

Wertheimer, Robert G.

**Article — Digitized Version**

## Bedeutung und Hintergründe des amerikanischen Wertpapiermarktes

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Wertheimer, Robert G. (1962) : Bedeutung und Hintergründe des amerikanischen Wertpapiermarktes, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 42, Iss. 12, pp. 553-558

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/133271>

**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.*

dem sich daraus ergebenden Investitionszwang müßte die öffentliche Hand von 1963 bis 1975 jährlich zwischen 300 und 1000 Mrd. Lire investieren, um den wachsenden Anforderungen gerecht werden zu können.

Diese zusätzliche Belastung des Staatshaushalts wird die Knappheit an Investitionskapital der öffentlichen Hand verstärken. Es ist deshalb damit zu rechnen, daß der Staat die Erfüllung eines Teils der ihm zukommenden langfristigen Finanzierungsaufgaben — wie beispielsweise den Grünen Plan, die Programme zur Förderung der Schulen, Hochschulen und Universitäten, das Staatsbahn-Sanierungsprogramm — auf unbestimmte Zeit wird zurückstellen müssen.

#### *Gefährdung des italienischen Kapitalmarktes*

Daß auch der italienische Kapitalmarkt, auf dem 1960 Papiere für insgesamt 1347 Mrd. Lire aufgelegt wurden, durch einen derartigen Eingriff gefährdet werden kann, liegt auf der Hand.

**Emissionen auf dem Italienischen Kapitalmarkt**  
(in Mrd. Lire)

Jahr	Staatspapiere	Aktienwerte	Rentenwerte	Insgesamt
1958	9,1	339,8	431	761,7
1959	287,7	327,1	431	1 045,8
1960	123,0	556,0	668	1 347,0

So wird die Aushöhlung der Elektrizitätsaktien mit einem Nominalwert am 31. Dezember 1961 von insgesamt 909 Mrd. Lire, also von 31,2% aller Börsenaktien (Nominalwert insgesamt 2921 Mrd. Lire), die Börse nicht unerheblich belasten. Aber auch die festverzinslichen Werte werden in Mitleidenschaft gezogen, wie sich schon jetzt feststellen läßt: der Kursindex der Banca d'Italia ist von April bis Juni um 11,8% gefallen. Befürchtet wird eine Überflutung des Obligationenmarktes mit ENEL-Obligationen aus der Rückerstattung der enteigneten Anlagen und der Finanzierung der Neuinvestitionen. Wie verlautet,

hätte der Kursverlust ein wesentlich augenfälligeres Ausmaß angenommen, wenn die Banken nicht eine gewisse Kurspflege getrieben hätten.

Ob diese Entwicklung auch das gesamte Zinsgefüge berühren wird, läßt sich noch nicht überblicken. Sicher ist, daß sich bereits eine Umleitung der bisherigen Kapitalströme abzeichnet. Unter anderem kann man seit einigen Monaten ein Abflauen im Zustrom ausländischen Investitionskapitals nach Italien feststellen, das bereits zu einem Rückgang der Gold- und Devisenreserven beigetragen hat. Nicht auszuschließen ist, daß die ausländischen Kapitalanleger bei der derzeitigen Wirtschaftspolitik sich immer mehr geneigt fühlen werden, ihre Gelder zurückzuziehen. Dies würde aber die Krise nur noch mehr versteifen.

#### *Wider den Geist der EWG?*

Es ist bedauerlich, daß die Diskussion in der italienischen Öffentlichkeit bisher vorwiegend auf die italienischen Verhältnisse abgestellt wurde. Italien ist als Mitglied des Gemeinsamen Marktes gehalten, seine Wirtschaftspolitik immer mehr den auf einer marktwirtschaftlichen Konzeption aufbauenden Grundsätzen der Rom-Verträge anzupassen. In einer liberalen Wirtschaftsordnung haben aber außerhalb des Wettbewerbs stehende Unternehmen grundsätzlich keinen Platz. Das italienische Parlament trifft also im Falle eines Verstaatlichungsbeschlusses eine dem Geiste der EWG zuwiderlaufende Entscheidung.

Noch sind die Würfel nicht gefallen. Das Damoklesschwert der Enteignung schwebt weiterhin über der Elektrizitätswirtschaft und ruft Mißbehagen hervor. Allgemein rechnet man aber damit, daß der zur Debatte stehende Gesetzentwurf mit unwesentlichen Änderungen angenommen wird. Damit hätte das politische Denken wieder einmal einen Sieg über die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit davongetragen. Aller Voraussicht nach dürfte es sich aber um einen Pyrrhussieg handeln!

## **Bedeutung und Hintergründe des amerikanischen Wertpapiermarktes**

Prof. Dr. Robert G. Wertheimer, Cambridge/Mass.

**D**iese Studie soll nicht nur mehr Licht auf die Ursachen werfen, die hinter dem Aufruhr auf dem Wertpapiermarkt der USA im Mai und Juni dieses Jahres standen, sondern auch die Bedeutung dieser Institution zur Struktur und zum Wachstum der amerikanischen Wirtschaft in Beziehung setzen. Die Folgezeit hat den entscheidenden Einfluß des amerikanischen Börsengeschehens auf die Börsen der gesamten freien Welt bestätigt. Schließlich kommt der Bewertung von Wertpapieren auch Aussagekraft als Bindeglied zwischen Gegenwart und Zukunft zu, und sie verdient in dieser Eigenschaft sorgfältige Aufmerksamkeit.

#### *Die Kursentwicklung*

Ende 1961 hatte der Kurswert der Stammaktien, gemessen am Dow-Jones-Index<sup>1)</sup>, mit 734 Punkten seinen bisher höchsten Stand erreicht. In den Jahren 1945 bis 1950 hatte der Dow-Jones-Index unter 200 gelegen, und erst gegen Ende 1954 war er auf 370

<sup>1)</sup> Der Dow-Jones-Index basiert auf 30 repräsentativen Wertpapieren, die an der New Yorker Börse zugelassen sind. Zu den an der New Yorker Börse zugelassenen Wertpapieren gehören 1544 Papiere von 1200 Aktiengesellschaften, die sich wieder in 7,5 Mrd. Aktienanteile gliedern. Normalerweise werden wöchentlich rd. 17,5 Mill. Aktienanteile gehandelt. Ende Mai 1962 wurden diese Aktien mit 327 Mrd. \$ bewertet, was einem Wert von 44 \$ je Aktienanteil und einem Dow-Jones-Index von etwas über 600 entsprach. Beim Börsenhöchststand hatte der Wert 390 Mrd. \$ betragen, was rund 75 % des Brutto sozialproduktes entsprach.

gestiegen. Seine Entwicklung zur letzten Spitze setzte mit der letzten Hausse (hoffentlich nicht der allerletzten) im Oktober 1960 mit 560 ein.

Im Vergleich hierzu hatte der Wertpapiermarkt seinen vorangegangenen Höchststand im September 1929 erreicht, als der Boom der zwanziger Jahre in einem Dow-Jones-Indexstand von 381 gipfelte. Der vollständige Zusammenbruch des Wertpapiermarktes und der Wirtschaft führten dann im Februar 1933 mit 50 Punkten zum niedrigsten Stand des Dow-Jones-Index. Selbst die kräftigste Erholung des Marktes während des gesamten Jahrzehnts der dreißiger Jahre führte 1937 lediglich zu einem Stand von nicht mehr als 200, und auch dieser konnte nicht gehalten werden.

Im Jahre 1962 zeigte der Trend zunächst einen geringen, aber stetigen Verfall gegenüber seinem Höchststand im vorangegangenen Dezember, der Ende April zu einem Absinken des Dow-Jones-Index auf 680 führte. Zu diesem Zeitpunkt häuften sich Anzeichen von Besorgnis, wenn auch noch nicht von Alarm wegen der langen Dauer der Hausse und der anhaltenden Trägheit im Wertpapierhandel, die sich auch fortsetzte, nachdem die Wertpapierverkäufe zur Zahlung der Einkommensteuer getätigt waren (in der Regel eigentlich ein stimulierender Faktor). Noch bedeutsamer war das ziemlich ungewöhnliche Verhältnis zwischen den Erträgen der Aktien und der festverzinslichen Wertpapiere. Gewöhnlich liegt der Ertrag erstklassiger festverzinslicher Wertpapiere mit 4% unter den Renditen der Aktien, jetzt erbrachten die letzteren jedoch weniger als 3% jährlich. Offensichtlich konnte eine Korrektur erwartet werden, indem entweder die Renditen der festverzinslichen Werte fielen, die Renditen der Aktien auf Grund erhöhter Gewinne steil anstiegen oder indem die Aktienkurse fielen.

Die Erschütterung des Marktes, die im späten Mai einsetzte und sich in den Juni hinein fortsetzte, brachte den Dow-Jones-Index auf ein Tief von 534, das 200 Punkte unter dem vorangegangenen Höchststand lag und ein Absinken um 100 Punkte gegenüber dem Stand unmittelbar vor der Mai-Krise darstellte. Scharfe Marktumschwünge im Laufe eines Jahres, selbst in dieser Größenordnung, prozentual gesehen, sind nicht ungewöhnlich. Jedoch die Plötzlichkeit und die Heftigkeit des Abschwungs erinnerten alarmierend an einen unheilvollen Zusammenbruch, wie man ihn im Jahre 1929 erlebt hatte.

#### *Irrationales Verhalten der Investoren*

Eine Erklärung dieses plötzlichen Kurssturzes mit Argumenten der Vernunft allein ist nicht möglich. Zwar trat dieses Ereignis ein, kurz nachdem die Regierung die Stahlindustrie aufgefordert hatte, die Stahlpreiserhöhung<sup>2)</sup>, die für den 1. Juli vorgesehen war, wieder rückgängig zu machen. Jedoch hatte sie diese Aktion in die Sprache eines warnenden Abratens gekleidet, wenn auch dramatische Untertöne

<sup>2)</sup> Um 6 \$ je Tonne, was einer Preiserhöhung von 7,5% entspricht, nachdem mehrere Jahre Preisstabilität geherrscht hatte.

nicht fehlten. Die amerikanische Regierung hat nämlich keine Machtbefugnisse, die Preise — die sich in einer freien Marktwirtschaft bilden — zu kontrollieren oder festzusetzen. Die Stahlindustrie hat offenbar mehr auf Grund der Marktlage (einige Preise wurden in der Folgezeit sogar gesenkt) als aus Furcht vor einer Intervention der Regierung oder vor Vergeltungsmaßnahmen nachgegeben.<sup>3)</sup> Es wäre zu weit hergeholt, wenn man annehmen wollte, daß die Investoren daraufhin zu panikartigen Verkäufen geschritten wären in der Annahme, daß staatliche Kontrollen oder Gewinnbeschränkungen vorbereitet würden, die den Wert der Aktien herabdrücken könnten.

Aus einem anderen Blickwinkel heraus wurde argumentiert, daß der Preisstopp für Stahl das Ende der Inflation anzeige, und da die Inflation die stärkste Ursache für die Nachfrage nach Aktien sei, die einen Schutz vor der Inflation bedeuteten, sei der Hauptfaktor für den Aktienkauf fortgefallen, und die Verkäufer überschwemmten den Markt. Aber auch dieses Argument dürfte am Ende keine Überzeugungskraft haben. Vor allem ist die Inflation in den USA deshalb nicht zu Ende, weil die Kräfte, die in der Vergangenheit den Preisanstieg verursachten, großenteils fortwirken. Zum Beispiel steigen die Löhne weiter an, und zwar nicht nur in den Grenzen der Produktivitätserhöhung, sondern die sehr mächtigen Gewerkschaften greifen jetzt auch energisch das Problem der Arbeitslosigkeit an, als dessen Lösung vorgeschlagen wird, die wöchentliche Arbeitszeit auf 35 Stunden zu kürzen, aber 40 Arbeitsstunden zu bezahlen, während für Überstunden der doppelte Lohn gezahlt werden soll (bisher anderthalbfach). Dieser Vorschlag trägt keinerlei anti-inflationistische Züge. Wenn er auch noch keine konkreten Formen angenommen hat, ist er doch zu einem ständig wiederkehrenden Diskussionsthema geworden. Weitere kostenverursachende Faktoren sind die anhaltenden hohen Regierungsausgaben. Und schließlich haben weder die moderne Technologie noch die Forschung es vermocht, mit ihrem Erfindungsgeist einen Beitrag zur Senkung der Stückkosten zu leisten.

Diese Inflationshinweise wurden natürlich als ein starkes Argument benutzt, um zum Kauf von Aktien anzureizen, und trieben Aktiennachfrage und Kurse in die Höhe. Als sich die USA jedoch nachträglich im Jahre 1945 den Folgen einer unterdrückten Inflation gegenübersehen und die Preise allgemein um 10-20% jährlich stiegen, war der Aktienmarkt bewegungslos und indifferent geblieben. Abwertungsargumente geben als Ursache für die Schwäche des Wertpapiermarktes ebenfalls keinen Sinn, da sie sich letztlich als Faktoren für eine Hausse entpuppen dürften (das ist allerdings eine rein hypothetische Frage). Außerdem wird es sich herausstellen, daß im Hinblick auf die Zahlungsbilanz das Jahr 1962 eines der erfolg-

<sup>3)</sup> Man nahm sofort an, daß die Stahlgesellschaften gezwungen sein würden, die Dividenden zu senken, was zu einem echten Zusammenbruch des Aktienmarktes geführt hätte. Als die Republic Steel im August ihre Vierteljahresdividende infolge geringerer Gewinnspanne tatsächlich kürzte, zeigte der Aktienmarkt am nächsten Tag nicht die geringste Beunruhigung.

reichsten Jahre sein wird, da es das niedrigste Defizit seit Mitte der fünfziger Jahre aufweist (und dieses Defizit ist lediglich das Resultat von Kapitalexporten).

Nach dieser Aufzählung der möglichen Ursachen für das Debakel im Mai dieses Jahres können Vernunftgründe mit genügend Überzeugungskraft für dieses Ereignis nicht beigebracht werden. Wir haben es hier mit einer Reaktion von Investoren gleich einer Hamamelherde zu tun, die verkauften — und damit den Verkaufsdruck verstärkten —, um für sich selbst den Großteil oder doch einen Teil ihrer schwindenden Gewinne zu retten. Es bleibt eine grundsätzliche Überlegung: Entdeckte die Börse plötzlich das Herannahen eines wirtschaftlichen Abschwungs und handelte sie deshalb dementsprechend?

#### *Einschätzung der künftigen Wirtschaftsentwicklung*

Die richtige Einschätzung der künftigen Wirtschaftsentwicklung ist nicht notwendigerweise die starke Seite des Aktienmarktes, oder bildet der Kurssturz vom Mai 1962 hierin vielleicht eine Ausnahme? Wie steht es um den konjunkturellen Aufschwung, der im Februar 1961 einsetzte? Soweit man es bisher überblicken kann, verlangsamte sich der Boom im Frühsommer, ist aber noch nicht zum Stillstand gekommen. Die Industrieproduktion näherte sich Mitte August der Indexziffer 120 (1957 = 100), die privaten Bruttoinvestitionen innerhalb der USA liegen weiterhin bei einer Jahresrate von 80 Mrd. \$, die Auftragsgänge für langlebige Güter stiegen im Juli um 5%, der Absatz des Einzelhandels erhöhte sich, und die Beschäftigtenziffer erreichte die 70-Millionen-Grenze (infolge der starken Bevölkerungszunahme sank die Arbeitslosigkeit allerdings nur wenig und lag weiter bei 4 Millionen).

Diese Stabilität der Wirtschaft wird weiterhin durch öffentliche Gesamtausgaben von nicht weniger als 150 Mrd. \$ jährlich gestützt. Dazu kommen einigermaßen ausgeglichene öffentliche Haushalte, ein ansteigendes Verbrauchsniveau und aufrechterhaltene Bruttogewinne (vor Steuerabzug) der Aktiengesellschaften von 53 Mrd. \$. Alles zusammengenommen verspricht das für 1962 ein Bruttosozialprodukt von 550 Mrd. \$. Die Wahrscheinlichkeit spricht dafür, daß das Wirtschaftswachstum andauern wird, selbst wenn die Expansionsrate nicht wie vorgesehen 4—4,5% jährlich erreichen wird.

Nebenbei muß erwähnt werden, daß die Börsenflaute die Investitionsausgaben wenig beeinflussen wird, selbst wenn sie die Möglichkeiten der Unternehmen, auf dem Markt Investitionsmittel aufzunehmen, beeinträchtigen sollte. Gegenwärtig stammen 90% und mehr der Mittel, die die Unternehmen jährlich für neue Anlagen und Ausrüstungen aufwenden, aus Abschreibungen und nichtausgeschütteten Gewinnen. 1962 zum Beispiel werden von 38 Mrd. \$ vorgesehener Investitionsaufwendungen 36 Mrd. \$ durch Selbstfinanzierung aufgebracht. Die Neuemission von Aktien für Investitionszwecke hat in den vergangenen Jahren nicht mehr als 2 Mrd. \$ betragen.

**DEUTSCHE SACHVERSICHERUNG  
EIGENHILFE**

**AKTIENGESELLSCHAFT**

**HAMBURG 1 · STEINSTR. 27 · RUF. 321013**

Ein abschließendes Wort noch zu der so wichtigen Rolle des Konsumenten in der amerikanischen Wirtschaft. In der Regel hat sich der private Konsum — gegenwärtig in einer Größenordnung von 350 Mrd. \$ jährlich — als einer der wirksamsten Faktoren erwiesen, um wirtschaftliche Abschwünge entweder auf ein Minimum zu reduzieren oder aber gar in eine Erholung umschlagen zu lassen. Die Vermögenswerte, die die breite Öffentlichkeit durch ihr starkes Engagement an der Börse — es gibt 17 Mill. Aktionäre — bildet, dienen hauptsächlich der Erhaltung und dem Erwerb von Wohlstand, nicht aber dem laufenden Verbrauch. Folglich hat der Kursrückgang, der bis Mitte August 70 Mrd. \$ Buchverluste oder nicht-realisierte Gewinne gegenüber dem Höchststand der Kurse gebracht hatte, die Verbraucherausgaben nicht beeinträchtigt. Die meisten Börsengewinne werden sofort wieder angelegt.

#### *Welche Faktoren bestimmen den Börsenwert?*

Welche Faktoren den Börsenwert bestimmen, ist die entscheidendste Frage im Hinblick auf den Wertpapiermarkt. Zeigen die Kursverluste vom Mai und Juni eine Neuorientierung in der Aktienbewertung an? Es sollte kein Zweifel darüber herrschen, daß die Kurse seit Beginn der letzten Hausse im Oktober 1960 nach allen erdenklichen Maßstäben zu hoch geklettert waren. Es gilt auch die alte Wahrheit, daß an der Börse — oder auf irgendeinem anderen Gebiet menschlicher Betätigung — niemals eine „neue Ära“ begann, die die Lehren der Vergangenheit mißachtete.

durfte. Sogar auf den ersten Blick erschienen die Kurse überbewertet, da sie seit 1948 auf das Vierfache gestiegen waren, während sich die Dividenden nur verdoppelten.

Es gibt noch andere Möglichkeiten, den wahren Wert von Aktien zu messen, als der Vergleich mit Dividenden. Man könnte z. B. fragen, ob Aktienrenditen, die auf dem Höhepunkt der Hausse auf etwas unter 3% (1929: 3,1%) — gegenüber einer Rendite von 4,3% für festverzinsliche Wertpapiere — gesunken waren, eine neue Aktienbewertung darstellten, die das Publikum zu honorieren bereit war. Natürlich müssen auch noch andere Faktoren berücksichtigt werden, die selbst diese geringen Erträge attraktiv erscheinen lassen, wie z. B. der zunehmende Wert der Gesellschaften, die in den Dividendenausschüttungen nicht zum Ausdruck kommen.

Auch andere Kräfte sind noch am Werk, die den Verkauf von Aktien unklug erscheinen lassen, wenn ihre Kurse einen hohen Stand erreicht haben, selbst wenn man relativ niedrige Renditen in Kauf nehmen muß, denen bessere Erträge bei einer anderen Anlage gegenüberstehen. Was für Gewinne beim Verkauf von Aktien auch erzielt werden, 25% werden durch die Bundessteuer auf Kapitalgewinne weggesteuert (dieser Steuersatz trifft nur für den wohlhabenden Investor zu, aber häufig erhöhen andere Staatssteuern die Belastung). Derartige Ausgaben sind schwer wieder hereinzubringen, selbst wenn eine Anlage in Werten mit besseren Erträgen vorgenommen werden kann.

Mitte August 1962 lagen die Aktienrenditen mit 3,9% wieder dicht unter den Renditen festverzinslicher Wertpapiere mit 4,3% und stimmten so mit den Erfahrungen der Vergangenheit wieder besser überein. Während die Aktienrenditen seit dem Ende des ersten Weltkrieges die Renditen festverzinslicher Wertpapiere übertrafen (sie betrug 5,91% im zweiten und 4,57% im fünften Jahrzehnt dieses Jahrhunderts gegenüber durchschnittlichen Renditen festverzinslicher Wertpapiere von 4%), hat es in den USA lange Zeiträume wirtschaftlicher Expansion gegeben, in denen die Renditen beider mit 4% gleichstanden.

Es ist in den USA Sitte, die Börsenkurse durch die „price-earnings-ratio“<sup>4)</sup> zu bestimmen. Zum Beispiel werden für 1962 die Erträge der 30 Aktien, auf denen der Dow-Jones-Index basiert, auf je 36 \$ geschätzt. Die übliche Ansicht seit den zwanziger Jahren besagt, daß unter normalen Bedingungen eine Aktie das 15fache ihres Ertrages wert sein kann. Diese Berechnung würde einen durchschnittlichen Dow-Jones-Index von 540 rechtfertigen. Da er Mitte August bei etwa 600 lag, war die „price-earnings-ratio“ mit etwa 16,7 etwas höher. Die „price-earnings-ratio“ von 15 kann natürlich nicht als jährlicher Normalmaßstab, an den der Wertpapiermarkt sich bei der Bestimmung von Aktienkursen halten muß, betrachtet werden, doch für die Berechnung längerfristiger Durchschnittskurse

<sup>4)</sup> Verhältnis von Jahresgewinn pro Aktie zum Kurs dieser Aktie.

ist sie brauchbar. Für einzelne Jahre kann diese „price-earnings-ratio“ weder als Anhaltspunkt noch als Trost dienen, denn sie betrug in den Jahren 1938, 1945 und 1961: 23, dagegen 1948 nur 6, im Jahre 1954: 12, aber 1958, einem Jahr mit leichter Depression: 18. Deshalb kann eine mechanische Anwendung der „price-earnings-ratio“ für einzelne Jahre sehr irreführend sein. Außerdem berücksichtigt diese Methode nicht das gesamte interne Aufkommen an Finanzierungsmitteln und Forschungsaufwendungen, die beträchtliche Auswirkungen auf den Börsenkurs haben.

Es gibt eine einfache Erklärung für das, was mit den Aktienkursen an der Börse in den letzten Jahren geschah: Der Markt reagierte auf eine wachsende Anzahl von Käufern — wie bereits erwähnt, gibt es jetzt 17 Mill. Aktienbesitzer —, auf die geschickten Verkaufsmethoden von 150 000 eingetragenen Börsenmaklern, auf eine zu geringe Emission einer Reihe von Aktien und auf das Festhalten vieler Investoren an ihren Aktien aus den bereits erwähnten Gründen. Hinzu kommt noch die nicht zu bestreitende Befürchtung einer lang anhaltenden Inflation, die den Besitz von Sachwerten, wie Stammaktien, gegenüber dem Besitz von Geld, Geldansprüchen oder festverzinslichen Werten immer begünstigt. Auch der Aktienkauf von Pensions- und Investmentfonds, der hauptsächlich als langfristige Anlage vorgenommen wird, muß als ein Hauptfaktor für die Stärkung der Kaufneigung auf dem Wertpapiermarkt erwähnt werden.

Im späten Mai wurden viele Investoren jedoch von Panik ergriffen und verkauften, um möglichst viel oder wenigstens etwas von ihren Gewinnen, die sie bedroht sahen, zu retten. Trotzdem hat das echte Interesse an Aktien als Kapitalanlage nicht nachgelassen. Es gibt keinen anderen wohlstandverkörpernden Anspruch, der so viele Steigerungsmöglichkeiten und gleichzeitig eine Beteiligung am wirtschaftlichen Wachstum bietet. Aktien entsprechen auch dem Temperament des Amerikaners, der sein Glück versuchen will und seit den Tagen George Washingtons an effektive Wertsteigerungen geglaubt hat (seiner Zeit entsprechend glaubte Washington an den steigenden Wert von Landbesitz).

#### *Maßstäbe für den echten Börsenwert*

Die Aktien, die heute an der Börse registriert sind, repräsentieren einen Wert von etwa 320 Mrd. \$ (entsprechend einem Dow-Jones-Index von 600), das sind etwa 60% des jährlichen Bruttosozialproduktes. Die Gesellschaftsvermögen, die diesem Marktwert zugrunde liegen, erbringen 1962 wenigstens 53 Mrd. \$ Gewinne (vor Steuerabzug) und 36 Mrd. \$ an internen Finanzierungsmitteln (einschließlich 11 Mrd. \$ nicht ausgeschütteter Gewinne). Der gegenwärtige Nettowert aller amerikanischen Gesellschaften beträgt 140 Mrd. \$. Außerdem investierten diese Gesellschaften in den 16 Jahren seit 1946 470 Mrd. \$ in neue Anlagen und Ausrüstungen, hauptsächlich auf dem Wege der Selbstfinanzierung. Ihre Gewinne (nach Abzug der Steuern) betragen 350 Mrd. \$, sie zahlten 180 Mrd. \$

an Dividenden und weitere 330 Mrd. \$ allein an Bundessteuern. Das sind enorme wirtschaftliche Werte mit riesigen Gewinnmöglichkeiten — ein einigermaßen stetiges wirtschaftliches Wachstum vorausgesetzt (was nicht notwendigerweise Vollbeschäftigung bedeuten muß).

Auf der Suche nach den echten Werten für Aktien deutet diese Darstellung darauf hin, daß das amerikanische Geschäftssystem, repräsentiert durch die Aktiengesellschaften, außerordentliche Werte darstellt, wobei es gleichgültig ist, ob man an 300, 400 oder 500 Mrd. \$ denkt (entsprechend einem Dow-Jones-Index von 550, 750 oder 950). Bei einem regelmäßigen wirtschaftlichen Wachstum werden sich diese Werte eines Tages als berechtigt erweisen, und man erkennt, daß die Börse ständig die Zukunft erforscht, um diese Werte zu bestimmen, obwohl sie gleichzeitig an die gegenwärtige Wirklichkeit gebunden bleibt, wie sie sich täglich in den Ertragsberichten der Aktiengesellschaften ausdrückt.

Man sollte erwarten können, daß die amerikanische Wirtschaft, wenn sie nur einigermaßen funktioniert, wenigstens 40 Mrd. \$ an jährlichen Gesellschaftsgewinnen erbringen kann, man kann sich aber auch gut vorstellen, daß die Gewinne den gegenwärtigen Stand von 53 Mrd. \$ überschreiten und auf 55, 60 oder 70 Mrd. \$ ansteigen könnten. Das ist allerdings nur bei einem schnell anwachsenden Bruttosozialprodukt möglich. Unter diesen Umständen darf man annehmen, daß Aktien genug Erträge erbringen, um einen Mindeststand des Dow-Jones-Index von 500 sicherzustellen, wenn negative wirtschaftliche und psychologische Faktoren zusammentreffen, unter normalen Bedingungen aber einen Index von 650 und mehr zu ermöglichen.

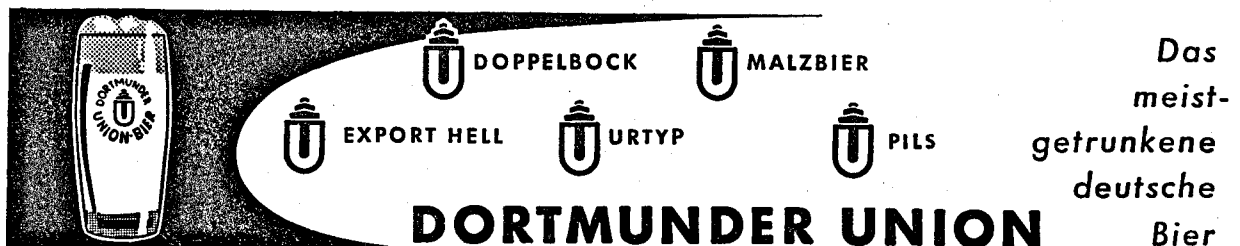
#### **Wirtschaftspolitische Maßnahmen der Regierung**

Politische Maßnahmen der Regierung können die allmonatlichen Schwankungen auf dem Wertpapiermarkt wenig beeinflussen. Versicherungen einer wirtschaftsfreundlichen Einstellung und Appelle an das Vertrauen sind abgedroschen und unwirksam. Selbst die oft verkündete Steuerreform scheint von geringer Wirkung, wenn man bedenkt, daß ihr auf Grund einer Botschaft des Präsidenten erfolgter Aufschub von einem stärkeren Kursanstieg als je zuvor in den vergangenen Wochen begleitet war. Die Regierung hat jedoch zwei Möglichkeiten, die börsenwirksamen

Kräfte zu unterstützen: sie kann dafür sorgen, daß die Wirtschaft reibungslos funktioniert, und sie kann die Kapitalkosten beeinflussen.

In der Wirtschaftspolitik übernimmt die Regierung eine immer aktivere Rolle, um die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen und langfristig eine Steuerpolitik zu betreiben, die eine höhere wirtschaftliche Wachstumsrate von etwa 4,5% statt durchschnittlich 3,3% jährlich ermöglichen soll. Eine allgemeine Steuerreform, die Investitionsaufwendungen begünstigt, könnte auf diesem wirtschaftsstrategischen Gebiet, von dem so viel für einen Aufschwung und die Ertragsmöglichkeiten der Wirtschaft abhängt, gute Resultate bringen. Oberflächlich gesehen erinnerte der letzte Kurssturz an die ersten Stadien des Zusammenbruches von 1929. Deshalb sollte man kurz erörtern, ob sich diese Situation wiederholen könnte. Im Jahre 1929 war der Wert der Aktien in viel stärkerem Maße aufgebläht, als wir es in jüngster Zeit erfahren haben. Die an der Börse eingeführten Aktien entsprachen dem Wert des gesamten Bruttosozialproduktes, wenn die Kurse auch durch rücksichtslose Spekulation mit geborgten Geldern hochgetrieben worden waren. Als das Ende kam, war es der Mangel an Kredit, begleitet von einem Zusammenbruch des ungesunden Bankensystems, der den Markt abwürgte. Heute dagegen ist der Überfluß an investierbarem Kapital und an verfügbarem Kredit durch die in starkem Maße solventen Banken eindrucksvoll. Es muß auch erwähnt werden, daß der Investor Börsenverluste heute aus seiner eigenen Tasche zahlt. Die Schuldenlast der Aktiengesellschaften war 1929 sehr hoch, doppelt so hoch wie heute (45% des Bruttosozialproduktes gegenüber gegenwärtig 27%).

Noch bedeutsamer ist die Frage: wie war die allgemeine wirtschaftliche Situation, nachdem sich die psychologischen und kumulativen Auswirkungen der Panik beruhigt hatten? Die Wirtschaft brach zusammen. Innerhalb von zwei Jahren waren die Gewinne der Aktiengesellschaften buchstäblich verschwunden. Infolge der ungenügenden Kaufkraft schwand die Nachfrage in der Wirtschaft dahin. Der Wegfall der Börsengewinne, die einen Großteil an den Verbraucherausgaben und Investitionen gestellt hatten, brachte die Wirtschaft ins Verderben. Heute dagegen ist die Kaufkraft gesichert, da die Masseneinkommen 91% der gesamten persönlichen Einkommen im Jahr ausmachen (gegenüber 60% im Jahre 1929).



**DORTMUNDER UNION**

EXPORT HELL    DOPPELBOCK    MALZBIER    PILS

URTYP

Das meistgetrunkene deutsche Bier

Das zeigt deutlich, wie unterschiedlich die Wirtschaftsstruktur heute von der des Jahres 1929 ist, und daß weder ein wirtschaftlicher Zusammenbruch wie damals noch als seine Folge ein völliger Niedergang der Börse eintreten können. Hinzu kommt, daß sich die Rolle der Bundesregierung auf Grund ihrer unterschiedenen Wirtschaftspolitik und Ausgabenvollmacht gegenüber damals so gewandelt hat, daß sie nahezu eine Garantie dafür bietet, daß sich solche Ereignisse nicht wiederholen können. Wenn die private Verschuldung auch sehr hoch ist (700 Mrd. \$), so ist sie doch prozentual um etwa ein Drittel geringer als 1929 und dank einer besseren Verteilung, dank Regierungsgarantien und langfristiger Amortisierungsbedingungen viel weniger gefährlich. Die Tatsache einer hohen Staatsschuld, die ein Drittel der Gesamtverschuldung in den USA ausmacht, ist ein weiterer günstiger Faktor, da sie risikolose Investitionsmöglichkeiten bietet und eine umfassende Grundlage für eine gesunde Geld- und Kreditexpansion darstellt.

### *Positiver Ausblick*

Der alarmierende Niedergang des Aktienmarktes — Ende Mai bis in den Juni hinein — erscheint jetzt als eine wünschenswerte Korrektur des zu hohen Kursstandes vom Dezember 1961 (Dow-Jones-Index 734).<sup>5)</sup> Als der Aktienmarkt in den ersten Monaten 1962 diese Anpassungen vornahm, schienen Befürchtungen über eine Preis- und Gewinnkontrolle in der Stahlindustrie die Hauptsache für die überstürzten Verkäufe gewesen zu sein. Der Gesinnungswandel der wankelmütigen Investoren, die nun verkauften, statt kauften, kann auch auf die plötzliche Erkenntnis zurückzuführen sein, daß eine Inflation nennenswerten Umfangs nicht unmittelbar zu befürchten war und daß der Wirtschaft der Auftrieb fehlte, um Gewinne zu erzielen, die groß genug waren, um den hohen Kursstand zu rechtfertigen. Falls plötzlich die Furcht vor einem Ende des wirtschaftlichen Aufschwungs aufgetreten sein sollte, so gab es damals jedenfalls keine spezifischen Faktoren, die sie begründeten.<sup>6)</sup> Auf jeden Fall hätte auch ein voraussehbarer Wirtschaftsrückgang — der sich aber keineswegs abzeichnete — nicht zu einem derartigen Börsenschock geführt, wie er tatsächlich eintrat. Die Verluste aus den Panikverkäufen waren auch nicht so schwer, da viele der Investoren, die damals verkauften, ihre Aktien zu so niedrigen Kursen erworben hatten, daß sie immer noch ausreichende Gewinne erzielten.

<sup>5)</sup> Als Beispiel für einen irrationalen Kauf von Aktien aus reinen Spekulationsabsichten sei angeführt: Viele Aktien wurden zu mehr als dem Hundertfachen ihrer Erträge umgesetzt. Unrealistisch war auch der Erwerb von Aktien, die nie einen Pfennig Gewinn erbrachten oder gar Verluste gebracht hatten, ohne daß die Möglichkeit eines Wertzuwachses vorlag. Neuemissionen stiegen sofort im Kurs, wenn man sie für „heiß“ hielt (wenn voraussichtlich eine große Nachfrage vorlag), ohne daß man Ertragsmöglichkeiten und Vermögenswerte berücksichtigte. Glücklicherweise blieben diese Exzesse auf einen kleinen Sektor des Marktes beschränkt, hauptsächlich auf den Freiverkehr und kleine Emissionen.

<sup>6)</sup> Bezeichnenderweise reagierte der Markt sofort mit einem Anziehen um 10 Punkte, als die Aufstellung der wichtigen wirtschaftlichen Indikatoren für den Monat Juli einen Anstieg von 10 dieser Indikatoren von einer Gesamtzahl von 17 auswies. Das war das beste Ergebnis seit Februar, als 15 Indikatoren stiegen und 13 fielen.

Das Publikum ist gegenwärtig reichlich mit Barmitteln versehen und bereit, sie gewinnbringend anzulegen. Wenn der Kurssturz das Ende eines lang anhaltenden Haussemarktes angezeigt hätte, hätte nach historischem Vergleich mit früheren Vorgängen dieser Art dem Kurssturz auf einen Dow-Jones-Index von 530 eine Erholung auf 580 und darauffolgend ein noch steilerer Sturz unter 525 oder sogar 500 folgen müssen. Von diesem niedrigen Stand aus hätte dann der Boden sorgfältig auf eine neue Erholung hin abgetastet werden müssen, die vielleicht Jahre benötigt hätte. Es trat jedoch etwas ganz anderes ein. Der Index erreichte wieder einen Stand von 580 und überschritt bereits Mitte August die Grenze von 600 (Ende November 650, die Red.), was die Experten eher als Grundlage für neue Kurssteigerungen denn als Signal für einen folgenden noch stärkeren Kurssturz betrachteten.

Obwohl weitere Marktfluktuationen zu erwarten sein sollten, hat das investierende Publikum wieder zu Vernunft und Vorsicht zurückgefunden, und das wahrscheinliche Anhalten des wirtschaftlichen Wachstums in das Jahr 1963 hinein sollte als Marktstütze angesehen werden. Die Renditen von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren liegen bei etwa 4% wieder dicht zusammen und werden die Investoren davon abhalten, von Aktien auf festverzinsliche Werte überzugehen. Angesichts dieser schnellen Entwicklungen können wir annehmen, daß der Wertpapiermarkt an Stärke gewonnen und sein Gleichgewicht wiedergefunden hat und daß deshalb neue Kurserhöhungen möglich sind, allerdings in der Hauptsache nur im Einklang mit einer schnellen Zunahme des Brutto-sozialproduktes.

Was die Gesamtsituation auf dem Kreditmarkt betrifft, so trägt die entspannte Lage zu einem Klima bei, das sowohl für eine wirtschaftliche Expansion als auch für eine Erholung der Börse günstig ist. Die Kapitalkosten, wie sie durch den Diskontsatz der Zentralbank von 3% ausgedrückt werden, sind nicht gerade niedrig, doch scheinen sie kein Hindernis für die beiden erwähnten Ziele zu bilden. Falls der gegenwärtige Zinssatz für Sparguthaben von 4% etwas gesenkt werden sollte — was vernünftigerweise zu erwarten ist, da in den USA ein Überfluß an institutionellem und kommerziellem Sparkapital vorhanden ist, ohne daß ein Nachfragedruck danach besteht — würden erhebliche Gelder zum Aktienmarkt zurückfließen, um dort Anlagemöglichkeiten zu suchen. Wenn wir schließlich die Aussichten der Steuerreform abschätzen, die wahrscheinlich 1963 in Kraft treten wird und Aufwendungen für Anlagen und Ausrüstungen begünstigen und die Gewinnmöglichkeiten der Aktiengesellschaften fördern wird, so kann man von einer gesunden und günstigen Grundlage des Aktienmarktes sprechen. Man darf erwarten, daß diese Entwicklung die Nachfrage nach Aktien stärken wird und für einen weiteren Kursanstieg die Basis bilden wird. In der Regel reagiert der Aktienmarkt, lange bevor Veränderungen eine konkrete Gestalt angenommen haben.