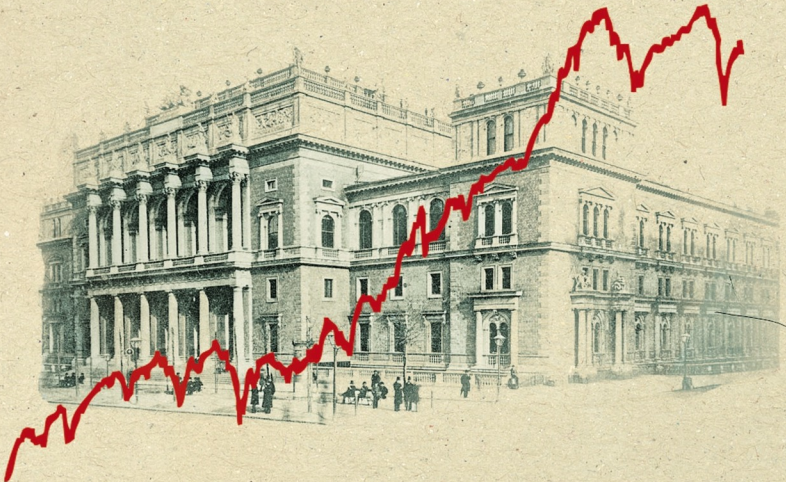


Rahim Taghizadegan  
Ronald Stöferle  
Mark Valek

# ÖSTERREICHISCHE SCHULE FÜR ANLEGER

*Austrian Investing zwischen  
Inflation und Deflation*



FBV

Vom Autor des Bestsellers  
*Wirtschaft wirklich verstehen*



*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 auseinanderzusetzen 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

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://d-nb.de> abrufbar.

**Für Fragen und Anregungen:**

wertewirtschaft@finanzbuchverlag.de

4. Auflage 2021

© 2014 by FinanzBuch Verlag

ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH,

Türkenstraße 89

80799 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Redaktion: Matthias Michel

Korrektur: Desirée Simeg, Gersthofen

Umschlaggestaltung: Kristin Hoffmann

Umschlagabbildung: Alte Wiener Börse

Satz: Daniel Förster, Belgern

Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

Printed in Germany

ISBN Print 978-3-89879-856-3

ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-594-9

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-595-6

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

[www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter

[www.muenchner-verlagsgruppe.de](http://www.muenchner-verlagsgruppe.de)

# INHALT

<b>Einleitung</b> .....	7
<b>1. Die Österreichische Schule</b> .....	11
1. Subjektivismus .....	16
2. Marginalismus .....	19
3. Individualismus .....	23
4. Realismus .....	28
<b>2. Die Wohlstandsillusion</b> .....	33
<b>3. Prognosen und Prophezeiungen</b> .....	51
<b>4. Das Geldsystem</b> .....	69
Was ist Geld? .....	69
Das Papiergeld-Zeitalter .....	86
Die Geldmenge .....	90
<b>5. Monetäre Tektonik</b> .....	97
Inflation .....	97
Deflation .....	101
Tektonischer Druckaufbau .....	102
<b>6. Konjunkturzyklen</b> .....	115
Unverzerrte Produktionsstruktur .....	115
Umbau der Produktionsstruktur .....	118
Kapitalstruktur .....	122
Verzerrte Produktionsstruktur .....	124
Cantillon-Effekt .....	135
Wolkenkratzer-Index .....	139

<b>7. Szenarien</b> .....	147
Hyperinflation versus Hyperdeflation .....	147
Stagflation .....	155
Finanzielle Repression und Zwangsabgaben .....	159
Sonderziehungsrechte als Weltwährung .....	164
<b>8. Österreichische Anlagephilosophie</b> .....	169
Die Moral des Sparens .....	170
Profite und Zinsen .....	175
Die Schulden-Problematik .....	189
Horten .....	193
Investieren .....	200
Konsumieren .....	207
Stiften .....	212
Spekulieren .....	216
Ein philosophisches Portfolio .....	220
<b>9. Österreichische Anlagepraxis</b> .....	223
Das Permanente Portfolio .....	228
Edelmetalle .....	233
Aktien .....	254
Analyse .....	265
Anleihen .....	278
Wertpapierfonds .....	290
Alternative Investments .....	296
<b>Fazit</b> .....	317
<b>Anmerkungen</b> .....	323
<b>Biografien</b> .....	331
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	333



## 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 gespenstisch 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.<sup>1</sup> 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«,<sup>2</sup> 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 aufzuschneiden 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](http://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 selbstbezügelte, nach innen gerichtete Ablenkungen« erwiesen hätten:

*Die Forschung tendierte dazu, eher von der internen Logik, dem intellektuellen versunkenen Kapital und den ästhetischen Rätselforschungsprogrammen 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.<sup>3</sup>*

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 Ökonomie 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 Ökonomie 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.<sup>4</sup>*

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 Gleichmachung 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 »wertorientiertes 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

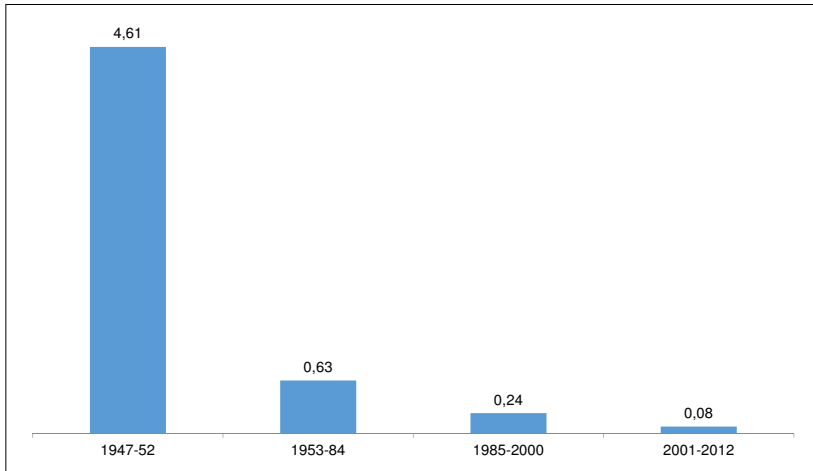
jedoch, tritt eine Überdüngung auf und jede zusätzliche Einheit Dünger ist zwecklos, der Boden ist zerstört.

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.<sup>5</sup> 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.*<sup>6</sup>

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



unproduktiv und schädlich. Einzig die Wiener Schule würdigt es als notwendige Folge der Realität. Liquidität ist ein unvermeidbares Gebot in einer nicht perfekten Welt, in der die Zukunft niemandem bekannt und Vertrauen nicht immer gerechtfertigt ist.

Liquidität ist im Wesentlichen durch die Absatzfähigkeit eines Gutes gegeben. Dieses Konzept begründete Carl Menger, als er erkannte, dass der Grenznutzen verschiedener Güter in unterschiedlichem Ausmaß abnimmt. Eine sehr starke Abnahme des Grenznutzens und daher eine sehr niedrige Absatzfähigkeit weisen Güter auf, die sich nur an ein sehr enges Kundensegment richten. Stark abnehmender Grenznutzen bedeutet, dass uns die zweite, dritte, vierte und folgende Einheiten eines Gutes deutlich weniger wert sind als die erste Einheit. Je weniger der Grenznutzen abnimmt, desto höher ist die Absatzfähigkeit. Wie Antal Fekete zeigte, drückt sich eine hohe Absatzfähigkeit in weniger stark wachsenden Spreads bei zunehmendem Angebot aus.<sup>7</sup> Am absatzfähigsten ist Geld.

Doch »Geld« ist keine feste Größe, nichts, das per Dekret ein für allemal festgelegt werden kann. Friedrich A. von Hayek beschreibt den »österreichischen« Zugang zum Geld gut, wenn er darauf hinweist, dass man das Wort eigentlich als Adjektiv und nicht als Substantiv verstehen müsse.<sup>8</sup> »Geld« ist eine Eigenschaft, die verschiedene Güter in unterschiedlichem Ausmaß haben. In der Geschichte erweisen sich immer wieder Alternativen als »geldiger« als das staatlich dekretierte Zwangsgeld, das freilich durch den Annahmewang und den Steuerzwang eine künstlich erhöhte Absatzfähigkeit aufweist.

### 3. Individualismus

Hand in Hand mit der marginalistischen Perspektive geht der methodologische Individualismus der Wiener Schule. Dabei handelt es sich nicht um einen normativen Individualismus, der das Alleinsein lobt, ganz im Gegenteil wird Wirtschaft als soziales Ereignis betrachtet. »Methodologisch« bedeutet: Jedes wirtschaftliche Phänomen muss sich letztlich aus dem Handeln einzelner, realer Menschen erklären lassen. Sammelgrößen wie »Volk« und »Ras-

se« sind als Letztbegründung unzureichend oder falsch. Wenn unterschiedliche Menschen dieselben Ziele haben oder sich bei denselben Mitteln treffen, ändert es nichts daran, ob zufällig eine Staatsgrenze zwischen ihnen verläuft. Das heißt nicht, dass soziale, ethnische oder zwangsweise geschaffene Zugehörigkeiten keinen Einfluss auf menschliche Wünsche und Ziele haben, doch eben diese Wünsche und Ziele sind die letzten Gründe des Handelns. Soziale Strukturen können ein Eigenleben entwickeln, doch wir können die Dynamiken dieser Strukturen nicht verstehen, ohne die darin agierenden Menschen zu betrachten. Insbesondere die Geschichtsschreibung führte Ökonomen in die Irre: Dort treten Völker und Staaten als Akteure auf, als hätten sie einen eigenen Willen. Das mag poetisch oder metaphorisch statthaft sein, analytisch ist es unzureichend. Daher lassen sich Ökonomen der Wiener Schule auch von großen Begriffen nicht beeindrucken, die meist anstelle tieferer Erkenntnis treten: »der Staat«, »die Nachfrage«, »die Wirtschaft« ...

Der Individualismus der Wiener Schule führt zu großer Skepsis gegenüber Massenphänomenen. So achtbar der einzelne Mensch ist, so miserabel verhält er sich oft in der Masse. Schon in kleinen Gruppen treten Gruppendruck und Gruppendenken auf. In großen, anonymen Massen, die massenmedial verbunden sind, verhält sich der Mensch schließlich vorwiegend wie ein »Systemtrottel« (wir erwähnten ihn bereits): Er trottet systematisch anderen nach. Dies führt zu rapider Selbstverstärkung. Da nach der monetären Revolution der Moderne jeder zum potenziellen Finanzspekulanten wurde, haben Massenphänomene auch auf den Kapitalmärkten Einzug gehalten. Während Spekulation normalerweise ausgleichend wirkt, die Märkte liquide hält und Ausschläge mildert, führt Massenspekulation zur Verstärkung der Volatilität. Normalerweise neigen Märkte hierbei zur Selbstkorrektur, indem die hinterhertrottenden Narren rasch um ihr Geld gebracht werden, das nun kühleren und klareren Köpfen zufließt. Doch die monetären Ströme der Gegenwart nähren künstlich die Massenspekulation während der Hausse.

Natürlich ist jedes Handeln spekulativ – daher würdigt die Wiener Schule auch die Spekulation. Die individualistische Perspektive zeigt aber auf, dass Spekulation nur dann zu Gewinnen führen kann, wenn einzelne Individuen etwas sehen, das andere Individuen übersehen haben. Diese Gewinne sind dann

Belohnungen dafür, die Zukunft besser erahnt zu haben. Wo ein Individuum billig eingekauft und teuer verkauft hat, muss es mindestens ein anderes Individuum geben, das billig verkauft, und ein Individuum, das dann wieder teuer abgekauft hat. Systematische und pauschale Spekulationsgewinne sind nur in einer künstlichen Hausse möglich, welche die Finanzmärkte zu Pyramidenspielen macht. Dann steht wenigen, die den neu geschöpften Geldmitteln besonders nahe sind, eine Masse an gehetzten Nachläufern gegenüber, die durch das Heruntersickern der laufend geschöpften Mittel ständig neu rekrutiert wird.

Der »österreichische« Anleger ist stets ein eher marginales Phänomen und somit zum kontrazyklischen Investieren prädestiniert. Die Masse treibt die Preise in die Höhe, sodass diese bald die Werte übertreffen. Nach der monetären Revolution trat die Welt in das Zeitalter der Massen über. Masse im soziologischen Sinne ist mehr als bloß eine große Anzahl von Menschen. Es handelt sich um ein eigenes Phänomen: Menschen in Abhängigkeitsverhältnissen, die stark miteinander gekoppelt sind. Wilhelm Röpke, der große Wirtschaftssoziologe der Wiener Schule und die wichtigste Inspirationsquelle für Ludwig Erhard, schildert die modernen Massen so:

*Die Bewohner eines großen Appartementhauses sind sich völlig fremd und werden einander vielleicht zum ersten Male im Luftschuttkeller kennen, aber dafür stehen sie auf der anderen Seite zur Gesamtheit aller Mitmenschen in den allerengsten anonymen Beziehungen äußerer und mechanischer Art, als Käufer und Verkäufer, als Teil von einander drängenden Menschenmassen, als Wähler, als Radiohörer und Kinobesucher, die mit Millionen anderen denselben akustischen oder optischen Eindrücken ausgesetzt sind, als Steuerzahler, als Pensions- und Unterstützungsempfänger, als Mitglieder der Krankenkasse und irgendeines Zentralverbandes.<sup>9</sup>*

Wer der zerstörerischen Sturzflut der modernen Blähwirtschaft ausweichen will, muss die Masse als Kontraindikator ansehen: als Hinweis darauf, was es zu vermeiden bzw. zu entdecken gilt. Leider setzt die Absatzfähigkeit Masse voraus, daher wird kein Anleger von der Masse kalt gelassen. Wirtschaft ist ein sozialer Prozess und das Eremitendasein keine ökonomische, sondern allen-

falls eine antiökonomische Entscheidung, wenn die Gefahr durch irregeleitete Mitmenschen zu groß wird. In einer Massengesellschaft ist es aber wesentlich, den Trampelpfad auszuweichen. Das macht die Wiener Schule der Ökonomik so schwierig: Wenn alle von etwas reden und es preisen, ist schon der Wurm drin. Entscheidungen, die eine breite Masse für richtig hält, kommen stets zu spät und können allein dadurch schon wieder für das Individuum falsch sein. Schließlich ist das »Timing«, die Wahl des richtigen Zeitpunkts, in einem Umfeld geblähter Finanzmärkte mit hoher Volatilität entscheidend. Es gibt keine zu jedem Zeitpunkt richtige Entscheidung.

An welchen Stellen sich eine Blase bilden wird, ist nicht allgemein vorhersehbar, nur konkret durch konrazyklische Indikatoren spürbar. Wo eine Blase letztlich platzt, finden wir dann zwar bei genauerem Hinsehen stets Schadstellen; doch hielte der Schlauch an dieser Stelle, so bräche er an einer anderen auf. Die Blasen, die wir in den unterschiedlichsten Anlageklassen und weit darüber hinaus beobachten konnten und können, ähneln in ihrer Struktur Pyramidenspielen. In einem Pyramidenspiel wird kein reales Kapital gebildet, sondern werden die »Erträge« durch neue Einzahler generiert. Das System ist simpel: Jeder, der Teil eines Pyramidenspiels ist, hat die Aufgabe, noch Dummere als sich selbst zu finden. Die Dummheit wird zwar unterschätzt, trotzdem ist sie endlich. Am unteren Ende der Pyramide wird es eng. Finde zehn Personen, die dümmer als du selbst sind! Nicht für alle eine leichte Aufgabe. Könnten diese zehn wieder je zehn finden? Wann kommt das Spiel ins Stocken?

Dieser Mechanismus wurde schon vom Vater des US-Präsidenten John F. Kennedy erkannt. Daraus lässt sich ein wichtiger Indikator für Anleger ablesen, der als »Schuhputzerphänomen« bezeichnet werden kann: Joseph Kennedy ließ sich gerade die Schuhe putzen, da überraschte ihn der Schuhputzer mit »todsicheren« Anlageempfehlungen. Am nächsten Tag verkaufte er alle Aktien – gerade rechtzeitig. Sein Gedanke: Schuhputzer befinden sich am unteren Ende der Pyramide. Sie würden kaum noch jemanden finden, der ihnen die Aktien abkaufen würde.

Das Argument darf man nicht missverstehen: Es geht weniger um den Kauf der Aktien als die Durchflutung der Gesellschaft mit der Illusion des schnel-

len Geldes. Wenn diese Illusion keine reale Grundlage hat, zeigt sich ebendiese Pyramidenstruktur. Der Bankier glaubt dem Präsidenten der Zentralbank. Der Manager glaubt dem Bankier. Der Angestellte glaubt dem Manager. Der Arbeitslose glaubt dem Angestellten. Wer glaubt dem Arbeitslosen? Sobald es eine Anlageempfehlung auf die Titelseiten der Massenmedien geschafft hat, ist sie schon wieder zu meiden. Sobald Trends in unserem Facebook-Stream auftauchen, nähern sie sich schon wieder ihrem Ende. Massenmedien sind für den »Austrian Investor« nur als Kontraindikatoren wertvoll, die Hinweise auf aktuelle Stimmungen geben. Pessimistische Massenstimmung bei einer Anlagekategorie ist ein gutes Zeichen, dort Preise unter dem Wert finden zu können, optimistische Massenstimmung ein Zeichen für überhöhte Preise.

Natürlich geht es auch nicht darum, bloß die Masse zu spiegeln, also immer das Gegenteil zu tun. Wesentlich sind die individuellen Werthaltungen und manchmal werden diese zufällig mit einem Hype übereinstimmen. Die Herde trampelt gelegentlich in die richtige Richtung. Wenn man der Herde nicht voraus war, muss man sich stoisch an die Scherben halten, die übrig bleiben. Praktische »Wiener Schule« bedeutet stets, weiter zu blicken als die Herde. Leider besitzen aber auch die »Österreicher« hierfür keine Kristallkugel. Gerade aufgrund des Individualismus, weil auch hinter Massenphänomenen einzelne Menschen stehen, sind quantitative Prognosen in der Ökonomik völlig ausgeschlossen. Vorhersagen von »Experten«, die Nachkommastellen aufweisen, kann man getrost ignorieren – oder, noch besser, als Kontraindikator benutzen.

In der Massengesellschaft mag es uns schwerfallen, an die Freiheit des Menschen zu glauben. Märkte scheinen dann bloß Ausdruck »animalischer Instinkte« zu sein. Doch die Tatsache, dass sich Menschen in der Masse animalisch verhalten, verrät uns nichts darüber, wann, wie lange und in welchem Ausmaß diese Instinkte überwiegen. Die Psychologisierung des Marktgeschehens hilft dem Anleger nicht weiter. Im schlimmsten Fall hält man sich dann der Masse überlegen, glaubt einem Experten und springt auf einen neuen Massentrend auf. Die Wiener Schule ist nüchtern genug, die Masse nicht bloß als »die anderen« zu betrachten. Wir alle sind Systemtrottel, ob wir wollen oder nicht, wir können allenfalls schrittweise und stellenweise unser Trot-

teldasein reduzieren. Wer die Mitmenschen nur noch als »Masse« behandelt, schafft dies als Realität. Selbst während die aufgehetzte Masse ihnen nach dem Leben trachtete, ließen jüdische Vertreter der Wiener Schule, wie Ludwig von Mises, keinen Moment davon ab, die Freiheit des Menschen hochzuhalten. Denn nur, wenn der Mensch frei ist, kann er Verantwortung tragen.

Der Systemtrottel der Gegenwart flieht die Verantwortung und untergräbt damit seine eigene Freiheit. Ein Großteil der Anlegerliteratur dient diesem Bedürfnis: die Verantwortung für schwierige Entscheidungen an Gurus zu delegieren, auf die man sich dann ausreden kann, wenn es schiefgeht. Die heutige Zeit ist, entgegen der Illusion risikoloser Renditen, die überall auf Schlaue warten, eine der historisch schwierigsten für die Vermögensanlage. Für die allermeisten Menschen ist ein Wertverlust unvermeidbar. Da können sie noch so viel über die Wiener Schule lesen, die Fehler der Vergangenheit kann auch der Weiseste nicht ungeschehen machen. Viel ist schon gewonnen, diesen Wertverlust wahrzuhaben und der Realität ins Auge zu sehen. Das ist der einzige Weg zur Schadensminimierung. Natürlich locken anderswo größere Versprechen. Darum ist und bleibt die Wiener Schule ein Minderheitenprogramm. Makroökonomisch ist das freilich bitter und schade, mikroökonomisch – was den einzelnen Anleger betrifft – bietet das aber einen kleinen Hoffnungsschimmer, den Trampelpfad ausweichen zu können.

#### **4. Realismus**

Menger selbst nannte seine Methode »kausal-realistisch«. Die Wiener Schule möchte die Realität beschreiben, und diese ist ihre einzige Messlatte. Unrealistische Annahmen und Modelle zugunsten einer einfacheren oder formalisierteren Beschreibung widerstreben ihr. So steht die Wiener Schule eher in der aristotelischen Tradition, die das Nicht-Materielle zwar besonders achtet, aber nicht in versponnenen Idealismen die Bodenhaftung verliert. Auch wenn die Realität unbequem ist, wenn es als unkorrekt gilt, sie auszusprechen, wenn Propheten populärer sind, die – je nach Zielgruppe – simplere oder kompliziertere Erklärungen bieten, bleibt der einzige Zweck guter Ökonomie, die Realität menschlichen Handelns und Wirtschaftens besser zu verstehen.