

# Die kommende superzyklische Krise

19.06.2024 | [John Mauldin](#)

Sie wissen, dass ich über die Staatsverschuldung in den Industrieländern, insbesondere in den USA, sehr besorgt bin. Ich sage schon seit Jahren, dass eine Krise kommen wird. Wir haben alle unsere Chancen, sie zu vermeiden, vertan. Jetzt können wir uns nur noch vorstellen, wie die Krise aussehen wird... und wie sehr sie schmerzen wird. Das ist notwendigerweise spekulativ, und zwar umso mehr, als es auf die Details ankommt. Es ist nicht nur die Geldpolitik, die "pfadabhängig" ist. Auch die kommende Krise ist pfadabhängig und es gibt eine Million Wege, um an denselben hässlichen Ort zu gelangen. Und die tatsächlichen Einzelheiten der Krise sind ebenfalls unklar. Jeder Schritt nach vorn verändert die verfügbaren Optionen.

Der größte Teil des Landes, der Anleger, der Politiker und der Öffentlichkeit geht davon aus, dass die sagenumwobenen Wächter der Anleihen, von denen wir Alten sprechen, wirklich und wahrhaftig tot sind, wenn sie überhaupt darüber nachdenken. Wenn die Menschen herausfinden, dass sie tatsächlich nicht tot sind, wird dies die erstaunlichste Auferstehung seit 2.000 Jahren sein.

Dank eines neuen Berichts meines alten Freundes und Angelkumpels Martin Barnes, dem langjährigen Chefvolkswirt von The Bank Credit Analyst, fühle ich mich nun etwas klarer. Martin Barnes ist vor einigen Jahren in den Ruhestand gegangen, aber die neuen Herausgeber bitten ihn gelegentlich, seine Erkenntnisse mit ihnen zu teilen. Sein neuer Sonderbericht "Revisiting the Debt Supercycle" beschreibt mit erschreckender Einfachheit, wie sich die Verschuldungssituation entwickelt hat und wohin sie führt.

Ich begann in den 1990er Jahren, den BCA zu lesen. Mein verstorbener Partner Gary Halbert war ein Fan, und wir studierten jeden Monat den Brief. So kam ich zum ersten Mal in Berührung mit qualitativ hochwertigen Wirtschaftsanalysen. Sie waren einfach immer goldrichtig. Martin war, zunächst durch den Brief und dann durch unsere Beziehung, einer meiner wichtigsten Mentoren für mein Verständnis von Wirtschaft im Allgemeinen und Geldpolitik im Besonderen. Das BCA ist auch 30 Jahre später noch Teil meiner monatlichen Analysen. Ich empfehle es sehr.

Normalerweise zögert der BCA, mich an seiner Arbeit teilhaben zu lassen oder sie gar zu zitieren. Dieser Bericht ist jedoch so wichtig, dass Martin mir erlaubt, Teile davon in seinem heutigen Brief zu zitieren. Der vollständige Bericht umfasst 17 Seiten, ich kratze also kaum an der Oberfläche. Aber schon dieser kleine Teil wird Ihnen viel Stoff zum Nachdenken geben.

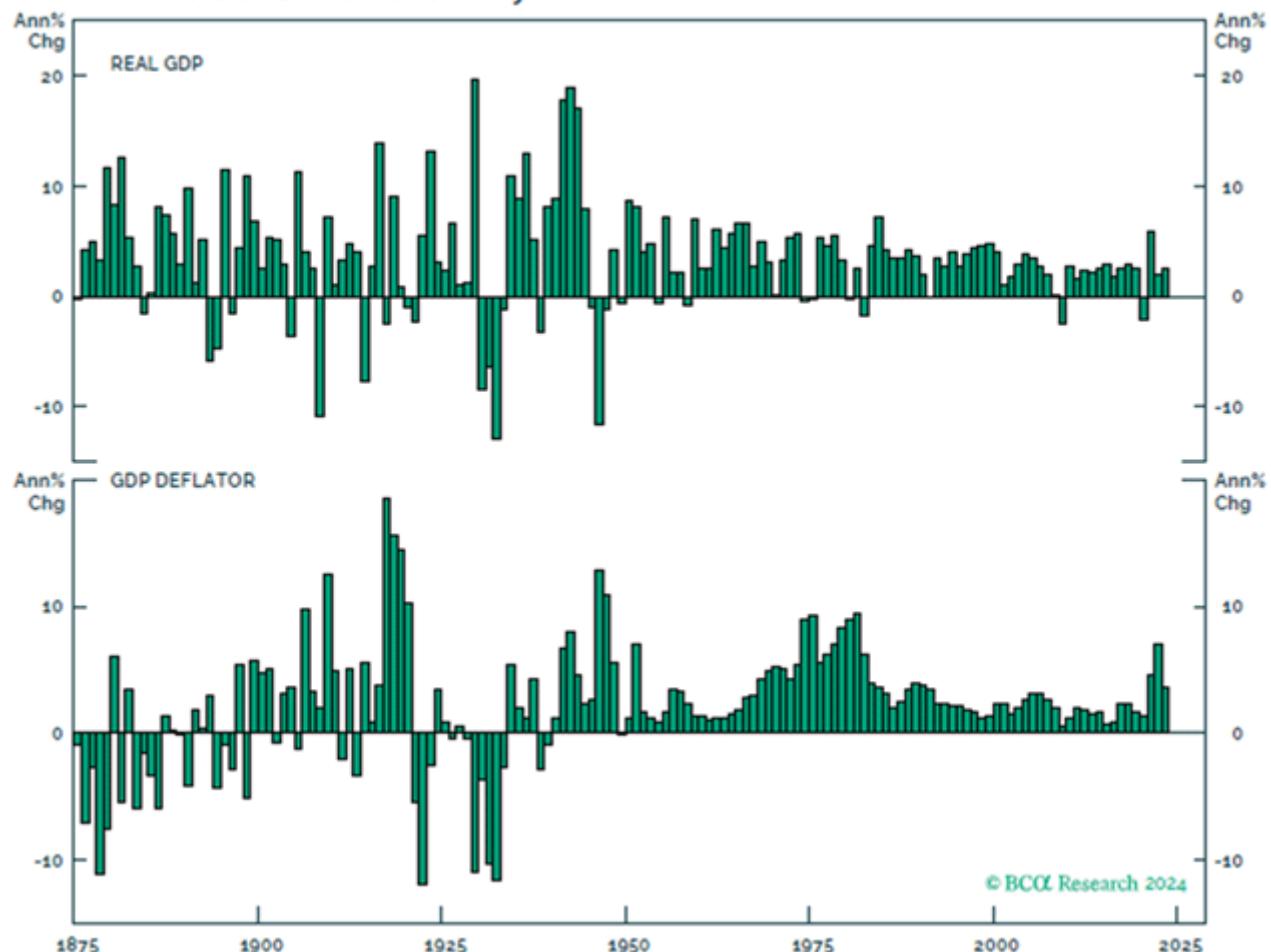
## Die Lösung schuf das Problem

Martin entwickelte zusammen mit seinen Vorgängern bei BCA in den 1970er Jahren eine Theorie, die sie als Schuldensuperzyklus bezeichneten. Die ursprüngliche Idee war, zu beschreiben, wie die Verschuldung des privaten Sektors in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg in die Höhe schoss. Wir betrachten diese Jahre heute als eine goldene Ära, und in vielerlei Hinsicht waren sie das auch. Aber diese Zeit war auch ein entscheidender Schritt hin zu unserer heutigen Situation. Ich werde Martin mehr erklären lassen.

*"Bevor wir vorwärts gehen, müssen wir zuerst zurückgehen, denn es ist wichtig zu verstehen, wie wir in die gegenwärtige Situation geraten sind. Chart II-2 zeigt 150 Jahre US-Wirtschaftsgeschichte mit Wirtschaftswachstum und Inflation bis zurück ins Jahr 1875. Eines fällt dabei ganz deutlich auf: Das Wirtschaftsleben war in der ersten Hälfte des Zeitraums sehr viel unbeständiger als in der zweiten Hälfte.*

*Die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg war an beiden Fronten wesentlich ruhiger. Die schwere Wirtschafts- und Finanzkrise von 2007-09 war die schlimmste wirtschaftliche Rezession seit der Großen Depression in den 1930er Jahren, doch im Vergleich zu einigen der Rückgänge im späten 19. und frühen 20. Jahrhundert wirkt sie nicht wie ein großer Abschwung.*

**CHART II-2**  
**Two Phases Of Economic Volatility**



Quelle: BCA Research

Damals herrschte in der Tat eine uneingeschränkte Laissez-faire-Wirtschaft. Aufschwünge und Zusammenbrüche in der Wirtschaft und auf den Märkten neigten dazu, heftig zu sein, weil es nicht viel staatliche Einmischung gab. Da es in der Natur des Menschen liegt, waren die Aufschwünge mit allen möglichen Exzessen verbunden, so wie es auch in der heutigen Zeit der Fall ist. Allerdings wurden diese Exzesse in den Abschwüngen in der Regel völlig ausgelöscht. Schuldner gingen pleite, Banken scheiterten, und die Bilanzen wurden bereinigt.

Die Dinge änderten sich dramatisch nach der Großen Depression der 1930er Jahre, als die Regierung beschloss, dass sich eine so schwere Kontraktion nicht wiederholen dürfe. Dies war der Beginn des staatlichen Engagements zur Glättung von Konjunkturzyklen. Es wurde eine Einlagensicherung geschaffen, um einen Ansturm auf die Banken zu verhindern, die Arbeitslosenversicherung bot ein Sicherheitsnetz für diejenigen, die ihren Arbeitsplatz verloren, und die Regierung erhöhte die Ausgaben für öffentliche Projekte.

Die Theorien von John Maynard Keynes verliehen dieser Politik Legitimität, indem sie erklärten, wie die Regierungen die Finanzpolitik einsetzen konnten und sollten, um die Schwankungen in der Wirtschaft auszugleichen. Diese Art des Denkens wurde schnell zur neuen Orthodoxie und verfestigte sich mit dem Ausbau des Wohlfahrtsstaates.

So weit, so gut - es hat alles sehr gut funktioniert, wie das stabilere Wachstumsmuster zeigt. Nach dem Zweiten Weltkrieg erlitt die Wirtschaft keine häufigen Einbrüche mehr - es gab zwar Rezessionen, aber keine Mini-Depressionen. Allerdings gab es ein Problem.

Wie bereits erwähnt, wurden früher die in der Hochkonjunktur aufgebauten Überschüsse in den Abschwungphasen wieder abgebaut. Das bedeutete, dass jeder neue Aufschwung mit relativ sauberen Bilanzen begann. Das war nicht mehr der Fall, als die Regierungen eingriffen, um die Konjunkturzyklen zu glätten. Die Überschüsse bauten sich wie üblich auf, wurden aber in den Rezessionen nicht vollständig

*bereinigt. So begann jeder Aufschwung mit einer höheren Verschuldung und höheren Ungleichgewichten als im vorangegangenen Zyklus, und damit begann der stetige Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors.*

*Außerdem folgten die Regierungen nicht der Empfehlung von Keynes, in guten Zeiten Haushaltsüberschüsse zu erzielen, um in Rezessionen Defizite zu finanzieren. Stattdessen wurden Staatsdefizite zur Norm, unabhängig vom Zustand der Wirtschaft."*

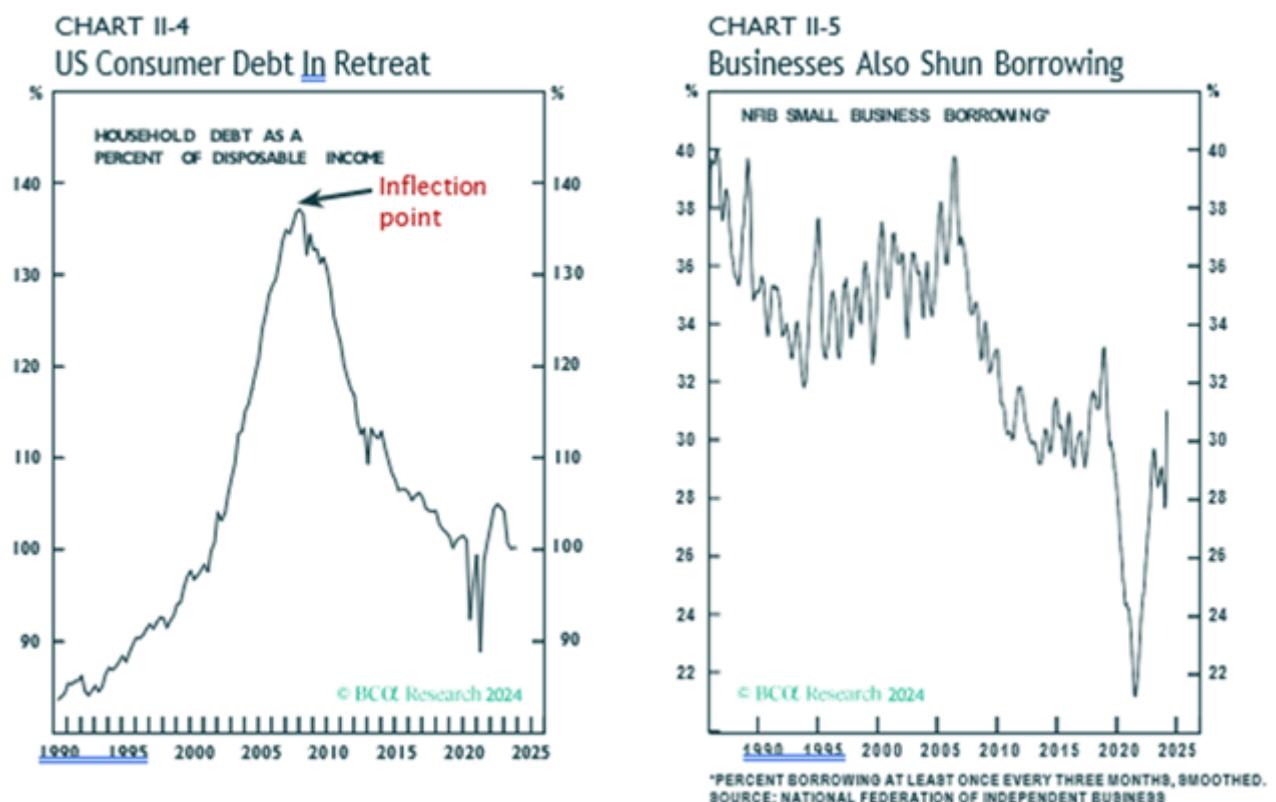
John hier wieder. Es ist wichtig, die Vergangenheit nicht als irgendwie ideal zu beschönigen. Bevor es moderne Zentralbanken gab, löste die Wirtschaft Ungleichgewichte mit Finanzpaniken, Bank-Runs und Depressionen. Die Fed und andere Institutionen wie die FDIC wurden gegründet, um diese wilden Schwankungen abzufedern, und das ist ihnen gelungen. Aber es ist jetzt klar, dass diese Stabilität ihren Preis hat. Bei dem Versuch, den Zyklus mit immer leichteren monetären Bedingungen zu glätten, haben die "Lösungen" den Aufbau enorm destabilisierender Schulden ermöglicht. Jetzt wird die Rechnung fällig.

### **Verschuldung im Wandel**

In makroökonomischen Charts wird die Verschuldung in der Regel in drei Kategorien unterteilt: Verschuldung der privaten Haushalte, Verschuldung der Unternehmen und Verschuldung des Staates. In der Vergangenheit begannen die Probleme in der Regel mit einer übermäßigen Verschuldung der privaten Haushalte. Die große Finanzkrise von 2007-2009 markierte eine wichtige, aber zu wenig beachtete Verschiebung in diesem Gleichgewicht. Hier ist wieder Martin.

*"Die Verbraucher haben zwischen 2000 und 2007 in der irrgen und naiven Annahme, dass die Immobilienpreise weiter steigen würden, außergewöhnlich hohe Hypothekenschulden aufgenommen. Der unvermeidliche Einbruch der Immobilienpreise war für überschuldete Hausbesitzer und übermäßig exponierte Kreditgeber brutal. Als die Sicherheiten für die Schulden schwanden, stiegen die Zahl der Kreditausfälle und Zwangsversteigerungen sprunghaft an.*

*Die Fed reagierte auf die Krise, indem sie die Zinssätze senkte und massive Mengen an Liquidität in das Finanzsystem pumpte. Doch die außerordentlich niedrigen Zinssätze haben die Verbraucher nicht dazu gebracht, mehr Schulden aufzunehmen. Die Krise veränderte die Einstellung der Verbraucher zur Verschuldung grundlegend, ähnlich wie die Große Depression der 1930er Jahre eine Generation von Hausbesitzern dazu veranlasste, für den Rest ihres Lebens keine Kredite mehr aufzunehmen. Gleichzeitig wurde das Kreditwachstum durch die unvermeidliche Verschärfung der Kreditvergabestandards von der Angebotsseite her eingeschränkt.*



Quelle: BCA Research

Das Scheitern der extremen politischen Reflationierung, um die Verbraucher zu ermutigen, mehr Fremdkapital aufzunehmen, war ein kritisches Ereignis im Leben des Schulden-Superzyklus. Im Jahr 2014 verkündete BCA das Ende des Schuldensuperzyklus in seiner bisherigen Form, weil sie davon ausging, dass die politischen Impulse nicht mehr garantiert werden konnten, um den privaten Sektor zu einer stärkeren Fremdkapitalaufnahme zu bewegen.

Die anschließenden Entwicklungen haben diese These bestätigt. Die Fed hielt die Zinssätze zwischen 2009 und 2017 nahe bei Null, doch das Verhältnis der Verschuldung der privaten Haushalte zum Einkommen ging weiter zurück (Chart II-4). Seitdem hat es sich nicht mehr erholt, obwohl die COVID-Pandemie zu massiven neuen geld- und fiskalpolitischen Impulsen führte. Die Verschuldung des Unternehmenssektors hat im Verhältnis zum Einkommen zugenommen, aber ein Großteil davon diente der Finanzierung von Aktienrückkäufen sowie Fusionen und Übernahmen und nicht der Ankurbelung der Investitionsausgaben. Der Anteil der kleinen Unternehmen, die Kredite aufnehmen, ist weiter auf einen neuen Tiefstand gesunken (Chart II-5).

Insgesamt zeigen die Daten, dass der Schuldensuperzyklus in seiner früheren Form vor 15 Jahren einen wichtigen Wendepunkt erreicht hat. Er hat sich jedoch lediglich vom Privatsektor auf den Staatssektor verlagert. Wenn die Verbraucher keine Kredite aufnehmen und Geld ausgeben wollten, sprang der Staat ein und übernahm diese Aufgabe für sie."

John hier. Wenn man genauer hinsieht, ist es ziemlich heimtückisch, dass das, was früher private Schulden waren, heute Staatsschulden sind. Hypotheken sind wahrscheinlich das beste Beispiel. Staatliche Kreditprogramme (Fannie Mae, Freddie Mac, VA usw.) sind entweder direkt Eigentümer oder garantieren die meisten Hypothekenschulden. Das Kreditrisiko liegt letztlich bei den Steuerzahldern, nicht bei den ursprünglichen Kreditgebern.

Aber das ist noch nicht alles. Denken Sie an die COVID-Entlastungsprogramme. Kleine Unternehmen durften einen Teil ihrer Mittel aus dem Paycheck Protection Program für die Zahlung von Schulden verwenden, die ihnen dann erlassen wurden. Die Schulden wurden einfach von den Unternehmen auf die Steuerzahler übertragen. Dasselbe gilt für den Erlass von Studentenkrediten und verschiedene andere Programme. In all diesen Fällen wurden die privaten Kreditgeber bezahlt, die privaten Kreditnehmer brauchten diese Beträge nicht mehr zu bezahlen, und die Schulden des Staates stiegen entsprechend.

Das haben wir erst letztes Jahr wieder bei den Zusammenbrüchen der Silicon Valley Bank und der Signature

Bank gesehen. Denken Sie daran, dass "Bankeinlagen" in Wirklichkeit Kredite von Ihnen an die Bank sind. Die Entscheidung, die Einleger in voller Höhe auszuzahlen, einschließlich der großen Unternehmen, die Konten weit über den FDIC-Grenzen hatten, war in Wirklichkeit eine Art Kreditvergabe.

Jeder wurde vor den Verlusten gerettet, die er eigentlich hätte erleiden müssen. In all diesen und weiteren Fällen wurden große Mengen an zuvor privaten Schulden zu Staatsschulden. In Martins Chart können Sie den Punkt im Jahr 2009 erkennen, an dem die Haushalte begannen, ihre Schulden im Verhältnis zum Einkommen abzubauen. Ein großer Teil dieser Schulden besteht noch immer; sie wurden nur neu kategorisiert und nicht zurückgezahlt.

Dies ist ein wesentlicher Grund dafür, dass die Staatsverschuldung in den letzten Jahren so stark angestiegen ist. Ich verwende hier ein hässliches Wort, aber es ist zutreffend: Wir haben private Schulden in Billionenhöhe sozialisiert, indem wir Haushalte und Unternehmen aus der Haftung entlassen und sie dem Fiskus zugeschlagen haben. Nur ist der private Sektor nicht ganz aus dem Schneider. Viele, die verschiedene Arten von Darlehenserlassen erhalten haben, werden am Ende auf andere Weise zahlen.

### **Kein Ausweg**

Martin fuhr fort und erklärte, dass sich die Staatsverschuldung deutlich von der privaten Verschuldung unterscheidet. Regierungen haben einzigartige Befugnisse: Sie können Steuern erhöhen, Finanzinstitute zwingen, Staatsanleihen zu kaufen, und Zentralbanken einsetzen, um die verbleibenden Schulden aufzufangen. Sie können Inflation erzeugen und Währungen manipulieren. Sie haben einen großen Werkzeugkasten, aber sie können nicht zaubern. Es gibt immer noch Grenzen. Hier ist wieder Martin.

*"Die Grenze der Staatsverschuldung ist erreicht, wenn die Anleger die Anleihen eines Landes nicht mehr zu Renditen kaufen, die die Wirtschaft verkraften kann, oder wenn die Kosten für den Schuldendienst andere wichtige Ausgaben verdrängen. Es gibt mehrere Beispiele für entwickelte Volkswirtschaften, die eine solche Schuldengrenze erreicht haben, wie Neuseeland Mitte der 1980er Jahre, Kanada [und Schweden - JM] in den frühen 1990er Jahren und Griechenland in den Jahren nach 2009."*

*"Die USA sind eindeutig noch nicht an diesem Punkt angelangt. Die langfristigen Staatsanleihenrenditen von rund 4% waren nicht hoch genug, um das Wachstum erheblich zu beeinträchtigen, und die Zinskosten, die derzeit 15% der Bundeseinnahmen ausmachen, waren überschaubar. Die Prognosen des CBO zeigen jedoch, dass die Zinskosten bis 2050 ein unannehmbares Niveau von etwa einem Drittel der Einnahmen erreichen werden..."*

*"Die Wächter der Anleihen sind sich der fiskalpolitischen Trends in den USA wohl bewusst, haben aber noch keine Angst. Die Renditen der Staatsanleihen sind gestiegen, aber das spiegelt eine straffere Geldpolitik wider, nicht einen Anstieg der fiskalischen Risikoprämie. Dies wird sich höchstwahrscheinlich in einer Ausweitung der Spreads am längeren Ende der Renditekurve zeigen, und das ist noch nicht geschehen."*

*"Im Falle eines Streiks der Anleihekäufer kann eine Krise durch Anleihekäufe der Zentralbank (quantitative Lockerung) hinausgezögert werden, aber das ist keine nachhaltige Strategie. Schließlich würde die Inflation zu einem Problem werden, und es ist zweifelhaft, dass die Zentralbankkäufe einen Ansturm auf die Anleihen und den Dollar ausgleichen könnten, wenn die Privatanleger das Vertrauen in die Regierungspolitik völlig verlieren. Es besteht eine gute Chance, dass die Anleiheinvestoren die Geduld verlieren, wenn es der nächsten Regierung nicht gelingt, eine gewisse Disziplin in den Staatsfinanzen herzustellen."*

Dieser letzte Satz ist der Grund, warum ich mir sicher bin, dass eine Krise kommen wird. Es besteht kaum eine reale Chance, dass die nächste Regierung die Haushaltsdisziplin wiederherstellt, egal wie die Wahlen ausgehen, denn das amerikanische Volk will keine Haushaltsdisziplin. Sicher, viele sagen, sie wollen sie. Aber das ändert sich, sobald konkrete steuer- oder ausgabenpolitische Maßnahmen zur Sprache kommen.

Es gibt einfach keine Wählerschaft für Reformen in dem Umfang, wie sie zur Lösung dieses Problems erforderlich wären. Jeder will, dass der andere die Probleme der Sparsamkeit zu tragen hat. "Es ist nicht meine Schuld, dass wir diese Schulden angehäuft haben. Es ist ihre Schuld und sie sollten die Konsequenzen tragen." Wir haben das Loch zu tief gegraben.

Könnte das Wirtschaftswachstum den Tag retten? Es würde helfen, aber Martin Barnes sieht auch hier Grenzen. Viele amerikanische Verbraucher haben beschlossen, dass wir unseren Lebensstil mit minimaler Verschuldung mögen und wenig Interesse daran haben, mehr Schulden zu machen. Das ist das Keynesianische Paradoxon des Sparens in großem Stil.

*"Die Verbraucher müssen sowohl bereit als auch in der Lage sein, mehr Schulden aufzunehmen, und das*

wird ein Problem sein. Die Wirtschaft und die Vermögenspreise haben sich im vergangenen Jahr angesichts höherer Zinsen erstaunlich gut entwickelt. Dennoch ist das Verbrauchertrauen gedämpft geblieben. Inflationsängste sind zum Teil dafür verantwortlich, aber auch politische Unsicherheit und geopolitische Spannungen könnten eine Rolle gespielt haben. Öffentliche Umfragen deuten darauf hin, dass ein hoher Prozentsatz der Amerikaner das Gefühl hat, dass es der Wirtschaft schlecht geht, dass sie über die Staatsdefizite und die Verschuldung besorgt sind und dass sie wenig Vertrauen in die Politiker haben, die Dinge zu verbessern.

Auch die demografischen Trends sprechen gegen einen neuen großen Hebeleffekt im Haushaltssektor. Die Bevölkerung altert weiter, und die jüngeren Generationen scheinen nicht übermäßig daran interessiert zu sein, sich zu verschulden. Der Schuldensuperzyklus im privaten Sektor fiel mit zwei wichtigen Trends zusammen: dem Übergang der Baby-Boom-Generation in ihre besten Einkommensjahre und einem hervorragenden Umfeld für Vermögenspreise. Auch wenn die Vermögenspreise in letzter Zeit stark gestiegen sind, sind die jüngsten Trends nicht nachhaltig. Die Aktienkurse sind hoch bewertet, und die Preise für Eigenheime liegen weit über dem Niveau, das während der Immobilienblase der 1990er Jahre erreicht wurde.

Alles in allem sind die Bedingungen für die Wiederaufnahme eines größeren neuen Verschuldungszyklus im Haushaltssektor nicht sehr gut. Und es ist schwer zu erkennen, warum Unternehmen in einem Umfeld, in dem das künftige Wirtschaftswachstum wahrscheinlich nur mittelmäßig sein wird und die Unternehmenssteuersätze eher steigen als sinken werden, anfangen sollten, sich mehr zu verschulden."

Martin kommt wie ich zu dem Schluss, dass der Schuldensuperzyklus nur in einer Krise enden kann. Er glaubt, dass diese Krise "strenge fiskalpolitische Zurückhaltung" mit sich bringen wird. Doch wir wissen, dass die Amerikaner nicht scharf auf Sparmaßnahmen sind... um es vorsichtig auszudrücken. Ich habe heute Morgen ein Interview mit einem Finanzmagazin gegeben und darauf hingewiesen, dass es ohne eine Krise keine Lösung für das Problem der Staatsschulden und des Defizits geben wird. Und ich glaube, Martin ist ein Optimist. Der Anteil der Zinsen an den Staatseinnahmen wird wahrscheinlich bis 2034 oder früher 30% erreichen. In einer aufkeimenden Anleihekrisis werden die Zinssätze schneller steigen, als wir uns vorstellen können.

Ich versuche mir vorzustellen, welche Art von Krise nötig wäre, um dies zu ändern, und es ist schwer vorstellbar, wie dies ohne wirklich massive Störungen - zumindest aber massive Proteste und Zusammenstöße - geschehen soll. Ray Dalio sagt jetzt, er sehe eine 40%ige Chance auf Gewalt und Bürgerkrieg. Keiner von uns will das. Aber was sind die Alternativen? Das Beste, worauf wir hoffen können, ist ein Kompromiss von herkulischem Ausmaß. Und wir sollten hoffen, dass dies geschieht, bevor es wirklich hässlich wird und einen verzögerten Kompromiss erzwingt, der noch schwieriger sein wird. Möchte irgendjemand während dieser Krise Präsident sein?

© John Mauldin  
[www.mauldineconomics.com](http://www.mauldineconomics.com)

Dieser Artikel wurde am 14. Juni 2024 auf [www.mauldineconomics.com](http://www.mauldineconomics.com) veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](http://GoldSeiten.de)  
Die URL für diesen Artikel lautet:  
<https://www.goldseiten.de/artikel/622390--Die-kommende-superzyklische-Krise.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 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).