des Unternehmers aus ist dies nur allzu verständlich, vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus kann es äußerst bedenklich sein, zumal der Anteil der Selbstfinanzierung unverhältnismäßig hoch und damit die Gefahr, Fehlinvestitionen vorzunehmen, sehr groß ist.

Sowohl die Ermäßigung des Steuersatzes für den ausgeschütteten Gewinn wie auch die Erhöhung des Satzes für nicht ausgeschüttete Gewinne werden die Gesellschaften stärker als bisher veranlassen, einen Teil der Erträge nicht mehr im Unternehmen arbeiten zu lassen, sondern sie an die Gesellschafter auszuschütten. Die Folge davon wird zweifellos eine Verlagerung von der Selbstfinanzierung zur Finanzierung über den Kapitalmarkt sein. Bei der Frage freilich, welcher Markt hiervon am meisten profitieren werde, teilen sich die Meinungen. Manche sehen bereits eine spürbare Belebung des Aktienmarktes voraus, andere sind dagegen der Auffassung, daß die Unternehmer, wenn sie den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen, auch weiterhin der Obligation den Vorzug geben werden. Für die Beurteilung dieses Problems ist nicht nur die Abkehr von der bisher vornehmlich fiskalisch orientierten Steuerpolitik maßgebend, sondern

auch die künftige Konjunkturlage der Unternehmen. Da man diese jedoch heute nicht vorausszusehen vermag, bleibt als verlässliche Basis für eine derartige Beurteilung zunächst lediglich das steuerliche Rechenexempel übrig. Geht man hiervon aus, so dürfte eine wesentliche Belebung des Aktienmarktes nicht zu erwarten sein.

Aussichten für den Kapitalexport

Mit lebhaftem Interesse wird gegenwärtig die Frage des künftigen Kapitalexportes diskutiert. Es liegt zwar auf der Hand, daß die Bundesrepublik zwangsläufig ein strukturelles Kapitalausfuhrland werden muß, wenn Bestand und Fortschritt der industriellen Wirtschaft und damit ein hoher Beschäftigungsgrad gesichert werden sollen. An Erleichterungen, den Kapitalexport auszuweiten, hat es in der letzten Zeit nicht gefehlt. Es ist jedoch zu bedenken, daß sich die Kapitalausfuhr weitgehend nach ihren eigenen Gesetzen entwickelt. Wenn auch die Senkung des Kapitalzinses die Wirkung hat, daß deutsche Kapitalanlagen im Ausland attraktiver werden, so ist doch das Eingangskommen eines kontinuierlichen Stroms von Kapitalausfuhr nicht allein vom richtigen Zinsgefälle abhängig. Ebenso wichtig sind genügende Anlagemöglichkeiten im Ausland, gute Renditen und erstklassige Sicherheiten. Sind diese Voraussetzungen nicht oder nur unzureichend gegeben, dann sind schon rein zwangsläufig allen Bestrebungen zu einer Forcierung des Kapitalexports enge Grenzen gesetzt, weil die Anlage liquider Mittel im Ausland uninteressant oder allzu risikoreich ist.

Konversionsprobleme

Mit der fortschreitenden Zinsermäßigung wird auch das Problem einer Herabkonvertierung der alten hochverzinslichen Anleihen aktuell. In Frage hierfür kommen vorerst allerdings nur die 8%igen Industrieanleihen aus dem Jahre 1953, bei denen die tilgungsfreie Frist in diesem Jahr abläuft. Die Schuldner solcher Papiere stehen nun vor der kritischen Frage, ob sie die Gelegenheit zur Konversion nutzen sollen oder nicht. Eine allgemein gültige Regel, die den Schuldnern die Entscheidung erleichtert, wird

man jedoch nicht aufstellen können. Jeder Fall verlangt vielmehr einen individuellen, vor allem psychologisch klugen Entschluß. Dies um so mehr, als es sonst leicht zu einer Beunruhigung der Wertpapiermärkte kommen könnte. Man darf nicht vergessen, daß der Begriff der Konversion für viele Gläubiger immer noch einen recht bitteren Beigeschmack hat.

Auf der anderen Seite werden die Schuldner aber auch eingehend zu prüfen haben, ob sich das Zinsniveau bereits so weit stabilisiert hat, daß man mit erfolgreichen Konversionen rechnen kann. Sollten die Zinsen wieder steigen, was freilich für die nächste Zeit kaum zu erwarten ist, dann könnten sich die Emittenten der Tatsache gegenübersehen, daß die Kurse ihrer konvertierten Anleihen sinken und sie erhebliche Mittel zur Kursstützung aufwenden müßten.

Fluktuation vom Geldmarkt zum Wertpapiermarkt

Die künftige Lage der Wertpapiermärkte dürfte nicht zuletzt von dem steten Geldzufluß zu den Banken bestimmt werden. Zwar ist die Nachfrage nach Aktien bisher fast ausschließlich vom anlagensuchenden Publikum ausgelöst worden, doch sind festverzinsliche Papiere — ausgenommen Industrieobligationen — zu einem erheblichen Teil von Kreditinstituten erworben worden. Während sich die Wertpapierbestände und Konsortialbeteiligungen der Banken Ende 1956 auf 6,53 Mrd. DM beliefen, erreichten sie Ende Juni dieses Jahres bereits eine Größenordnung von 10,23 Mrd. DM. Diese beträchtliche bankmäßige Anreicherung von Geldkapital ist eine Folge der wachsenden Differenz zwischen der Kreditgewährung und den für Ausleihungen zur Verfügung stehenden Mitteln. Insoweit haben im übrigen die Banken in außerordentlichem Maße dazu beigetragen, den Preisauftrieb und damit die inflationären Tendenzen zu mildern. Es ist schwer vorauszusagen, ob die Wertpapierbestände der Kreditinstitute im gleichen Ausmaß und Tempo wie bisher steigen werden. Sicher ist jedoch, daß sie bei anhaltender Geldfülle noch wesentlich wachsen werden. (Gl.)