

*Rahim Taghizadegan
Ronald Stöferle
Mark Valek*

ÖSTERREICHISCHE
SCHULE FÜR
ANLEGER

*Austrian Investing zwischen
Inflation und Deflation*

FBV

Die Österreichische Schule der Ökonomie ist so aktuell wie noch nie. Das vorliegende Werk sieht und beschreibt die Blasenökonomie unserer Tage, analysiert die heutige ihr zugrunde liegende Geldpolitik der Notenbanken und weist auf mögliche Anlagephilosophien hin.

Es geht hier auch um geschichtliche Rückbesinnung. Die Zukunft ist offen, eindeutige Prognosen können nicht geliefert werden. Die Sichtweise der österreichischen Schule hilft uns aber, langfristige Muster zu erkennen und Optionen aufzuzeigen, die heute oft nicht unmittelbar ersichtlich sind.

Ich wünsche allen Lesern, vor allem denen, die sich mit der Aufgabe nachhaltiger, wertorientierter Anlagen auseinandersetzen haben, eine spannende Entdeckungsreise. Den Autoren und ihrem Werk wünsche ich den verdienten Erfolg und den weitesten Leserkreis eines Bestsellers.

S.D. Prinz Philipp von und zu Liechtenstein,
Chairman LGT Group

EINLEITUNG

Kaum jemals war die Verwirrung und Unsicherheit über Investitionen so groß wie heute. Einerseits leben wir in einer Zeit, in der Vermögen in unglaubliche Höhen wachsen können. Andererseits geht das Gerücht einer Krise um – als düstere Ahnung, dass Kurse jederzeit einbrechen und von heute auf morgen die Ersparnisse eines ganzen Lebens dezimiert werden können. Obwohl offizielle Zahlen nur geringe Teuerung anzeigen, teilweise sogar das Gegenteil, vermeinen viele Menschen eine laufende Entwertung ihrer Währung zu spüren. Die meisten ahnen, dass sie sich mehr Gedanken um den Werterhalt ihrer Ersparnisse machen sollten, werden jedoch mit widersprüchlichen Antworten konfrontiert. Das Vertrauen in die »Experten« ist im Sinken begriffen, ob Ökonomen, Bankiers oder Politiker. Wenn jemand Anlageempfehlungen gibt, dann um etwas daran zu verdienen – so wie überhaupt alle am kleinen Anleger zu verdienen scheinen.

Für den Anleger ist es schwer, etwas richtig zu machen, aber unglaublich leicht, etwas falsch zu machen. Die aktuelle Wirtschaftslage erscheint wie ein Spiel mit gezinkten Karten, bei dem die Gewinnchancen systematisch zu ungunsten der vielen kleinen Mitspieler liegen. Der Eindruck einer großen Abzocke drängt sich auf. Doch wütendes Politisieren bringt den Anleger auch nicht voran.

Dieses Buch enthält keine neue Investment-Mode, ist kein Werbeprospekt für ein Anlageprodukt und kein ideologisches Programm, sondern will zu Unrecht vergessenes Wissen für aktuelle Fragen, die jeden typischen Anleger bewegen, nutzbar machen. Es beruht auf dem Forschungsprogramm einer ökonomischen Schule, die erst in den letzten Jahren in der breiteren Öffentlichkeit langsam wiederentdeckt wurde – denn sie hatte sich erneut als prophetisch erwiesen. Diese Tradition wird in der Ideengeschichte »Österreichische«

oder »Wiener Schule« der Ökonomik genannt. Eine Auseinandersetzung mit den alten Österreichern wirkt wie eine Impfung gegen allerlei Illusionen. Sie macht verständlich, warum die herkömmliche Perspektive auf Wirtschaft, Sparen und Anlage an Fahrlässigkeit grenzt. Die Österreichische Schule bietet durchaus eine Therapie – aber nicht als fertiges Wundermittel, sondern als nachhaltiges Programm der Enttäuschung und der Aktivierung des eigenen Verstandes.

Warum aber sollte sich ein Anleger heute mit einer alten, womöglich veralteten Wirtschaftstheorie auseinandersetzen? Ist das nicht Zeitverschwendung oder gar Irreführung? Findet sich hier eine versteckte Kristallkugel oder ein Geheimrezept für höhere Renditen? Sowohl für Ersteres als auch für Letzteres gibt es in der Tat Hinweise. Diese Hinweise sind verblüffend und paradox. Die Wiener Schule schließt nämlich so kategorisch wie sonst keine Tradition theoretische Prognosen aufgrund von Daten über die Vergangenheit aus. Die Modelle der modernen Ökonomik gelten den meisten Vertretern der Wiener Schule als Quacksalberei, sofern sie nicht bloß zur Illustration und als Denkhilfe dienen, sondern um sich eine Expertise über zukünftige Entwicklungen anzumaßen. Zudem sind die wenigsten Theoretiker gute Investoren, das gilt auch, und zwar manchmal sogar in verstärktem Maße (wenngleich aus gutem Grund), für Vertreter der Wiener Schule. Dennoch, und das ist vielleicht das Überraschende, finden sich unter den österreichischen Ökonomen die größten Propheten ihrer Zeit, deren Voraussicht oft gestenistisch war.

Auch in der Praxis hat die österreichische Theorie einige Spuren hinterlassen. Die Namen der beiden berühmtesten Investoren zeugen von dieser Wirkung: Warren Buffetts Vater war stark durch die Österreichische Schule beeinflusst und hat wichtige Einsichten an seinen Sohn weitergegeben. George Soros' langjähriger Partner und wichtigster Analyst Jim Rogers ist ein Vertreter der Österreichischen Schule. Benjamin Graham, Buffetts Lehrer und Mentor, wiederum entwickelte einen Ansatz, der erstaunliche Parallelen zur Österreichischen Schule zeigt, obwohl Graham diese nicht kannte. Schließlich entstand die Wiener Schule dadurch, dass ihr Begründer Carl Menger als damaliger Wirtschaftsjournalist das Geschehen auf der Börse genau beobachtete und dabei feststellte, dass die klassische Ökonomik die Realität

nicht erklären konnte. Höhere Renditen kann es – zumindest langfristig – nie ohne höheres Risiko geben. Der einzig langfristige Weg zu höheren Renditen besteht in nachhaltigem Kapitalaufbau durch Unternehmertum. Insbesondere hier, in der Kapital- und Unternehmertheorie, liegen die großen Stärken des Wiener Ansatzes. Doch kann dieser Ansatz nicht nutzbar gemacht werden, ohne zuerst den beschwerlichen Weg der Enttäuschung zu gehen. Die Wiener Schule ist nämlich völlig unbrauchbar für »Systemtrottler« – so nennen wir jene, die der Mehrheitsmeinung und den Sachwängen der Gegenwart hinterhertrotten. Das ist auch der Grund, warum sie heute so wenig bekannt ist. Ihre Einsichten sind in jeder Hinsicht unbequem.

Die Praxis des »Austrian Investing« erfordert zunächst Theorie: *theoría* nannten die alten Griechen die höchste Form der Praxis, nämlich die kritische Reflexion. Es ist kein Zufall, dass »Krise« und »Kritik« dieselbe Wortwurzel haben. Darum wirken sich Zeiten der Krise in aller Regel auch positiv auf das Reflexionsvermögen aus. Die Wiener Schule ist inmitten der schwersten Krisen des letzten und vorletzten Jahrhunderts entstanden und gereift. Die österreichischen Ökonomen waren die weltweit führenden Krisenexperten: Sie beobachteten aus nächster Nähe Börsenblasen, Rezession und schwerste Depression, Hyperinflation, wirtschaftlichen und politischen Niedergang, dramatische geopolitische Verschiebungen und die Weltkriege. Zeiten eines gestörten Geldwesens waren in der Vergangenheit, so beobachtete Friedrich A. von Hayek, immer Zeiten großer Fortschritte in der Geldtheorie.¹ Insbesondere in Krisenzeiten zeigt sich auch der bleibende Wert der Wiener Schule. In einem Boom ist es keine Kunst, Geld zu vermehren – es vermehrt sich geradezu von selbst. Die guten Investoren scheiden sich von den schlechten in Krisenzeiten. Das zuletzt bekannteste Beispiel eines in der Krise erfolgreichen Investors ist wohl Nassim Taleb, der deutlich von der Österreichischen Schule beeinflusst ist. Sein langjähriger Partner und noch wesentlich erfolgreicherer Investor, Mark Spitznagel, schrieb gar ein Buch zum »Austrian Investing«,² das – obwohl von einem Praktiker verfasst – deutlich theoretischer und philosophischer ist als dieses Buch. Daran zeigt sich sehr schön das Paradoxe des österreichischen Ansatzes.

Die nötige Reflexion erfordert eine radikale Abkehr von der herkömmlichen Anlegerperspektive. Wer in der Hoffnung zu diesem Buch gegriffen hat, einem

neuen Trend folgen zu können, eine neue Investment-Mode aufzuschnappen und mit ein paar Tricks und Tipps schnell mehr Geld zu machen, wird enttäuscht werden. Wenngleich der typische Spekulant durch die Lektüre nicht ganz leer ausgehen wird. Aber dieses Buch wird mit voller Absicht heftig an dominanten Täuschungen rütteln, und das könnte ebenso heftige Schmerzen verursachen. Entstanden ist es am Institut für Wertewirtschaft in Wien (wertwirtschaft.org), wo die Autoren aufeinandertrafen. Rahim Taghizadegan ist einer der letzten Vertreter der Wiener Schule der Ökonomik in Wien und ein interdisziplinärer Theoretiker; Ronald P. Stöferle und Mark J. Valek sind zwei Praktiker, die zuletzt einen Fonds in Liechtenstein gegründet haben, dessen Ausrichtung auf den Einsichten der Wiener Schule beruht. Aus dieser Kombination von Theorie und Praxis ergaben sich am Institut viele fruchtbare Debatten, gemeinsame Lehrveranstaltungen und schließlich dieses Buch. Mitgeholfen haben dabei einige der wissenschaftlichen Mitarbeiter am Institut, vor allem Raphael Schaad, Johannes Leitner und Andreas M. Kramer. Beim Thema Value Investing half uns Michael Schmidt, bei der Behandlung der Anlageklasse Katastrophenanleihen unterstützte uns Harald Steinbichler. Ihnen allen herzlichen Dank.

Dieses Buch ist der erste deutschsprachige und der – auch international – bislang umfassendste Versuch, die Welt der heutigen Vermögensanlage kritisch aus der Perspektive der Österreichischen oder Wiener Schule der Ökonomik zu betrachten und daraus Schlüsse für Anleger abzuleiten. Dazu springen wir mehrmals bewusst zwischen Theorie und aktueller Praxis – wodurch dem Leser im Laufe des Buches die Schwierigkeit der Verbindung dieser Welten deutlich werden wird: der Verbindung zwischen der Muße zu kritischer Reflexion und den drängenden Erfordernissen des Investierens auf verzerrten Märkten unter volatilen Rahmenbedingungen.

Rahim Taghizadegan
Ronald Stöferle
Mark Valek

1. DIE ÖSTERREICHISCHE SCHULE

Seit vor einigen Jahren plötzlich Krisenmeldungen begannen, die Wirtschaftsnachrichten zu dominieren, hat der Ruf der Wirtschaftswissenschaften großen Schaden erlitten. Schließlich kamen die Dynamiken, die seitdem das Geschehen beherrschen, für die meisten Ökonomen und Wirtschaftsjournalisten völlig überraschend. Willem Buiter, Professor an der London School of Economics und ehemaliger Chefvolkswirt der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, gelangte nach der Krise zu dem Schluss, dass sich die Forschungsansätze der Mainstream-Ökonomen »bestenfalls als selbstbezügliche, nach innen gerichtete Ablenkungen« erwiesen hätten:

Die Forschung tendierte dazu, eher von der internen Logik, dem intellektuellen versunkenen Kapital und den ästhetischen Rätseeln etablierter Forschungsprogramme motiviert zu sein als von einem starken Drang, zu verstehen, wie die Wirtschaft funktioniert – geschweige denn, wie die Wirtschaft in Zeiten von Stress und finanzieller Instabilität funktioniert. Daher wurde der Berufsstand der Ökonomen von der Krise völlig unvorbereitet getroffen.³

Der erfolgte Ansehensverlust ist notwendig und ging leider nicht weit genug: Denn die Mehrzahl der Ökonomen führt dank der verbliebenen Autorität ihrer vermeintlichen Wissenschaft weiterhin in die Irre. Zwar ahnen die meisten Menschen, dass die Prognosen und Modelle der Ökonomen weitgehend unrealistische Pseudowissenschaft sind, doch die richtigen Schlüsse ziehen sie daraus noch nicht.

Als Ökonom muss man den Ansehensverlust andererseits bedauern, denn eine kleine Gruppe von Ökonomen lag durchaus richtig, und realistische Ökonomie wäre gerade heute dringend nötig. Eine der wenigen ökonomi-

schen Schulen, deren Vertreter nicht als blinde Hühner überführt wurden, versucht eine solche – in den Worten ihres Begründers – kausal-realistische Ökonomie: die sogenannte Österreichische oder Wiener Schule. Benannt ist sie nicht nach der heutigen Republik, sondern nach dem Umstand, dass einst im alten Wien die führenden Wissenschaftler Europas Weltruhm mit ihren Leistungen errangen. Die Ökonomie war eine der jungen Disziplinen, die damals wesentliche Weiterentwicklung erfuhren. Leider ist der akademische Mainstream heute teilweise weit hinter die Erkenntnisse der damaligen Zeit zurückgefallen.

Was macht die Wiener Schule so besonders? Sie entstand in einem Kontext, der uns einerseits heute ganz fern und andererseits auch wieder ganz nah ist. Das alte Wien war die deutlichste Bruchstelle zwischen der alten Ordnung und der Moderne. Deshalb war der Blick auf die Moderne besonders scharf und kritisch. Es ist kein Zufall, dass in nahezu allen Bereichen die moderne Wissenschaft im alten Wien stark geprägt wurde. Für einen kurzen historischen Moment war Wien das globale Zentrum der Wissenschaft und Kultur. In diesem Moment entstand auch die Wiener Schule der Ökonomik und trat neben unzählige andere Wiener Schulen, davon allein drei Schulen der Psychologie, eine Schule der Logik und Erkenntnistheorie (Wiener Kreis), der Musik, der Ethik, der Ethologie, der Medizin und der Quantenphysik, um nur einige Bereiche zu nennen.

Die Moderne war das Zeitalter der Ideologien. Insbesondere die Sozial- und Wirtschaftswissenschaften blieben davon nicht unberührt. Darum bemühten sich die Vertreter der Wiener Schule der Ökonomik darum, wirtschaftliche Phänomene wertneutral zu studieren. Natürlich gelang es ihnen nicht immer, ihre eigenen Werte beiseitezulassen; das wäre auch nicht zielführend gewesen. Die wichtigsten Vertreter der Wiener Schule, wenngleich gewiss nicht alle, empfanden »liberal«. Das bedeutete zu der Zeit, dass sie für individuelle Freiheit eintraten und die Entwicklung hin zum Totalitarismus mit großer Sorge betrachteten. Der klassische Liberalismus war damals gerade im Aussterben begriffen – zu Recht kann man Ludwig von Mises den letzten großen Vertreter des klassischen Liberalismus in Europa nennen.

Die liberale Grundhaltung bewahrte vor einer Vereinnahmung durch die zwei großen totalitären Strömungen der Zeit: den Nationalsozialismus und den internationalen Sozialismus. Sie führte aber auch zur Ausgrenzung und schließlich Vertreibung der meisten Vertreter der Wiener Schule. Dies war zwar für die Wissenschaftler verheerend, für die Wissenschaft aber heilsam: Die österreichische Ökonomik blieb damit eine machtferne und machtkritische Strömung. Ökonomik ist die Königswissenschaft moderner Staatsführung. Daher ist sie aber auch die korrumpierteste Disziplin von allen. Bezahlte Stellen für Ökonomen gibt es überall dort, wo man sich um Kontrolle und Steuerung bemüht. Die meisten Stellen, die es je für Ökonomen gab, bot einst die Sowjetunion. Heute sind es die Zentralbanken, allen voran das US-Federal Reserve System (Fed), die Ökonomen nähren: Allein für das Fed-Direktorium sind derzeit zwischen 200 und 300 promovierte Volkswirte tätig, zuzüglich zahlreicher Assistentenstellen. Jedes Jahr werden vom Direktorium zudem viele hundert Millionen Dollar an Subventionen für Volkswirte vergeben, sodass schätzungsweise weitere 500 Ökonomen extern Vollzeit für die Agenten des Fed arbeiten. Ein Artikel kommt zum Schluss:

Die meisten Redakteure prominenter wissenschaftlicher Journale stehen in aller Regel auf der Gehaltsliste des Fed und erfüllen eine Schrankenwärtersfunktion hinsichtlich dessen, was veröffentlicht wird und was nicht. Kurz: Der Berufsstand der Ökonomen wurde völlig eingekauft.⁴

Die Wiener Schule der Ökonomik ist weitgehend frei von der Art von Prostitution für Einfluss und Einkommen, wie sie für moderne Ökonomen typisch ist. Hätte die Tradition bis heute, ohne Unterbrechung, in Wien überlebt, so wäre sie wohl aufgrund der Anreize vollständig im Mainstream aufgegangen. Heute wird der modernen Austrian School manchmal vorgehalten, dogmatisch und ideologisch zu sein. Dieser Vorwurf ist bis zu einem gewissen Grad nicht unberechtigt, doch nur zum Teil bedauerlich. Zwar erschweren die ideologische Rezeption in den USA und das Übergewicht alter Schriften und verstorbener Denker das Keimen einer erneut lebendigen und relevanten Wissenschaft aus der bewahrten Saat. Doch die Bewahrung wäre sonst nicht gelungen: Dogmen können vor Irrtümern schützen und Ideologien vor falscher Vereinnahmung. In einer Welt übertriebener Kurzfristigkeit, die skla-

visch dem Tagesgeschehen folgt, ist die Auseinandersetzung mit der Wiener Schule wie eine Zeitreise: Sie bringt eine Perspektive in unsere Welt, die uns fremd geworden ist, aber fantastische Möglichkeiten der Erkenntnis anbietet. Niemals lässt sich die Gegenwart aus ihr selbst begreifen. Die Wiener Schule bringt den nötigen Kontext, um unsere Zeit besser zu verstehen, ist dabei aber gar nicht altmodisch: Ein großer Teil der Einsichten ist zeitlos, ein weiterer Teil war vor hundert Jahren so revolutionär, dass er heute noch frisch wirkt, und der Rest reift und wächst an neuen Erkenntnissen. Kaum eine Tradition eignet sich heute besser, um sich von zeitgeistigen Illusionen zu verabschieden.

Für Anleger ist die Österreichische Schule nicht zuletzt deshalb besonders wertvoll, allerdings erschließt sich der Wert nicht direkt. Jene Schule, die mit der Lösung des sogenannten Wertparadoxons antrat, fordert Anleger zunächst mit einem Paradoxon heraus: Normalerweise erzielen Anleger, die versuchen, die Einsichten der Wiener Schule anzuwenden, niedrigere Renditen. Das liegt einerseits an einer gewissen Selbstbeschränkung, bei der kurzfristige, eher materielle Aspekte mit langfristigen, eher ethischen Aspekten abgewogen werden. Andererseits liegt es an der »Normalität«, die alles andere als normal ist. Vertreter der Wiener Schule sehen dem Wahnsinn nüchtern ins Auge. Diese Perspektive ist typisch wienerisch, und im Wien der im Krieg untergehenden alten Welt sprach man von der »fröhlichen Apokalypse«. Eine Anekdote über ein gemeinsames preußisch-österreichisches Gefecht im Ersten Weltkrieg illustriert diesen Zugang: Der preußische Offizier berichtet: »Die Lage ist ernst, aber nicht hoffnungslos.« Der österreichische Kommandant erwidert darauf: »Die Lage ist hoffnungslos, aber nicht ernst.« Diese paradoxe Grundhaltung floss in die Wiener Schule ein und hob sie deutlich von anderen ökonomischen Traditionen ab. Denn nicht nur die Kriege formten die Welt um, auch eine ökonomische Transformation, die in der Geschichte einmalig ist, erfasste die Welt in den letzten Jahrhunderten. Diese Umwandlung geht weit über die industrielle Revolution hinaus, es handelt sich um eine monetäre Revolution, die zunächst die massive und rapide Industrialisierung antrieb, später aber deindustrialisierend wirkte. Jeder Anleger, der die Gegenwart und mögliche Zukunft verstehen möchte, muss sich mit dieser monetären Revolution auseinandersetzen.

Die Transformation der Welt, insbesondere der westlichen Gesellschaften und Wirtschaften, polarisierte von Anfang an. Nur wenige nüchterne Beobachter blieben übrig. Die meisten wurden entweder angezogen oder abgestoßen. Und auch diejenigen, die zuerst abgestoßen waren, wurden schließlich mitgerissen – in den Fluten der Zeit glaubten sie, eine Weile rückwärts zu schwimmen, das war aber nur der Sog. Das Schiff der Wiener Schule strandete bald, in kleine Stücke zerbrochen und zerstreut, als versunken geltend und unbeachtet vom Fluss der Zeit. Die mit der Moderne mitschwimmenden und ringenden Ökonomen teilten sich: Die einen sahen diese Sturzflut als raschen Fortschritt, der bloß ein wenig der Steuerung bedarf. Diese Mainstream- oder zu Deutsch Hauptstrom-Ökonomen sehen die Lage allenfalls dann als ernst an, wenn sich ihre Steuerungsversuche periodisch als Illusion erweisen, keinesfalls jedoch als hoffnungslos. Die anderen, die sogenannten »heterodoxen« Ökonomen stellten die gesamte Wirtschaft unter Ideologieverdacht und sprechen dem Wirtschaften jede Hoffnung ab, wenn es sich nicht ihrer Aufsicht und ihren Regeln unterwirft. Dabei nehmen sie sich selbst viel zu ernst, denn vermutlich könnten sie nicht einmal einen Wiener Würstlstand betreiben und sind für ihr eigenes Wirtschaften in aller Regel auf die Geldströme angewiesen, die Teil der monetären Sturzflut der Moderne sind.

Die verbliebenen und »gestrandeten« Vertreter der Wiener Schule hingegen haben Bodenhaftung behalten: Sie sehen die Hoffnungslosigkeit von Steuerungsversuchen, nehmen die Entwicklung der Moderne aber weder als Erfüllung utopischer Träume noch als Verschwörung ideologischer Feinde allzu ernst. Die Geschichte ist noch nicht zu Ende, und wir leben nicht in der besten aller Welten. Die monetäre Revolution nährte viel Unternehmertum und damit auch die Menschen, zumindest der Kalorienmenge nach, recht gut. Viele profitierten, manche waren sich dessen gar bewusst und verschworen sich gelegentlich mit wechselndem Erfolg; viel wichtiger aber ist, dass die Masse den Eindruck hatte, zu gewinnen. Finanziell war und ist das auch gewiss so, doch die finanzielle Perspektive greift in Zeiten der Geldvermehrung viel zu kurz. Auf den morschen Säulen dieser Geldvermehrung wurden beachtliche Türme errichtet, die dem babylonischen in puncto Höhe nicht nachstehen. Wir im Westen genießen den Ausblick von den oberen Etagen, könnten dabei aber leicht den Boden unter den Füßen verlieren.

Die Perspektive der Wiener Schule bietet also einen paradoxen Blick auf die Gegenwart: ohne ideologischen Groll gegenüber der Entwicklung der Wirtschaft und des Menschen, gegenüber dem Schaffen von Vermögen und dem stetigen Wandel, gegenüber dem Bürger und dem Wirtschaftstreibenden, aber ernüchternd und enttäuschend hinsichtlich der Hoffnung der Gegenwart, dass es immer so weiterginge. Die moderne Ökonomik hat nur scheinbar eine neue Alchemie entwickelt, doch ist nicht Gold, was so verlockend glänzt. Zwischen Wirtschaftsfeindlichkeit und Finanzeuphorie, den dominanten Strömungen der Zeit, ist der nüchterne Zugang der österreichischen Ökonomen zeitlos wichtig und wertvoll. Es ist eine Ökonomik des rechten Maßes, abseits der Extreme.

Woraus also besteht die Wiener Schule? Zunächst fasst sie einige methodische Zugänge zur Wirtschaft zusammen. Es sind im Wesentlichen vier Ansätze – zentral auch für das »Austrian Investing« –, die das Forschungsprogramm der Wiener Schule der Ökonomik ausmachen. Sie gehen zurück auf Carl Menger, den Begründer der Schule. Menger wurde 1840 im galizischen Neu-Sandez (heute Nowy Sącz in Polen) geboren. In Wien gründete er nach journalistischer und literarischer Tätigkeit das *Wiener Tagblatt* und arbeitete schließlich für die *Wiener Zeitung*, jenes staatliche Organ, das bis heute überlebt hat. 1871 wurden seine *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre* erstmals veröffentlicht und stellen das Gründungsdokument der Wiener Schule dar – eine Revolution der Ökonomik. Diese Revolution beruhte auf der Verbindung von vier methodologischen Säulen.

1. Subjektivismus

Vor allem mit einer wichtigen Einsicht hob sich die Wiener Schule von den damals dominanten ökonomischen Traditionen ab; dieser Einsicht verdankt sie daher ihr Entstehen: der subjektivistischen Wertlehre. Gemeint ist damit kein moralischer Wertesubjektivismus, sondern die Anerkennung von Menschen als Subjekten mit Lernfähigkeit und Entscheidungsfreiheit. Ökonomische Werte und Preise sind weder durch die Vergangenheit eindeutig bestimmt noch durch unveränderliche physische Aspekte, sondern

entwickeln sich aus subjektiven Erwartungen über eine ungewisse Zukunft. Deshalb ist der Blick auf die allgegenwärtigen »Charts« von Kursentwicklungen so irreführend. Es handelt sich dabei bloß um die grafische Darstellung vergangener Entscheidungen, die uns wenig über künftige Entscheidungen verrät. Allenfalls die Gegenwart lässt sich so etwas besser verstehen, darum bilden wir zur Illustration auch in diesem Buch zahlreiche Grafiken ab.

Die Ökonomik unterscheidet sich eben dadurch wesentlich von den Naturwissenschaften, dass hier das Objekt der Untersuchung zugleich handelndes Subjekt ist. Ökonomik befasst sich zwar mit materiellen Auswirkungen, findet ihre Basis aber im Geistigen. Das macht dieses Fachgebiet so spannend und schwierig zugleich. Das Subjekt, der handelnde Mensch, steht im Zentrum der Wiener Schule, betrachtet werden überwiegend seine Taten. Durch den subjektivistischen Zugang vermeidet die Wiener Schule den Kardinalfehler schlechter Ökonomik: die falsche »Verobjektivierung« und Gleichmacherei menschlicher Handlungen, die keinen Respekt vor menschlicher Vielfalt zeigt und zu einem Kontrollwahn ausarten kann.

Dieser Subjektivismus bewahrt vor dem Anlegerfehler Nummer eins: vergangene Entwicklungen in die Zukunft fortzudenken. Dieser Verlockung erliegen wir leicht aufgrund der ernüchternden Ungewissheit der Zukunft. Doch heutiger Wert ist nicht die Folge gestriger Kosten, sondern die Folge heutiger Erwartungen hinsichtlich morgiger Bedürfnisse und Möglichkeiten. Der Anlegerfehler Nummer zwei ist hiermit eng verwandt: nämlich Preis und Wert zu verwechseln. Wert im ökonomischen Sinne ist die Grundlage menschlicher Entscheidungen: nämlich die subjektiven Erwartungen über die Eignung möglicher Mittel für unsere jeweiligen Ziele. Preise hingegen sind konkrete, abgeschlossene und damit vergangene Tauschverhältnisse, in denen sich unsere Entscheidungen im Wechselspiel mit fremden Entscheidungen ausdrücken. Preise beeinflussen unsere künftigen Werterwartungen, liegen aber stets oberhalb oder unterhalb von diesen. Preise drücken das aus, was wir im Tausch geben müssen, nicht das, was wir erhalten. Die Differenz zwischen Wert und Preis ist unser subjektiver Gewinn. Ohne Erwartung dieses Gewinns würden wir mit Fremden nicht tauschen.

Heute sind wir allzu sehr auf Preise fixiert. Auch das ist eine Folge der monetären Revolution, die wir noch näher betrachten werden. Es liegt aber auch daran, dass die meisten Menschen »Preisnehmer« sind, nicht Preisgestalter, da sie meist kleine Rädchen in großen Strukturen sind. Für den typischen Konsumenten erscheinen Preise als harte Fakten der Wirtschaft, nach denen er sich zu richten hat. Tatsächlich sind Preise Dokumente vergangener Tauschhandlungen und Angebote für künftige Tauschhandlungen. Der typische Konsument ist heute völlig von diesen Angeboten abhängig, er verfügt über keine andere Lebensgrundlage als sein zugewiesenes Gehalt (dessen Höhe das aktuelle Kooperationsangebot darstellt). Die Perspektive der Wiener Schule regt dazu an, sich vom Preisdiktat zu emanzipieren und wertorientiert zu wirtschaften: Werte sind subjektiv, das heißt, sie entstammen der individuellen Reflexion über unsere Ziele und dem Erkennen tauglicher Mittel. Der Preis dient dazu, unsere Werte in Relation zu den Bedürfnissen anderer Menschen zu stellen und abzuwägen, ob unsere Ziele die damit verbundenen Kosten wirklich wert sind. Wenn nicht, müssen wir unsere Ziele ändern oder andere Mittel suchen.

Für den Anleger bedeutet die Wertorientierung eine Lösung von der typischen Preisfixierung, täglich die Kurse im Auge zu behalten. Wertorientierte Anleger *setzen* Preise und werden nicht von diesen mitgerissen. Der Tageskurs ist ein Angebot zum Verkauf und Rückkauf eines Anlageguts. Die Differenz zwischen diesen zwei Preisen, dem Briefkurs und dem Geldkurs, Spread genannt, ist ein Hinweis auf die Liquidität eines Marktes und daher noch relevanter als die Preishöhe selbst. Der aktuelle Kurs ist nur insofern von Bedeutung, als er eine stete Einladung zur Wertreflexion bietet. Der Wert eines Anlagegutes entspricht in aller Regel dem erwarteten Ertrag, denn das ist der Grund, überhaupt etwas anzulegen: Einkommen in Vermögen umzuwandeln, um später Vermögen in Einkommen umzuwandeln.

Die Österreichische Schule führt daher, was Kapitalanlagen betrifft, zu den Grundsätzen des sogenannten Value Investing. Der Begriff wurde zwar erst später in den USA geprägt, aber »werteorientiertes Investieren« ist ein wesentlicher Teilbereich der »österreichischen« Perspektive. Allerdings eben nur ein Teilbereich, der im Gegensatz zu modernem Value Investing ergänzt ist um

eine weitergehende und nüchternere Betrachtung der Märkte und insbesondere ihrer Verzerrungen.

2. Marginalismus

Das Phänomen der unterschiedlichen Bewertung von Gütern konnte die Wiener Schule klären, indem sie die subjektivistische Perspektive um eine weitere wichtige Einsicht ergänzte: den Marginalismus. Dieser Begriff bezeichnet die Erkenntnis, dass wirtschaftliche Veränderungen »an der Kippe« passieren: dort, wo tatsächliche Handlungen anhand konkreter Entscheidungen hinsichtlich relevanter Gütereinheiten erfolgen. Diese Sichtweise führt zu einer dynamischeren Betrachtung der Wirtschaft. In der neoklassischen Ökonomik wurde dieser Ansatz mathematisiert, dadurch ging aber der Blick auf die Essenz des Marginalismus verloren: das »Grenzhandeln« – jene spannenden Bereiche menschlicher Handlungen, wo Veränderungen stattfinden. Hier wirken Anreize, und diese erklären eine ganze Menge, erlauben sogar bescheidene Vorhersagen.

So wie der Marginalismus floss auch die Betrachtung von Anreizen in die Neoklassik ein, doch wird dabei der handelnde Mensch allzu sehr darauf reduziert, ein durch materielle Faktoren Getriebener zu sein. Die Wiener Schule benötigt diese Reduktion nicht: Anreize wirken, weil Menschen unterschiedlich sind und stets einige an der Kippe stehen, ihr konkretes Verhalten zu ändern.

Nicht der pauschale Nutzen eines Gutes ist für dessen Wert relevant, sondern der Grenznutzen einer konkreten Einheit, die wir aufgeben oder hinzunehmen können. Neben Menger beschrieb diesen Zusammenhang bereits Hermann Heinrich Gossen (Gossensches Gesetz): »Die Größe eines und desselben Genusses nimmt, wenn wir mit Bereitung des Genusses ununterbrochen fortfahren, fortwährend ab, bis zuletzt Sättigung eintritt« (erstes Gossensches Gesetz). Somit führt der zunehmende Konsum eines Gutes zu sukzessive sinkendem Grenznutzen. Eine Analogie zur Landwirtschaft: Es ist mithilfe von Dünger möglich, die Produktivität des Bodens zu erhöhen. Übertreibt man

jedoch, tritt eine Überdüngung auf und jede zusätzliche Einheit Dünger ist zwecklos, der Boden ist zerstört.

Der Grenznutzen sinkt also in Abhängigkeit davon, wie viel wir schon von einem Gut haben. Die erste Folgerung für den Anleger ist das Denken in Portfolios: Entscheidungen müssen nicht nach dem Schema »Alles oder nichts« verlaufen, sondern sollten eher aktuelle Optimierungsversuche hinsichtlich der eigenen Ziele und der vorhandenen Mittel sein. Anlage ist ein schrittweiser Prozess, keine einmalige Entscheidung. Pauschalentscheidungen sind oft verhängnisvoll. Der marginalistische Zugang sucht kleine, gewisse Verbesserungen. Vermögenspositionen werden in kleinen Schritten verändert, aber stetig. Marginalismus hat nichts mit *margin*-Spekulation zu tun, die Kredithebel verwendet. Die Wiener Schule ist eher ein stetiger *margin call*, eine kritische Prüfung der Deckung.

Aus der subjektivistischen Perspektive könnte man auch von einer Art »Deckung« sprechen, wenn der Grenznutzen von Anlagegütern noch über ihrem Preis liegt. »Ungedeckt« sind dann Anlagegüter, deren Preis über ihrem Wert liegt. In Zeiten der Preisaufblähung verschmäht der »österreichische« Anleger daher die meisten üblichen Anlagegüter – und büßt damit Spekulationsgewinne ein, sichert sich aber gegenüber Spekulationsverlusten ab. In Hausse-Phasen sind »österreichische« Anleger oft verlachte Idioten, in der Rezession meist gescholtene Krisengewinnler. Der Marginalismus dämpft aber die starken Ausschläge, sodass die »Österreicher« eher ignoriert werden. Das ist besser so; der gute Anleger sollte nicht allzu viel von sich reden machen.

Das Grenznutzen-Gesetz lässt sich aber auch auf zahlreiche Bereiche des Finanzwesens anwenden, u.a. auch auf Schulden. Abbildung 1.1 zeigt den Anstieg des US-Bruttoinlandsprodukt pro Dollar zusätzlicher Schulden und illustriert eindrucksvoll, dass wir uns im »keynesianisches Finale« befinden – das bedeutet, dass die Politik keynesianischer »Stimuli« für die Wirtschaft nicht mehr greifen kann. Zwischen 1947 und 1952 führte 1 Dollar an neuen Schulden noch zu einer BIP-Steigerung von 4,61 US-Dollar. Mittlerweile sind es nur noch 8 Cent. Man erkennt hier klar die abnehmenden Grenzerträge pro

zusätzlicher Schuldeneinheit auf das BIP. Dies zeigt deutlich, dass die massiven monetären und fiskalischen Stimuli der letzten Jahre nur noch minimale Effekte zeigen.

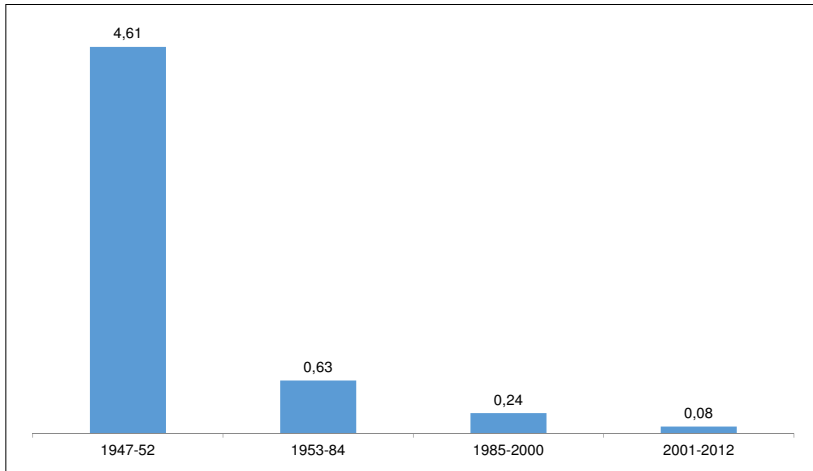


Abbildung 1.1: Verhältnis des BIP zu den Staatsschulden
(Quelle: Ned Davis Research, Gary Shilling)

Zahlreiche Studien bestätigen den abnehmenden Grenznutzen zusätzlicher Schuldeneinheiten. Gemäß Paul Vreymans liegt die Korrelation zwischen BIP-Wachstum und Ausweitung der Geldmenge bei derzeit 0,1102.⁵ Dies ist statistisch de facto nicht signifikant. Vreymans konstatiert, dass sich die Wirkung auf das erste Quartal nach dem Stimulus beschränkt. Der kurzfristige Effekt baut sich jedoch rasch ab und wirkt sich in den nachfolgenden Monaten sogar kontraproduktiv aus.

Die marginalistische Perspektive führt auch zu einem besseren Verständnis von Kosten: Im ökonomischen Sinne sind damit nicht bloß nötige Aufwendungen gemeint, sondern die unvermeidliche Gegenseite von Entscheidungen. Jede Entscheidung bedeutet Verzicht auf Alternativen. Unser Handeln zieht also eine ganze Spur an verzichteten Optionen hinter sich und wird von diesen eingegrenzt. Perfekte Entscheidungen gibt es nie, denn die Zukunft ist

ungewiss. Blind tappen wir alle, auch und gerade die »Experten«, durch diese Zukunft, darum sollten wir eben schrittweise vorangehen und dem Fehler freudig entgegensehen, wenn er sich schon nicht vermeiden lässt. Jeder Anlegeweg wird übersät sein von Fehlern, von verpassten Gelegenheiten, zu teuren Käufen und zu billigen Verkäufen, unterschätzten Risiken und überschätzten Erträgen. Die besseren Anlagestrategien sind sich der Unvermeidbarkeit dieser Fehler bewusst und trachten danach, ihre Wirkung zu minimieren die schlechteren Anlagestrategien erliegen der Selbstüberschätzung und werden vom Fehler eiskalt erwischt.

Die Sehnsucht, der Ungewissheit auszuweichen, führt zu den schlimmsten Anlegerfehlern. Einerseits klammern wir uns an die Vergangenheit: Ökonomen sprechen hierbei von der Unfähigkeit, uns von »versunkenen Kosten« lösen. Anleger halten an Vermögenswerten fest, deren Wert rapide fällt, um sich ihre Fehler nicht einzugestehen. Der »österreichische« Anleger hingegen rechnet mit dem Fehler und bewahrt ruhig Blut. Der Psychologe Erich Fromm bringt die Schwierigkeit gut auf den Punkt:

*Sich nicht vorwärts zu bewegen, zu bleiben, wo man ist, zu regredieren, kurz, sich auf das zu verlassen, was man hat, ist eine sehr große Versuchung, denn was man hat, kennt man; man fühlt sich darin sicher, man kann sich daran festhalten. Wir haben Angst vor dem Schritt ins Ungewisse, ins Unsichere, und vermeiden ihn deshalb; denn obgleich der Schritt nicht gefährlich erscheinen mag, nachdem man ihn getan hat, so scheint doch vorher, was sich daraus ergibt, riskant und daher angsterregend zu sein. Nur das Alte, Erprobte ist sicher, oder wenigstens scheint es das zu sein. Jeder neue Schritt birgt die Gefahr des Scheiterns, und das ist einer der Gründe, weshalb der Mensch die Freiheit fürchtet.*⁶

Aufgrund der Ungewissheit und weil der Aufbau von Vermögenswerten in aller Regel schrittweise geschieht, ist das Horten von Werten unausweichlich. Je höher die Ungewissheit, desto höher müssen unsere liquiden Mittel sein. Gewinnbringende Investitionen gelingen nicht in jedem Umfeld und in jeder beliebigen Größe, daher müssen wir Zeiträume und Betragsschwellen überbrücken. Die übrigen ökonomischen Strömungen verachten das Horten als