

Das Ende des Schuldenzyklus naht

04.12.2018 | [John Mauldin](#)

Die Wissenschaft lehrt uns, dass Energie innerhalb eines geschlossenen Systems weder neu erschaffen noch zerstört werden kann. Welcher Betrag auch immer vorhanden ist, er wird gleich bleiben - höchstens die Form ändert sich. Wenn nur das Gleiche auch für Schulden gelten würde.

Innerhalb des geschlossenen Systems namens Erde sind wir viel besser darin, Schulden zu schaffen als Schulden zu eliminieren. Doch wenn wir zu viele Schulden haben, werden wir sie auf schmerzhafte und äußerst unangenehme Weise im Rahmen einer Schuldenkrise los. Das ist in der Geschichte immer wieder vorgekommen.

Heute werfen wir einen Blick auf Ray Dalios neues Buch "Principles for Navigating Big Debt Crises", in dem er die Schuldenzyklen analysiert und erklärt, wie wir uns verhalten können. Ich habe das Buch vor Kurzem während einer Reise nach Frankfurt gelesen und kann es wirklich jedem empfehlen. Sie können es bestellen oder [hier](#) eine kostenlose PDF-Version herunterladen (auf Englisch).

Zumindest sollten Sie die ersten 60 Seiten lesen, auf denen Dalio seine Prinzipien und Gedanken erläutert. Der Rest des Buches befasst sich ausführlich mit den 48 Schuldenkrisen, die es in der jüngeren Geschichte gab, und teilt diese in verschiedene Kategorien ein, die allesamt analysiert werden. Daten-Junkies werden diesen Teil lieben. Dalio präsentiert uns eine brillante Untersuchung zur Entstehung von Schuldenkrisen und einen Leitfaden dafür, was Sie tun können, wenn es zu einer solchen Krise kommt.

Auf den ersten Blick glauben Sie vielleicht, dass Dalio in Bezug auf die nächste Schuldenkrise und ein Ereignis, das ich als "Großen Neustart" bezeichne und in diesem Jahr in zahlreichen Artikeln behandelt habe optimistischer ist als ich. Ich betrachte den Großen Neustart als wirtschaftliche Katastrophe, die eine ganze Generation nachhaltig prägen wird. Schuldenkrisen sind zwar ebenfalls mit Verlusten verbunden, haben aber einen grundlegend anderen Charakter.

Ray Dalios Buch hat mir geholfen, genauer zu definieren, was ich mit dem Großen Neustart meine. Wir werden dieses Thema in künftigen Beiträgen noch genauer betrachten, aber hier ist ein entscheidender Punkt: Es ist möglich oder vielleicht sogar wahrscheinlich, dass wir unabhängig vom Großen Neustart, so wie ich ihn kommen sehe, noch eine weitere Schuldenkrise erleben.

Was wir als "Große Rezession" bezeichnen, war im Grunde genommen nur ein ganz gewöhnlicher Kreditzyklus. Anders als die Große Depression scheint die letzte Krise das Verhalten derer, die sie erlebten, nicht grundlegend beeinflusst zu haben. Die Große Depression war dagegen ein traumatisches Ereignis, das einer ganzen Generation seinen Stempel aufdrückte. Die Ereignisse von 2008 hatten, so schlimm sie auch waren, nicht einmal annähernd den gleichen Effekt.

Tatsächlich wiederholen wir heute viele Fehler der Jahre 2006 und 2007. Wir jagen den Renditen hinterher etc. Als hätten wir nicht gelernt, dass die Herdplatte heiß ist. Wir laden uns allerlei nicht bewertete und schlecht bewertete Kredite und sogar Leveraged Loans auf, um unsere Kapitalerträge in einer Welt der niedrigen Zinsen aufzubessern, und reden uns ein, dass "diesmal alles anders ist."

Das wollen wir immer glauben, aber das ist es nie. Manchmal bin ich sprachlos vor Staunen über die menschliche Fähigkeit, noch vor dem Frühstück an sechs unmögliche Dinge zu glauben. Und wir tun das immer und immer wieder, und erwarten in unserem Wahn jedes Mal ein anderes Ergebnis. Doch ich greife zu weit vor. Sehen wir uns zunächst Dalios Buch an.

Kennen Sie sich selbst

Bevor wir auf den Inhalt des Buches zu sprechen kommen, sollten Sie einiges über Ray Dalio und das von ihm gegründete Unternehmen, Bridgewater Associates, wissen. Mit einem verwalteten Vermögen von etwa 150 Milliarden Dollar zählt Bridgewater zu den größten und erfolgreichsten Hedgefonds-Betreibern weltweit. Es handelt sich dabei auch um ein äußerst ungewöhnliches Unternehmen.

Dalio entschied sich schon früh in seiner Karriere, nachdem er einige schmerzhafte Verluste verkraften musste, die ihn fast in den Ruin getrieben hätten, seine Fehler rigoros zu untersuchen. Wenn er falsch lag - und das tun alle Trader von Zeit zu Zeit - überprüfte er anschließend sein Vorgehen, identifizierte die Fehler

und dokumentierte sie. Das half ihm, sie in Zukunft zu vermeiden.

Letztlich weitete er diesen Prozess auf das gesamte Unternehmen aus. Bei Bridgewater nutzen die Angestellten ein Computersystem, um ihre Entscheidungen stetig gegenseitig zu bewerten, sowohl die großen als auch die kleinen. Das Ergebnis dessen ist eine riesige Datenbank, die zeigt, wer meistens richtig liegt, und in welchen Bereichen die Stärken und Schwächen der Mitarbeiter liegen. Das hat Einfluss auf Personalentscheidungen, die Aufgabenverteilung und alle möglichen anderen Dinge. Zudem ist das System völlig transparent. Jeder bei Bridgewater kennt die Geschäfte aller anderen.

Offensichtlich kommt nicht jeder mit einer solchen Arbeitsumgebung zurecht. Aber im Laufe der Zeit hat sich Bridgewater so in eine "Leistungsgesellschaft der Ideen" verwandelt. Wer gute Entscheidungen trifft, wird identifiziert und steigt auf.

Ich erzähle Ihnen das alles, damit Sie verstehen, dass Ray Dalio äußerst empirisch vorgeht. Er stellt keine Mutmaßungen an, ohne Belege zu haben, und das ist auch bei seiner rigorosen historischen Untersuchung früherer Schuldenkrisen zu spüren. Ursprünglich handelte es sich dabei um eine interne Bridgewater-Studie, die dem Unternehmen beim (äußerst erfolgreichen) Trading während der Krise von 2008 half. Das Team untersuchte 48 Schuldenkrisen des letzten Jahrhunderts, um einen "Archetyp" bzw. ein Modell des typischen Ablaufs zu entwickeln.

Kreditfinanzierte Ausgaben

Wie ich und viele andere in der Geschichte erkennt Dalio, dass Schulden gut oder schlecht sein können, je nachdem, wie sie verwendet werden. Er teilt zudem eine wichtige Erkenntnis bezüglich der zyklischen Natur der Schulden. Diesen Umstand erklärt er so gut, dass ich ihn hier mit einem längeren Auszug zitieren werde:

"Wir wollen diese komplizierten Angelegenheiten so einfach wie möglich beschreiben: Im Grunde genommen schaffen Sie jedes Mal, wenn Sie Geld leihen, einen neuen Zyklus. Wenn Sie etwas kaufen, das Sie sich [gemessen an Ihrem Kapital oder Ihrem Barvermögen] nicht leisten können, müssen Sie mehr ausgeben, als Sie einnehmen. Sie leihen nicht nur etwas von Ihrem Kreditgeber, sondern auch von Ihrem zukünftigen Ich. Genauer gesagt schaffen Sie eine Zeit in der Zukunft, in der Sie gezwungen sein werden, weniger auszugeben, als Sie einnehmen, damit Sie das Darlehen zurückzahlen können."

Dieses Muster aus Kreditnahme, Ausgaben, die das Einkommen übersteigen und der Notwendigkeit, künftig weniger auszugeben als Sie verdienen, ähnelt sehr schnell einem Zyklus. Das gilt für eine Volkswirtschaft ebenso wie für Privatpersonen. Geld zu leihen setzt eine schematische, vorhersehbare Abfolge von Ereignissen in Gang.

Wenn Sie das Spiel Monopoly verstehen, können Sie leicht erkennen, wie Kreditzyklen auf der Ebene einer ganzen Volkswirtschaft funktionieren. Zu Beginn haben die Spieler jede Menge Bargeld aber nur wenige Grundstücke. Im weiteren Verlauf kaufen sie mehr und mehr Häuser und Hotels und benötigen immer mehr Geld, um die Mieten zu zahlen, die fällig werden, wenn sie auf einem Feld mit vielen Häusern landen.

Manche Spieler sind gezwungen, ihre Grundstücke unter Wert zu verkaufen, um Bargeld zu beschaffen. Zu Beginn des Spiels sind die Grundstücke am wichtigsten, später heißt es 'Cash is king'. Die besten Spieler wissen, wie sie im Spielverlauf den richtigen Mix aus Grundstücken und Bargeld halten.

Stellen wir uns nun vor, wie Monopoly funktionieren würde, wenn die Bank Kredite vergeben und Einlagen annehmen würde. Zum einen könnten die Spieler Geld leihen, um Grundstücke zu kaufen. Zum anderen würde sie ihr Geld - statt es untätig herumliegen zu lassen - auf ein Bankkonto einzahlen, um Zinsen zu erhalten. Dadurch hätte die Bank wiederum mehr Geld, das sie verleihen kann.

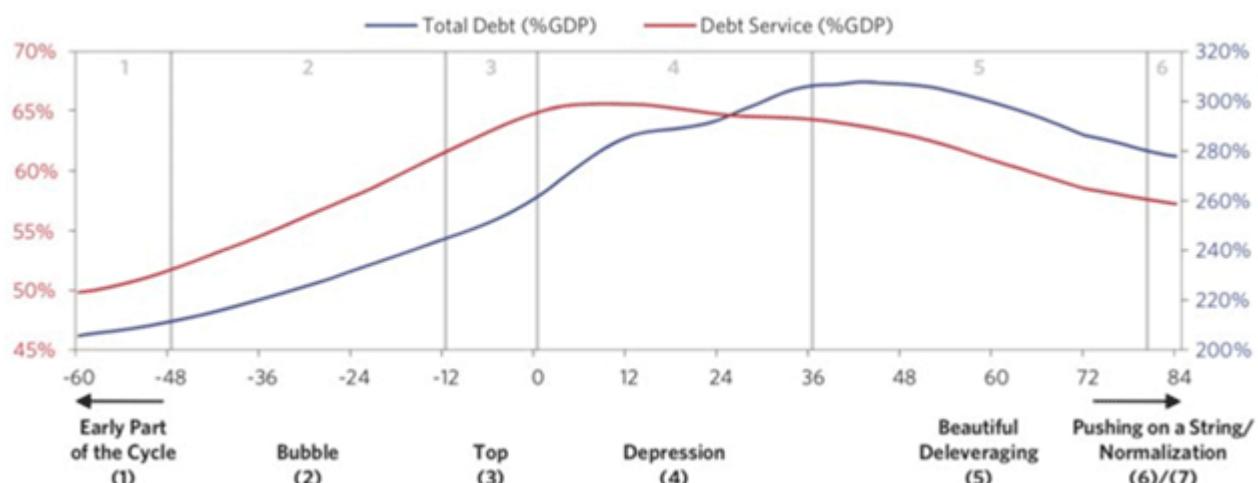
Stellen wir uns außerdem vor, dass die Spieler untereinander Grundstücke auf Kredit kaufen und verkaufen könnten (d. h. indem sie versprechen, dass Geld später zuzüglich Zinsen zurückzuzahlen). Würde Monopoly nach diesen Regeln gespielt, wäre es ein fast perfektes Modell unserer Wirtschaft. Die kreditfinanzierten Ausgaben für Hotels würden sehr schnell auf ein Vielfaches der vorhandenen Geldmenge anwachsen.

Später wird den Kreditnehmern, die die Hotels besitzen, das Geld ausgehen, das sie zur Zahlung der Mieten und zur Bedienung ihrer Schulden zu benötigen. Auch die Bank wird in Schwierigkeiten geraten, denn die Spieler werden zunehmend ihre Einlagen abheben, da sie Bargeld brauchen. Gleichzeitig geraten mehr und mehr Kreditnehmer in Zahlungsverzug. Wenn in dieser Situation niemand eingreift, werden sowohl die Banken als auch die Schuldner pleite gehen und die Wirtschaft wird schrumpfen. Im Laufe der Zeit, wenn sich diese Zyklen von Wachstum und Abschwung regelmäßig fortsetzen, werden die Bedingungen für eine

große, langfristige Schuldenkrise geschaffen."

Anders gesagt: Schulden generieren ihre eigenen Zyklen. Die Aufnahme eines Kredits (vor allem bei Institutionen, die dank des auf Mindestreserven beruhenden Bankensystems ihr eigenes Geld schöpfen können), ermöglicht Ausgaben, die weitere Ausgaben nach sich ziehen. Dies muss sich letztlich in eine Kontraktion umkehren, die wiederum weitere Schrumpfungen zur Folge hat. Das mag offensichtlich erscheinen, aber oft vergessen wir es. Offenbar haben wir dieses Grundprinzip auch heute vergessen.

Nach der Analyse von dutzenden Kreditzyklen hat Dalios Team das folgende Modell entworfen, um die sechs Phasen einer deflationären Krise zu beschreiben.



Quelle: Ray Dalio

Phase 1 ist der "gute" Teil. Die Menschen leihen Geld, aber nicht zu viel, und sie verwenden es für produktive Zwecke. Das unterstützt das Wirtschaftswachstum und hebt die Assetpreise an...und hier beginnen die Dinge, schiefzugehen.

In Phase 2, die Dalio als "Blase" bezeichnet, betrachten die Menschen die jüngere Vergangenheit und entscheiden, dass die Kurse, die Gesamtnachfrage und der Konsum weiter steigen werden. In ihrer übertriebenen Zuversicht nehmen sie zusätzliche Kredite auf und beginnen, sich zu hoch zu verschulden. Dabei ist es allerdings unmöglich, den Moment, an dem aus "genau richtig" "zu viel" wird, exakt zu definieren.

Phase 3, das "Top", tritt ein, wenn die Zentralbanken, Regulatoren und manchmal sogar die Kreditinstitute selbst Probleme erkennen und Schritte einleiten, um das Wachstum zu bremsen. Dabei glauben sie immer, sie könnten es verlangsamen, ohne zu stark auf die Bremse zu treten. Sie erhöhen die Zinssätze, straffen die Kreditvergabebedingungen etc.

Phase 4, die unheilverheißend als "Depression" bezeichnet wird, tritt ein, wenn sich das Wachstumsverlangsamung oder umkehrt, ohne dass die Notenbanken und die Politik noch etwas dagegen tun können. Sie versuchen es dennoch weiter. An diesem Punkt werden die Zinsen auf Null oder in den Minusbereich gesenkt. Den Zentralbanken geht die Munition aus. Alle müssen jetzt die Folgen tragen.

Phase 5 ist die Zeit des Schuldenabbaus, in der die Unternehmen und Familien ihre Ausgaben reduzieren, um die Schulden zurückzuzahlen. Diese kann lange andauern, doch wenn die Verschuldung sinkt, bekommen die Menschen ihre Kosten in den Griff und beginnen langsam, sich zu erholen. Schließlich erreicht die Volkswirtschaft Phase 6, die Normalisierung, und der Zyklus wiederholt sich.

Das Wohlstandsgefälle

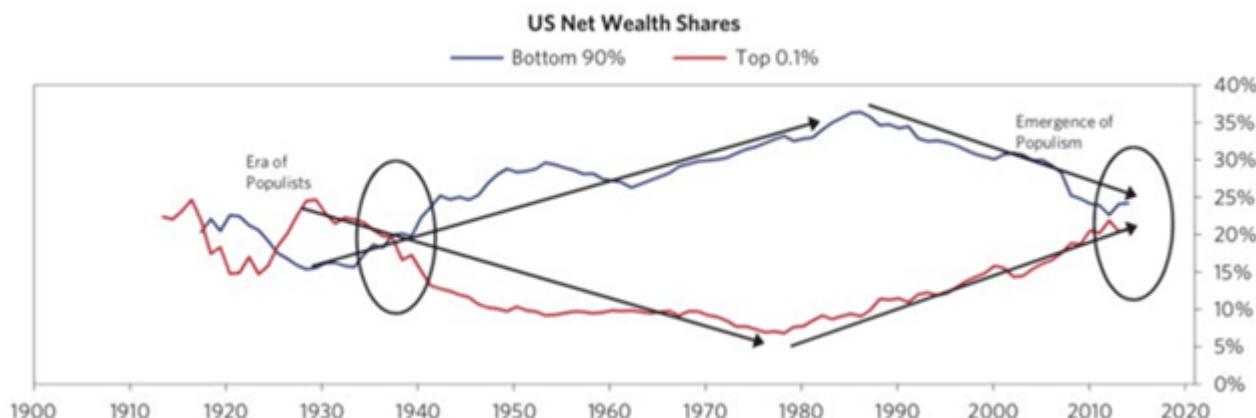
Das war also die Vorlage für eine gewöhnliche Schuldenkrise. Jede Krise hat ihre ganz eigenen Umstände (die Dalio im letzten Teil des Buches alle gesondert betrachtet), aber im Allgemeinen folgen sie diesem Muster. Das wirft die Frage auf, an welchem Punkt wir uns aktuell befinden. Dalio denkt, dass wir uns dem Ende des Zyklus nähern und nennt die Zinsen als Beleg.



Quelle: Ray Dalio

Die Vereinigten Staaten erlebten im Laufe der letzten 100 Jahre bereits zwei Schuldenkrisen, die so schwerwiegend waren, dass die Fed die Zinsen auf Null senken und auf unkonventionelle Maßnahmen wie quantitative Lockerungen zurückgreifen musste. Das erste Mal war in den 1930er Jahren, das zweite Mal 2008-2009. In beiden Fällen hat es "funktioniert", d. h. die Assetpreise haben sich erholt. Dies hatte aber auch nachteilige Folgen, weil die höheren Preisen vor allem den Besitzern von Finanzwerten zu Gute kommen. Die meisten Menschen verfügen allerdings nicht über derartige Assets, zumindest nicht in nennenswertem Umfang.

Das Ergebnis ist ein Wohlstandsgefälle zwischen Reichen und Armen, welches natürlich immer existiert, aber in diesen Phasen zu eklatant wird, um es zu leugnen. Ein kleiner Teil der Gesellschaft lebt in Wohlstand, während die Mehrheit Schwierigkeiten hat, über die Runden zu kommen. Das geschah während der Großen Depression und wir haben ähnliche Tendenzen in den Jahren nach der letzten Finanzkrise gesehen. Der stets auf Daten fokussierte Dalio quantifizierte die Entwicklungen im nächsten Chart.



Quelle: Ray Dalio

Wenn Ihnen das bekannt vorkommt, dann liegt es daran, dass ich dieses und ähnliche Charts bereits in früheren Artikeln verwendet habe. Dalio nutzte den Chart 2017 in einem Artikel, den ich in diesem [Beitrag](#) zusammengefasst habe. Sein wichtigster Punkt war, dass es ein Fehler sei zu glauben, man könne "die" Wirtschaft verstehen, da es in Wirklichkeit zwei Wirtschaften gäbe. Die oberen 40% der Gesellschaft leben ihm zufolge in einer anderen Welt als die unteren 60%

Wenn eine solch ungleiche Vermögensverteilung auf eine repräsentative Demokratie trifft, ist das Ergebnis Populismus und unsere in zwei Lager gespaltene politische Landschaft. In den USA könnte sich diese Tendenz weiter verstärken, da die Demokraten im nächsten Jahr das Repräsentantenhaus kontrollieren werden. Dies wird innerhalb der Legislativen zu einem politischen Stillstand führen, was nicht gänzlich schlecht sein muss, aber die Kursänderungen behindern könnte, mit deren Hilfe sich eine Rezession vielleicht noch etwas hinauszögern ließe.

Die schon jetzt enormen Haushaltsdefizite werden daher weiter wachsen, während die Federal Reserve die

Zinsen anhebt und gleichzeitig die Assets in ihrer Bilanz abbaut. Bislang hat diese Kombination das Wirtschaftswachstum nicht gestoppt und noch nicht einmal erkennbar verlangsamt, aber eines Tages wird sie das. Das ist schließlich das Ziel der Maßnahmen und Dalios Modell zeigt und, dass dieses normalerweise erreicht wird.

Der Auslöser wird in diesem Fall wohl ein Verdrängungseffekt sein, da die Kreditaufnahmen des Finanzministeriums zusammen mit den geldpolitischen Straffungen der Fed die Kosten des Schuldendienstes für private Haushalte und Unternehmen erhöhen. Jeder hat eine Belastbarkeitsgrenze und dieser nähern wir uns zunehmend.

Das Ende des Schuldenzyklus ist nicht mehr fern, aber das Ergebnis können wir noch nicht abschätzen. Das Problem ist, dass niemand nur Zuschauer ist. Wir sind alle Teil des Spiels und wir werden alle entweder gewinnen oder verlieren.

Eine schöne Entschuldung

Dalio hat in den letzten Jahren mehrmals über "beautiful deleveraging", die schöne Entschuldung, geschrieben. Damit meint er ein Szenario, in dem es einer Zentralbank gelingt, die Lage einer überschuldeten Volkswirtschaft zu entschärfen, ohne dass es zu einer schweren Krise kommt. Hier ein Zitat:

"Der Schlüssel zur guten Bewältigung von Schuldenkrisen liegt im Wissen der politischen Entscheidungsträger über den sinnvollen Einsatz der ihnen zur Verfügung stehenden Maßnahmen: Sie müssen wissen, in welchem jährlichen Umfang die Kosten verteilt werden können und welche Gruppen in welchem Maße profitieren dürfen oder darunter leiden müssen, sodass die politischen und andere Konsequenzen akzeptabel bleiben. Zudem müssen sie über die nötige Autorität verfügen, um diese Maßnahmen umzusetzen."

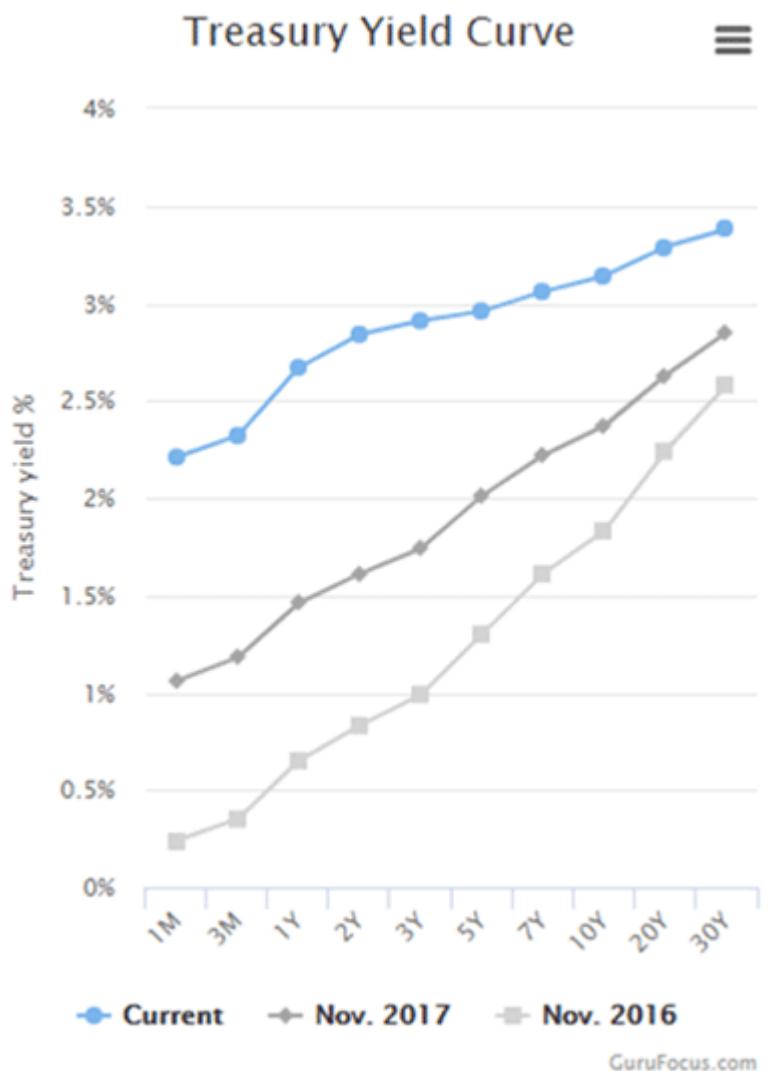
Es gibt vier verschiedene Hebel, die die Entscheidungsträger betätigen können, um die Schulden und deren Finanzierungskosten im Verhältnis zu den Einkommen und Cashflows zu senken:

- 1. Sparmaßnahmen (d. h. Ausgaben reduzieren)
- 2. Abschreibung oder Umstrukturierung der Schulden
- 3. 'Gelddrucken' und Assetkäufe (oder Ausstellen von Garantien) durch die Zentralbank
- 4. Geld- und Kredittransfers von denen, die mehr haben als sie benötigen, zu denen, die weniger haben."

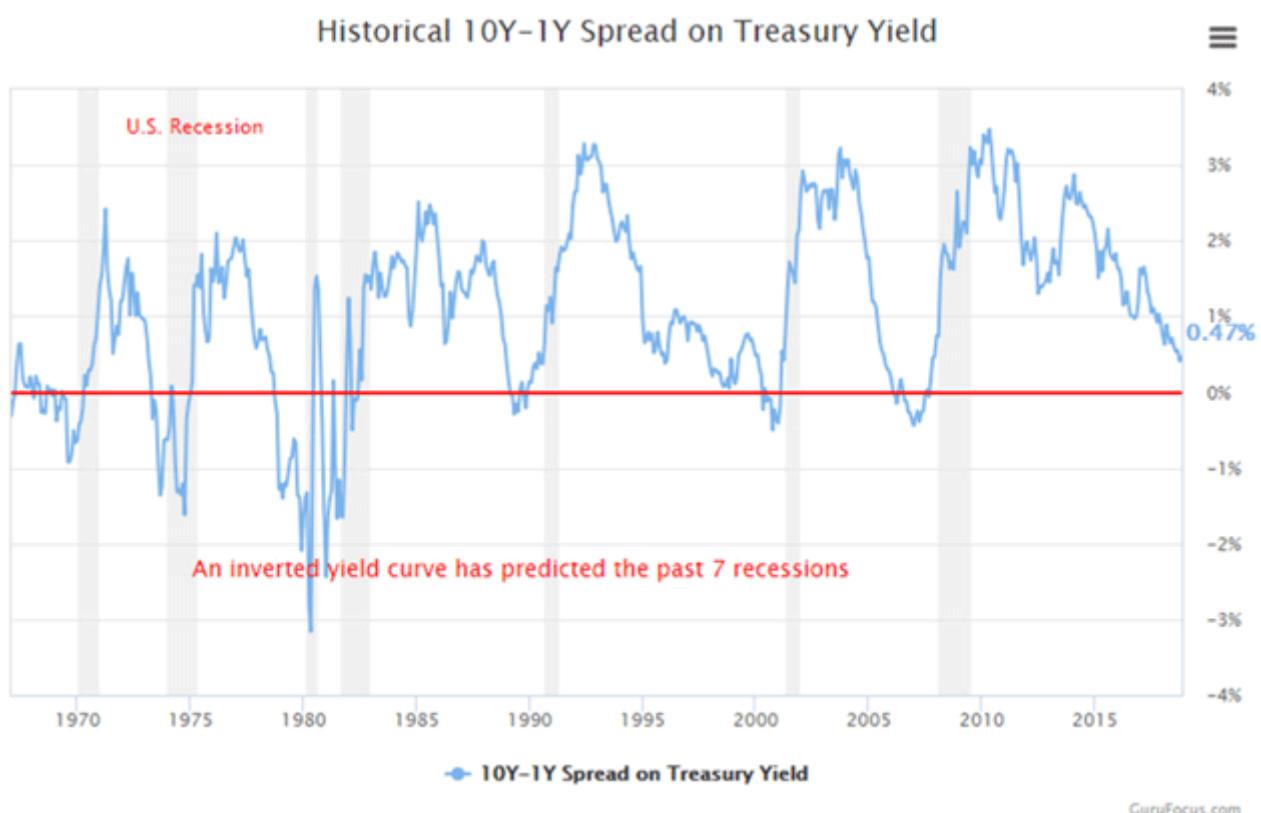
Die Punkte 1, 2 und 4 machen Verluste für Kreditnehmer wie auch für Kreditgeber unausweichlich. Punkt 3 hat ebenfalls negative Folgen für alle Beteiligten und entspricht in etwa dem Kurs, den die Fed und andere Zentralbanken von 2008 bis 2014 verfolgten, als sie finanzielle Vermögenswerte im Wert von Billionen Dollar aufkaufen. Doch wahrscheinlich war das immer noch besser als das Szenario, welches ohne diese Maßnahmen eingetreten wäre.

Der Zinszyklus der Federal Reserve ist bereits ziemlich weit fortgeschritten und die Notenbank scheint darauf bedacht zu sein, unter ihrem Vorsitzenden Powell den sogenannten "natürlichen Zinssatz" zu erreichen. Ich selbst denke, dass wir nicht mehr weit von diesem Punkt entfernt sind. Wenn wir ihn überschreiten, wird die Fed die Wirtschaft in eine Rezession stürzen. Diese wird von einer Umkehr der Zinsstrukturkurve angekündigt werden, d. h. die Rendite für kurzfristige Staatsanleihen wird höher sein als die Rendite für langfristige staatliche Schuld papiere. Seit dem Zweiten Weltkrieg konnte 9-15 Monate vor jeder Rezession ausnahmslos eine solche umgekehrte Zinskurve beobachtet werden.

Der erste Chart der Webseite GuruFocus.com zeigt, dass sich die Zinsstrukturkurve im Laufe der letzten Jahre "abgeflacht" hat. Darunter sehen Sie den historischen Spread der Zinskurve seit 1970. Wie im Chart zu lesen ist, kam es vor jeder Rezession zu einer Umkehr der Zinskurve.



Quelle: [GuruFocus](#)



Quelle: GuruFocus

Ich möchte eines klarstellen: Eine invertierte Zinsstrukturkurve ist nicht der Grund für eine Rezession. Sie spiegelt vielmehr die Ungleichgewichte im Banken- und Finanzwesen wider. Stellen Sie sich die Kurve wie das Fieber bei einer Virusinfektion vor - das Fieber ist die Folge, nicht die Ursache der Krankheit. Es zeigt uns, dass unser Körper in Schwierigkeiten ist.

In den obenstehenden Charts ist zu erkennen, dass die kurzfristigen Zinsen um etwa 2% gestiegen sind, während sich die langfristigen Zinsen nur rund 1% erhöht haben. Wir bezeichnen dies als "Straffung" der Kurve. Es stellt den ersten Schritt in Richtung einer Umkehr dar. Sie können darauf wetten, dass die Notenbanker diese Entwicklung genau im Auge behalten und wirklich nicht wollen, dass sich die Zinskurve invertiert. Es würde mich daher keineswegs überraschen, wenn sie ihre Zinsanhebungen noch vor Erreichen der aktuellen Ziele beenden - obwohl sie weitere Zinsschritte angekündigt hatten. Eine weitere Erhöhung der kurzfristigen Zinsen um 1% würde zweifellos zur Inversion der Kurve führen, wenn die langfristigen Zinsen nicht im gleichen Maße steigen - was bislang nicht geschehen ist.

An diesem Punkt werden Sie sich wünschen, dass sie Ray Dalios Buch gelesen hätten. [Nächste Woche](#) gehen wir noch etwas ausführlicher auf den Schuldenzyklus ein und erklären, warum es vor dem Großen Neustart noch zu einer weiteren Kreditkrise kommen kann.

© John Mauldin
www.mauldineconomics.com

Dieser Artikel wurde am 16. 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/397169-Das-Ende-des-Schuldenzyklus-naht.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](#).