

Das Problem der doppelten Schulden

13.12.2018 | [John Mauldin](#)

Der Ausverkauf in GE ist kein Einzelfall. Weitere Kredite mit Anlagequalität werden folgen. Der Absturz und Zusammenbruch von Schuldtiteln mit Anlagequalität hat begonnen... (später) Lasst Euch nicht davon täuschen, dass Anleihekurse standhalten. Das Handelsvolumen ist unten. Es gibt weniger Nachfrage auf dem Markt und die Geldkurse liegen weit auseinander. Es ist Zeit zu den Ausgängen von Kredit- und Liquiditätsrisiken zu laufen - nicht zu gehen. - Scott Miner, Guggenheim Partners Chief Investment Officer

Von einem 15 km hohen Standpunkt aus betrachtet, sind wir wahrscheinlich in einer globalen Schuldenblase... Die globale Schuldenquote ist auf einem Allzeithoch... Es kommen schwere Zeiten auf politische Entscheidungsträger zu. - Paul Tudor Jones beim Greenwich Economic Forum in Connecticut, 15. November 2018

[Letzte Woche](#) habe ich über Ray Dalios neues Buch über Schuldenzyklen gesprochen. Er beschreibt, dass Schulden von Natur aus zyklisch sind, weil sie es einem ermöglichen jetzt *mehr* Geld auszugeben, was dadurch ausgeglichen wird, indem man später *weniger* ausgibt.

Rays Buch half mir dabei, die Beschreibung des großen Neustarts zu verfeinern. Und es ist eine entscheidende Verfeinerung. Nachdem ich das Buch gelesen hatte, stellte ich fest, dass es sehr gut möglich ist, dass es eine weitere Schuldenkrise geben wird, noch vor dem, was ich für den großen Neustart halte. Ich glaube fest daran, dass Letzteres eintreffen wird, aber es könnte vorher noch "nur" eine Kreditkrise geben.

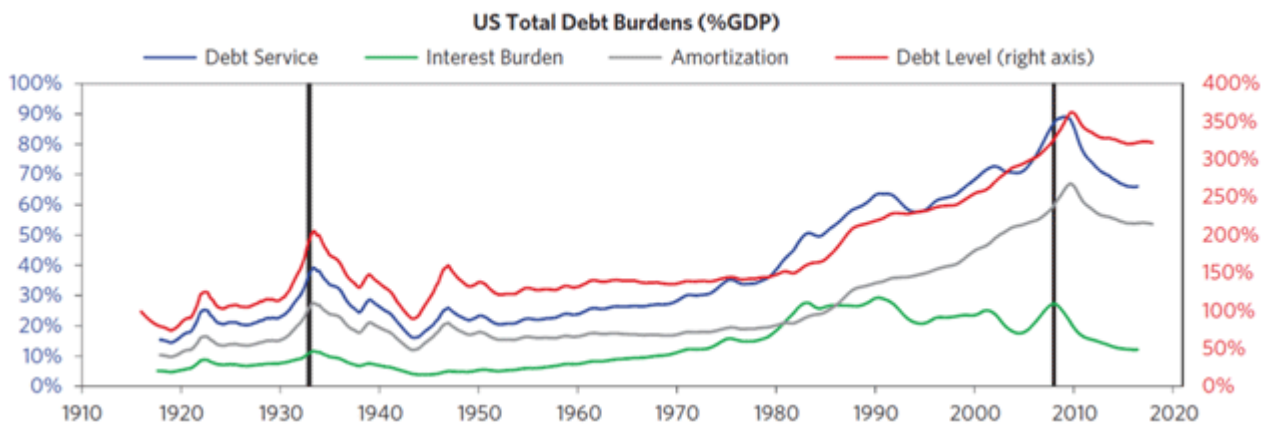
Unterbewertetes Problem

Im Brief von letzter Woche begannen wir Rays Buch "Principles for Navigating Big Debt Crises" zu besprechen, in dem er diese Schuldenzyklen und was wir gegen sie tun können behandelt. Das Buch ist ein Muss für jeden, der die wirtschaftliche und finanzielle Welt, in der wir leben, und das, was zunehmend danach aussieht wie eine weitere Schuldenkrise, gleich um die Ecke, verstehen will. Ich habe es vor Kurzem auf meiner Reise nach Frankfurt gelesen und ich kann es Euch nur wärmstens empfehlen. (Sie können das Buch bestellen, aber man kann es auch auf Englisch als kostenloses PDF [hier](#) erhalten. Ich habe es auf meinem Kindle gelesen, damit ich Markierungen und Notizen machen konnte.)

Ich verwies auf den folgenden Abschnitt und versprach eine ausführlichere Analyse, die wir heute machen. Für den Kontext habe ich den vorangestellten Text und Chart hinzugefügt.

Der Chart unten zeigt die Verschuldung und die Schuldendienstlast (sowohl Kapital als auch Zinsen) der USA seit 1910. Sie werden bemerken, dass der Kapitaldienst gleich bleibt oder sinkt, sogar wenn die Verschuldung steigt, sodass der Anstieg der Schuldendienstkosten nicht so hoch ist wie der Anstieg der Schulden. Der Grund dafür liegt bei der Zentralbank (in diesem Fall der Federal Reserve), die die Zinssätze niedrig hält, um das schuldenfinanzierte Wachstum aufrechtzuerhalten, bis sie es nicht mehr kann (weil die Zinssätze 0% erreichen). Wenn das passiert, beginnt die Entschuldung.

Obwohl der Chart ein gutes Gesamtbild zeigt, sollte ich deutlich machen, dass er in zweierlei Hinsicht unzureichend ist: Erstens vermittelt er die Unterschiede zwischen den verschiedenen Einheiten, die diese Gesamtzahlen bilden, nicht - und es ist wichtig sie zu verstehen - und zweitens zeigt er nur, was als Schulden bezeichnet wird, also bildet er keine Verbindlichkeiten wie Renten- und Gesundheitsfürsorgeverpflichtungen ab, die viel größer sind. Diese detailliertere Betrachtungsweise ist sehr wichtig, wenn man die Schwachstellen eines Landes beurteilt, im Wesentlichen jedoch sprengen solche Belange den Rahmen dieses Buches.



Ziemlich am Anfang des Buches teilt Ray uns mit, dass seine Schuldenzyklenbeschreibungen genau das sind: eine Beschreibung vergangener Schuldenzyklen. Er schließt Staatsverbindlichkeiten wie Renten und Gesundheitsfürsorge aus, die technisch gesehen keine "Schulden" sind, aber für diejenigen, die mit ihnen rechnen, so aussehen und sich so verhalten. Die Menschen gehen davon aus, dass diese Zahlungen bei ihnen eingehen. Tun sie es nicht, muss eine Art von Entschuldung, Verzug oder Liquidation stattfinden. Das wird für alle schmerzlich.

Ray weiß zweifelsohne von der Problematik mit der Staatsverschuldung und schließt sie zum Zweck der Analyse aus. Das Buch behandelt die Schulden des privaten Sektors und wie sie auf den Konjunkturzyklus einwirken. Staatsschulden sind ein anderes Problem mit anderen Eigenschaften. Aber wie wir alle wissen, sind es immer noch Schulden, so wie die meisten von uns sich Schulden vorstellen: eine Verpflichtung, die in Zukunft bezahlt werden muss. Und es ist eindeutig immer noch ein Problem.

Die Tatsache, dass staatliche Renten und Verpflichtungen nicht zur Bilanz zählen, ändert nichts an der Tatsache, dass Millionen von Menschen weltweit damit rechnen, sie zu erhalten. Diese künftigen Zahlungen sind Teil ihrer Altersvorsorge, genauso wie die private Rentenvorsorge und andere Rücklagen. Für die meisten Menschen, zumindest in den USA, ist es fast die gesamte Altersvorsorge. Ohne diese Zahlungen würden bereits trübe Aussichten für den Ruhestand noch schlimmer sein. Also ist es schwer, ihre Bedeutung überzubewerten.

Endlose Zusicherungen

Betrachten wir nochmals, wie groß das Problem ist.

Im Oktober betrug das Haushaltsdefizit der US-Regierung 100,5 Mrd. Dollar. Im Vorjahresmonat betrug es 63,2 Mrd. Dollar. Es gibt zwar immer Timingprobleme bei Staatseinkünften, wenn man sie mit früheren Monaten vergleicht, aber hier geht die Entwicklung in die falsche Richtung. Ich habe wenig Hoffnung, dass sie sich umkehren wird. Weder der Kongress noch das Volk haben Interesse an geringeren Ausgaben. Noch werden wir die Art von Steuerpolitikänderungen sehen, die mehr Steuereinkünfte erzielen würden.

Die Staatsverschuldung stieg ohne viele Einwände (außer von uns paar Griesgramen), weil es größtenteils schmerzlos im letzten Jahrzehnt vonstattenging. Zinssätze und Inflation waren historisch niedrig, und die Federal Reserve kaufte Wagenladungen voll Staatsanleihen. Diese helfenden Umstände ändern sich nun. Letztes Jahr waren die Zinsen auf die Staatsschulden 263 Mrd. Dollar hoch, was 1,4% des BIP ausmacht. Das Congressional Budget Office (kurz CBO) rechnet damit, dass sie 2028 auf 915 Mrd. Dollar oder 3,1% des BIP steigen.

Haken wir hier ein. Sie können die CBO-Haushaltsprognose [hier](#) einsehen. Die interessanten Zahlen beginnen bei ungefähr Seite 43 und das eigentliche zu erwartende Defizit auf Seite 84. Das zu erwartende Gesamtdefizit (bilanziell und außerbilanziell) 2028 beträgt 1,5 Bio. Dollar. Die Zahl ist mit Vorsicht zu genießen; die Prognose für dieses Jahr (2018) war, dass die Gesamtverschuldung um 779 Mrd. Dollar zunehmen würde, dabei stieg sie um 1,2 Bio. Dollar einschließlich außerbilanzieller Posten. Das CBO geht auch davon aus, dass es in den nächsten zehn Jahren keine Rezessionen, Kriege oder andere Krisen geben wird.

Und doch prognostiziert es, sogar mit diesen optimistischen Annahmen, dass die Schuldzinsen die Verteidigungsausgaben plus andere "allgemeine" Ausgaben einholen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass dem Haushaltsjahr 2019 ein Defizit von 1,5 Bio. Dollar bevorsteht (davon ausgehend, dass es keine Rezession

gibt) und dass, falls (wenn) wir eine Rezession haben, die Gesamtschulden jährlich um mindestens 2 Bio. Dollar steigen. Wenn man bedenkt, dass die Gesamtschulden jetzt schon bei 23 Bio. Dollar liegen, ist es sehr wahrscheinlich, dass wir 30 Bio. Dollar Schulden bis Mitte der 2020er haben werden und auch die 915 Mrd. Dollar Zinskosten, mit denen das CBO erst Ende des Jahrzehnts rechnet.

Und das ist noch nicht alles. Schauen Sie sich noch einmal "[Unerfüllbare Versprechen](#)" vom 6. Juli 2018 an. Dort sind einige erstaunliche Zahlen zu den verschiedenen Verpflichtungen, die nicht unter Schulden fallen, die unsere politischen Helden zusätzlich zu Sozialversicherung und Medicare (Krankenversicherung für US-Bürger ab 65) der Verfassung hinzugefügt haben, aufgeführt. Sie haben viele andere - auch nicht explizite - Verbürgungen gemacht.

Nehmen wir die Pension Benefit Guaranty Corporation als Beispiel. Sie steht hinter Tausenden von privaten Pensionsplänen mit Leistungszusage. Sie zahlen Prämien, aber nicht genug, um die Summe der Versäumnisse, die in einer schweren Rezession und Schuldenkrise zu erwarten wären, zu decken, ganz zu schweigen beim "großen Neustart".

Wenn wir etwas aus 2008 gelernt haben, dann ist es das: Der Kongress *wird* in einer Krise den staatlichen Geldbeutel öffnen, selbst wenn es bedeutet, dass er sich neue Verbürgungen aus den Fingern saugen muss. Das war der Fall bei TARP, dem Troubled Asset Relief Program. So ein Programm war nirgends in Sicht, bis die großen Banken schwankten. Wenn, sagen wir, einige große staatliche Vorsorgepläne ihren Verpflichtungen nicht nachkommen können, wird dann der Kongress einem ähnlichen Druck gegenüberstehen, um die Lücke zu finanzieren? Darauf können Sie wetten, und ich habe keine Zweifel daran, was passieren wird.

Nun, wenn Sie Keynesianer sind, finden Sie das vielleicht in Ordnung. Es ist die Aufgabe der Regierung in schwierigen Zeiten die Wirtschaft anzukurbeln. Aber Keynes riet uns auch Überschüsse in Wachstumsperioden zu erwirtschaften, damit wir uns den Anreiz leisten können. Das haben wir nicht; nur flüchtig vor 20 Jahren. Selbst wenn also der Keynesische Weg der Richtige wäre, sind wir schon lange von ihm abgekommen.

So schlimm, wie das alles ist, denke ich, dass Ray Dalio den richtigen Ansatz gewählt hat, es getrennt von der eher "normalen" Schuldenkrise zu analysieren. Das war für mich die wichtigste Erkenntnis, als ich das Buch gelesen habe. Wir haben zwei verschiedene Probleme, die sich möglicherweise überschneiden - oder auch nicht.

Komorbide Krisen

Mediziner haben den unerfreulich klingenden Begriff "Komorbidität". Das ist so schlimm, wie es klingt. Damit bezeichnet man zwei gleichzeitig auftretende eigenständige Krankheitsbilder bei einem Patienten. Sie können zusammenhängen, sind aber medizinisch deutlich voneinander abgrenzbar. Herzleiden und Diabetes treten zum Beispiel oft gemeinsam auf. Sie getrennt voneinander zu untersuchen ist wichtig, um Entscheidungen über ihre Behandlung zu treffen.

Das ist der Fall bei unserer Schuldenkrankheit:

- Wir haben ein großes Problem in Form von Schulden im privaten Sektor, mit vielen überschuldeten Unternehmen, die sehr wahrscheinlich zahlungsunfähig werden, sollte die Wirtschaft schwächeln.
- Wir haben ein weiteres großes Problem in Form von Staatsschulden und ungedeckten Verbindlichkeiten, mit Politikern, die Versprechungen machen, die die Steuerzahler nicht einhalten können.

Beide Probleme sind ernst. In gewissem Maße überschneiden sie sich auch, da die Regierung ihre Finanzierung (ob Steuern oder Kreditaufnahme) aus derselben Bevölkerung und demselben Vermögenspool bezieht wie private Kreditnehmer. Aber sie sind eigenständige Probleme, die wir getrennt analysieren sollten.

Es gibt zumindest etwas Grund zur Hoffnung. Da es eigenständige Probleme sind, werden sie vielleicht nicht zeitgleich eskalieren. Das würde jedes Einzelne beherrschbarer machen.

Tatsächlich war das 2008 der Fall. Hypothekenkredite mit geringer Bonität (Subprime) und dazugehörige Derivate führten zu einer Ansteckung der Commercial Papers. So furchtbar und Angst einflößend es auch war, die Federal Reserve war als finanzielle Absicherung da. Genau wie das US-Finanzministerium. Es gab vieles, worüber wir uns sorgten, aber ich kann mich nicht erinnern, dass irgendjemand ernsthaft daran

gedacht hat, dass die Regierung zusammenbrechen würde. (Ob sie die richtigen Dinge getan hat, ist eine andere Frage.)

Wird es beim nächsten Mal genauso sein? Das können wir nur hoffen. Ich bin skeptisch, weil die Staatsschulden jetzt einen etwa doppelt so hohen prozentualen Anteil des BIP wie 2008 haben. Die Bilanzaufstellung der Fed ist auch erheblich länger. Sie hat weniger Spielraum, aber vielleicht findet sie neue Instrumente.

Nichtsdestotrotz wird die Regierung irgendwann an ihre Schuldengrenzen stoßen und die Privatschulden wahrscheinlich mit sich nach unten reißen. Das wird zu dem führen, was ich für den eigentlichen großen Neustart halte. Aber wir könnten vorher eine (oder mehr) kleinere Schuldenkrisen haben.

Der große Neustart wird eintreten, wenn die globale Staatsverschuldung so groß ist, dass eine einfache Umschuldung zum Problem wird. Sie wird Privatkredite verdrängen, was dazu führt, dass die Zinssätze steigen, was definitiv nicht gut für das wirtschaftliche Wachstum ist. Andernfalls greift die Regierung zu "ungewöhnlichen Mitteln". In jedem Fall würde eine Schuldenkrise des privaten Sektors zur selben Zeit *wirklich* schmerzhaft sein.

Irgendwann wird der Privatmarkt nicht mehr in der Lage sein, solch einen massiven Anstieg der Verschuldung zu finanzieren. Dann haben wir eine "Krise" und die Regierung wird zu "ungewöhnlichen Mitteln" greifen. Zum Beispiel, dass der Kongress die Federal Reserve ermächtigt Staatsanleihen zu kaufen.

Das ist nicht verrückt. Die Bank of Japan macht momentan genau das. Die BoJ hat über 140% des japanischen BIP auf ihrer Bilanz. Sie kauft jetzt - wie die Schweizerische Nationalbank und die Europäische Zentralbank - Aktien und Privatschulden, um Geld in die Wirtschaft zu bringen, scheinbar ohne Konsequenzen.

Und vielleicht ist es das, was die USA machen wird. Doch sobald Politiker und Wähler realisieren, dass sie die Zentralbanken anzapfen können, wird es da noch einen Anlass geben, den Haushalt auszugleichen? Vielleicht nicht. Es sei denn, die Monetisierung der Schulden kreierte noch eine andere Krise.

Eine der Schuldenkrisen, die Dalio ausführlich beschreibt, ist die Weimarer Republik und die Hyperinflation in dieser Zeit. Deutschland monetisierte die Staatsschulden, die es aus dem Ersten Weltkrieg übernahm. Ich würde Dalio gern fragen, ob er gerade diese Schuldenkrise als Warnung genommen hat, für das, was passiert, wenn Regierungen mit Notenpressen spielen.

Es ist schwierig den Weg vorherzusagen, den der große Neustart nehmen wird. Wir können nicht wissen, wie das politische Umfeld ist, wenn die Technologie anfängt, an der Beschäftigungsquote zu zehren. Wird eine gesteigerte Produktivität Verbraucherpreise senken oder wird die Inflation steigen? Ist es der zweite Fall, wird die Fed darauf reagieren, indem sie die Zinssätze erhöht und damit eine Rezession, wie damals Volcker, auslöst? Wird der Kongress die Fed anweisen, die Schulden zu monetisieren? Wie schon gesagt, zeigte 2008 deutlich, dass der Kongress und die Exekutive inmitten einer Paniksituation nahezu alles machen würden, um das Leiden nicht in Kauf nehmen zu müssen.

Aber im wirtschaftlichen Jargon wird diese gähnende Kluft aus Staatsschulden "rationalisiert" werden müssen. Rentner und alle Anderen, die staatliche Leistungen erhalten, werden davon ausgehen, diese auch weiterhin zu erhalten. Es gibt keinen politischen Willen diese Leistungen zu kürzen. Das Geld wird schon gefunden; die Frage ist nur wo? Tipp: nicht unter den Sofakissen.

Wenn man anfängt, das Problem strategisch zu analysieren, erkennt man, dass die Auswahl sowohl begrenzt als auch bitter ist. Japans Erfahrungen, wengleich das Land verglichen mit den USA und Europa wie Äpfel und Birnen ist, werden sehr verlockend sein. Einfach die Zentralbank berechtigten Geld zu drucken. Wenn die zwei wichtigsten Währungen in der Welt anfangen, Schulden in einem erheblichen Maße zu monetisieren - mehr als der kleine Prozentsatz des BIP 2008/2009 - und wenn diese Welt in einer globalen Rezession ist, die laut Definition deflationär ist, wie werden dann die Konsequenzen aussehen?

Die Antwort ist, dass wir es nicht wirklich wissen. Wir können uns nur der Wirtschaftstheorie als Wegweiser bedienen, und wir alle wissen, was Theorien in Krisen bringen. Ich gebe zu, dass ich mir schwer vorstellen kann, dass das, was auch immer passiert, weniger schmerzhaft wird, egal welcher Theorie man anhängt.

Es mit zu vielen Schulden zu tun zu haben, selbst wenn sie "bloß" in Aussicht gestellt werden, ist immer mit irgendwelchen Schmerzen für jemanden verbunden, und wahrscheinlicher für alle, sodass keiner glücklich ist.

Aber das ist eine andere Geschichte. Fortsetzung folgt.

© John Mauldin
www.mauldineconomics.com

Dieser Artikel wurde am 23. November 2018 auf www.mauldineconomics.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de
Die URL für diesen Artikel lautet:
<https://www.goldseiten.de/artikel/397771--Das-Problem-der-doppelten-Schulden.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2019. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).