

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 57, Mai 2009

### Kriegswirtschaft

Die Haushalte der Staaten Europas und der USA sind dabei, in einen Zustand zu geraten, den sie sonst nur in Kriegszeiten haben. Die Verschuldung steigt im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung auf ein Maß, das seit 1945 bzw. 1920 nicht mehr erreicht worden ist.

Für Großbritannien gibt es die aktuellsten Haushaltszahlen: Nach 6,3 Prozent im vergangenen Jahr wird das Haushaltsdefizit im Jahr 2009 bei 12,4 Prozent der Wirtschaftsleistung liegen. Das britische Defizit ist damit dreimal so hoch wie das argentinische. Der Schuldenberg wird in naher Zukunft auf 80 Prozent des Bruttoinlandsprodukts anwachsen. Zuletzt war das Königreich im Nachklang des zweiten Weltkrieges in diesem Maß verschuldet.

Die Frage nach der Bezahlbarkeit dieser Schulden erregt in gelehrten Kreisen Stirnrunzeln.

Nach einem Krieg ist die Frage, wer die Rechnung zahlt, theoretisch leicht zu beantworten: Der Verlierer muss Gold und Eisen abtreten. Er selbst hat sich hoffentlich in Papiergeld verschuldet und kann über eine Bankrotterklärung gegenüber den eigenen Bürgern oder eine Inflation die Dinge wieder ins Gleichgewicht bringen.

Ganz so einfach ist es aber auch nicht. Krieg ist auch für die Siegerseite in der Regel ein

Verlustgeschäft. Beispielsweise hätte ein patriotisch gesonnener Brite, der zu Beginn des Krieges in Staatsanleihen und heimische Aktien investiert hätte, im Jahr 1920 reale Verluste von -46 Prozent bzw. - 27 Prozent erlitten. Die russischen Anleihen, welche die Sankt Petersburger Urgroßmutter des Autors mit in die Ehe gebracht hatte, standen 1918 noch bei 45 Prozent ihres Nominalwertes, in den 20er-Jahren notierten sie um 20 Prozent, in den 30er-Jahren dann in der Nähe von Null<sup>1</sup>. Im zweiten Weltkrieg sind sie dann sowieso verloren gegangen.

Wir reden aber nicht nur vom Krieg, weil der Autor ein gewisses Alter erreicht hat, in welchem Herren ganz von allein vom Krieg zu reden beginnen. Das natürlich auch. Die Nachkriegszeit bietet aber einige interessante Parallelen zur heutigen Situation, insbesondere

was den Zusammenhang von Staatsverschuldung und Inflation angeht.

In Friedenszeiten sind die Regierungen gezwungen, die Defizite aus den Ressourcen der eigenen Steuerzahler zu begleichen. In Großbritannien steigt der Spitzensteuersatz von 40 auf 50 Prozent. Da die Regierung für das Jahr 2010 von einem realen Wirtschaftswachstum von eineinhalb Prozent ausgeht und für die Folgejahre von drei Prozent, geht die Rechnung folgendermaßen auf: Die Steuereinnahmen wachsen mit dem Bruttoinlandsprodukt. Das BIP steigt nominal um 6 Prozent (3 Prozent real und 3 Prozent Inflation). Die Zinslast liegt derzeit bei etwa



Dr. Georg Graf von Wallwitz

<sup>1</sup> Vgl. Lyndon Moore und Jakub Kaluzny, *Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One*. In: *Explorations in Economic History*, 42 (2005), S. 237-258.

2,8 Prozent auf 10 Jahre. Also bleiben jedes Jahr 3,2 Prozent des BIP für die Tilgung übrig und der Schuldenberg schrumpft, ohne dass Geld gedruckt werden muss (d.h. dass eine Inflation vermieden werden kann) und ohne dass die Steuern weiter angehoben werden müssen.

### **Inflation und Depression**

Insbesondere in Deutschland traut man aber dem Frieden nicht (wir bitten für den billigen Wortwitz um Entschuldigung) und geht von einer stark steigenden Inflationsrate aus. Über die Inflation haben sich die Regierungen entschuldigt, seit es Geld gibt. Früher hat man Kupfer in die Goldmünzen gemischt, später hat man die Notenpresse angeworfen. Letzteres geschieht bereits in den USA und Großbritannien, wo die Zentralbanken die Schulden des Staates aufkaufen und damit frisch(gedruckt)es Geld in Umlauf bringen. Das erhöht eindeutig das Inflationsrisiko.

Eine Hyperinflation, dieser Begriff geistert immer häufiger durch die deutsche Presselandschaft, ist immer ein politisch gewolltes Phänomen und niemals ein natürliches Phänomen. Das scheint eine wenig bekannte Tatsache zu sein. Das ist heute in Zimbabwe nicht anders, als es in den 20er-Jahren in Deutschland war. Deutschland wollte durch die Hyperinflation (a) die Kriegsschulden gegenüber der eigenen Bevölkerung los werden, (b) den Wert der Reichsmark nach unten drücken um Exportweltmeister zu werden und (c) die Kosten für den Widerstand gegen die Besetzung des Ruhrgebiets finanzieren (die Anleihemärkte waren für Deutschland zu diesem Zeitpunkt verschlossen). Für einen solchen politischen Willen zur Hyperinflation gibt es heute in keinem der OECD-Länder eine Basis. Die meisten Länder sind bei der eigenen Bevölkerung verschuldet (wichtigste Ausnahme sind die USA), die eine Zerstörung der Ersparnisse nicht hinnehmen würde.

Allerdings sollte man auch die Unterschiede zwischen einer Nachkriegverschuldung und der heutigen Situation nicht außer Acht lassen. Nach einem Krieg sind die Konsumenten in der Regel sehr gering verschuldet (niemand baut im Krieg ein Haus) und haben einen enormen Nachholbedarf nach dem Ende von Rationierung und allgemeiner Verunsicherung. Darin könnte der Unterschied zu den heutigen Verhältnissen nicht größer sein. Nicht nur der Staat, sondern auch die Konsumenten sind hoch verschuldet. Es wird daher keinen Nachkriegsboom geben, der die Staatsverschuldung von allein abarbeitet. Die zu erwartende schwache Wirtschaftsleistung macht eine nennenswerte Inflation noch unwahrscheinlicher. Im gesamten Konsumbereich wird es unmöglich sein, Preiserhöhungen durchzusetzen.

Die Zentralbanken drucken Geld, obwohl sie das Inflationsrisiko kennen. Sie halten das Risiko aber für vertretbar, weil das Deflationsrisiko höher ist und eine Deflation üblere wirtschaftliche Konsequenzen hätte als eine Inflation. In einer Deflation warten die Konsumenten auf fallende Preise und konsumieren daher nicht. Firmen investieren nicht, weil sie, indem sie ihr Geld auf dem Konto lassen, auch bei Null-Zinsen einen realen Ertrag erwirtschaften ohne ein unternehmerisches Risiko eingehen zu müssen.

Das Deflationsrisiko ist wohl in der Tat höher als das Inflationsrisiko. Da wir mit Situationen wie dieser wenige Erfahrungen haben, steht die Volkswirtschaftslehre in diesem Punkt auf wackeligen Beinen, aber die historische Erfahrung ist eindeutig. Danach behindert die massive Ausweitung von Staatsausgaben die nachfolgende Erholung eher als dass sie sie befördert.

Wenn es um die Einschätzung des Deflationsrisikos geht, sind die einzigen

einigermaßen brauchbaren historischen Parallelen zur heutigen Situation die Depressionszeit in den USA zwischen 1929 und 1941 und die „verlorenen Jahrzehnte“ in Japan seit 1988.

In Japan ist die Verschuldung von etwa 50% der Wirtschaftsleistung auf 170% gestiegen (und wird für das nächste Jahr bei 200% erwartet). Wäre ein riesiges Staatsdefizit Auslöser eines inflationären Booms, so müsste Japan heute ein enormes Wachstum haben. Tatsächlich steht der Nikkei 225 aber knapp 80% unter seinem Höchstwert vor 20 Jahren. Und trotz aller Anstrengungen von Regierung und Zentralbank ist es bis heute nicht gelungen, aus der Deflation herauszukommen. Die staatliche Intervention hat den privaten Sektor nicht eben beflügelt.

In den USA war es in den 30er-Jahren nicht viel anders. Dort stieg die Staatsverschuldung von 16% auf 50%. Eine Inflation hat dies dennoch nicht ausgelöst. Im Gegenteil, die Zinsen sind gesunken und haben 1941, kurz vor dem Kriegseintritt der USA, ihren Tiefpunkt bei 1,95% für langlaufende Anleihen erreicht. Im Jahr 1941 standen die Aktien übrigens noch immer 62% unterhalb ihres Höchststandes von 1929. Im Zuge des Krieges ist die Verschuldung auf 109% des Bruttoinlandprodukts gestiegen. Diese Verschuldungsrelation hat sich durch den Boom der 50er-Jahre wieder eingerenkt.

Eine anämische Erholung, ein auf Jahre deflationäres wirtschaftliches Umfeld, ist also das, was die historisch gebildeten Stände erwarten – auch wenn die Erfahrungsgrundlage, wie gesagt, eher dünn ist. Jedenfalls ist das Phänomen einer Hyperinflation mit anschließender Währungsreform eine spezifisch deutsche Angst, die praktisch unbegründet ist.

Wenn das Bemühen der Zentralbanken, die Deflation zu verhindern und eine moderate Inflation („Reflation“) zu generieren, wird das am ehesten im Rohstoffbereich sichtbar werden, der auf ein Wachstum der nominalen Wirtschaftsleistung und das Ausbleiben von Krediten für neue Projekte am sensibelsten reagieren sollte.

### Anämische Aktien

Aktien sind in einem Umfeld von schwindendem Kredit („deleveraging“), schrumpfendem Welthandel, höheren Steuern und stärkerer Regulierung kein Investment, das an die Renditen der letzten beiden Jahrzehnte des 20. Jahrhunderts anschließen kann. Allgemein wird zudem der Effekt der Kapitalerhöhungen unterschätzt, die in Zeiten schmaler Gewinne (wenn überhaupt) und erheblicher Restrukturierungskosten unvermeidlich sind. So waren die Unternehmensgewinne 1949 zwar wieder genauso hoch wie 1929, allerdings gab es etwa doppelt so viele Aktien. Die Gewinne pro Aktie waren also nur halb so hoch wie vor der großen Depression. So gesehen hatte Roosevelts New Deal zwar den Erfolg, die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Für die Aktionäre hat es sich aber nicht gelohnt.

Wenn man davon ausgeht, dass sich die Gewinne für den US-Aktienmarkt (S&P 500) in dieser schweren Rezession auch nur halbieren (auf \$45), so hat der Aktienmarkt aktuell ein KGV von 19,5. Wenn sie auf das Niveau der leichten Rezession von 2001 zurückfallen (auf \$24), liegt das KGV bei 36,5. Das ist fraglos eine Bewertung für Friedenszeiten.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA  
Tel.: +49-89-255 466-0