

Masterarbeit

vorgelegt am

Lehrstuhl für Finanzmarkttheorie

Prof. Dr. Heinz Zimmermann

Universität Basel

Juni 2011

Austrian Asset Management – Investieren im Zeitalter der künstlichen Kreditexpansion

vorgelegt von:

Michael Schmidt

Abstract: Die Arbeit behandelt die einzelnen Komponenten des Austrian Asset Management (AAM)-Ansatzes, welcher Erkenntnisse aus den Strategien des Value Investierens mit den Theorien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie verbindet. Hierbei werden in einer ausführlichen theoretischen Analyse die verzerrenden Effekte einer inflationistischen Geldpolitik aufgezeigt, welche die Preis –und Zinsstrukturen massiv verfälscht und Value Investoren in regelmässigen Abständen zu Fehlinvestitionen verleitet. Eine Untersuchung der Konjunkturzyklen der vergangenen 30 Jahre untermauert die Gültigkeit der *Austrian Business Cycle Theory* (ABCT). Der Aufsatz verdeutlicht, dass in einem *fiat money* System klassisches Value Investing zwingend um die Lehren der Öst. Schule erweitert werden muss, um das Vermögen der Anleger auch in Zeiten von Wirtschaftskrisen und hohen Inflationsraten real zu erhalten.

Inhaltsverzeichnis:

Abbildungsverzeichnis	III
Einführende Gedanken – der Value Investor als Austrian Entrepreneur und Austrian Asset Manager	1
TEIL A – Strategien des Value Investierens	3
1.1. Anlagephilosophie	3
1.2. Grundprinzipien	6
1.3. Das alternative Risikokonzept	12
1.4. Performance während Rezessionen	14
1.5. Inflationsinduzierte Kalkulationsfehler	16
TEIL B – Theorien der Österreichischen Schule	23
2.1. Die Konjunkturtheorie der Wiener Schule (ABCT)	23
2.1.1. Der gesunde Prozess der Kapitalakkumulation	23
2.1.2. Künstliche Kreditexpansion durch Geschäftsbanken	28
2.1.3. Die Rolle der Zentralbank als „lender of last resort“	34
2.1.4. Der Effekt von Kreditexpansionen auf die Kapitalmärkte	37
2.2. Wirtschaftszyklen (1981-2008) und die Gültigkeit der ABCT	41
2.2.1. Die Rezession von 1990-91	41
2.2.2. Die Dot-Com Blase	44
2.2.3. Die Subprime-Krise	47
TEIL C – Austrian Asset Management	50
3. Implikationen für den Investor	50
Literaturverzeichnis	55

Abbildungsverzeichnis:

Abb. 1: Der innere Wert und die Sicherheitsmarge	6
Abb. 2: Value und Growth im Vergleich	8
Abb. 3: Studien zur Value These	8
Abb. 4: Durchschnittliche Haltedauer von Aktien an der NYSE	10
Abb. 5: Einflussfaktoren für die realen Renditen auf dem US Aktienmarkt	10
Abb. 6: Die Prognose(un)fähigkeit der makroökonomischen Entwicklungen	12
Abb. 7: Value vs. Growth während Wirtschaftskrisen auf dem US Markt	15
Abb. 8: Das hayeksche Dreieck	24
Abb. 9: Die Relation zwischen Zeitpräferenz und Kapitalstock	26
Abb. 10: Streckung des Produktionsprozesses – nachhaltiges Wachstum	27
Abb. 11: Sparquote in Prozent vom verfügbaren Monatseinkommen (USA 1970 – 2007)	30
Abb. 12: Folgen einer künstlichen Kreditexpansion	31
Abb. 13: Indirekte Monetisierung von Staatsschulden	36
Abb. 14: Die Verzerrung der Produktionsstruktur	39
Abb. 15: Langfristige Bankdarlehen an Industrien höherer Ordnung (1981-1991)	42
Abb. 16: Langfristige Bankdarlehen an Industrien tieferer Ordnung (1981-1991)	43
Abb. 17: Expansive Geldpolitik während der 1990er Jahre	44
Abb. 18: Kredit –und Geldmengenmultiplikatoren im US Bankensystem	48
Abb. 19: Die Entwicklung der FED-Bilanz 2007-2011	51
Abb. 20: FED Bilanz 1980 – 2011	52
Abb. 21: Entwicklung von Papierwährungen in Relation zu Gold (Index1900=100)	54

Einführende Gedanken – der Value Investor als Austrian Entrepreneur und Austrian Asset Manager

In einem Paper mit dem Titel „Ludwig von Mises, Meet Benjamin Graham: Value Investing from an Austrian Point of View“ aus dem Jahre 2005 beschreibt Chris Leithner die zahlreichen Gemeinsamkeiten von Value Investoren und Vertretern der Österreichischen Schule der Ökonomie im Hinblick auf die Analyse von wirtschaftlichen und finanziellen Phänomenen und Problemstellungen. Während dem Zeitraum von 16 Jahren lebten von Mises, einer der einflussreichsten Ökonomen der Österreichischen Schule, welcher im Jahre 1940 in die USA immigriert hatte und Graham, der Begründer der fundamentalen Wertpapieranalyse und legendärer Value Investor, gemeinsam in Manhattan, New York. Obwohl die beiden nur wenige Häuserblocks voneinander wohnhaft waren, kam es nie zu einem direkten Treffen oder Austausch von Ideen und Ansichten (Leithner 2005). Vor diesem Hintergrund erscheint es durchaus ungewöhnlich, dass Grahams Fundamentalanalyse viele Aspekte der Österreichischen Schule widerspiegelt. Beide Ansätze betonen permanent den Unterschied zwischen Preis und Wert, und vertreten völlig andere Auffassungen hinsichtlich der Definition von Risiko als der Mainstream an der Wall Street bzw. die neo-klassischen Ökonomen. Ebenso spielen sowohl bei den Value Investoren als auch bei den „Österreichern“ die Begriffe Zeitpräferenz¹, Zins, Kapital und Unternehmertum (*entrepreneurship*) eine fundamentale Rolle, um ökonomische Sachverhalte zu bewerten und zu erklären.

Die Österreichische Unternehmertheorie hebt vor allem die essentielle Bedeutung des Unternehmers in einer Marktwirtschaft hervor, wobei dieser über die besondere Gabe verfügt, ungenutzte Gelegenheiten ausfindig zu machen (Kirzner 1973). In diesem Zusammenhang spricht Israel Kirzner, ein ehemaliger Schüler von Mises, von „*alert entrepreneurs*“ und von einem Prozess der unternehmerischen Auffindung (*entrepreneurial discovery*). Leithner beschreibt diesen Sachverhalt mit folgendem Satz: „*An austrian act of entrepreneurial discovery occurs when a market participant seeks and finds what others have overlooked*“². Folglich kann ein Value Investor, der nach den von Graham entwickelten Prinzipien systematisch in unterbewertete Assets investiert und diese zu einem späteren Zeitpunkt zu

¹ Obwohl Value Investoren nie den Ausdruck Zeitpräferenz verwendet haben, spiegelt Grahams Ansatz zur Bewertung von Assets genau das Österreichische Konzept des Begriffes wider. Siehe Leithner Letter No.51 (26 March 2004)

² Leithner, Chris, „Ludwig von Mises, Meet Benjamin Graham: Value Investing from an Austrian Point of View“ (2005), S.8

einem höheren Preis gewinnbringend verkauft, als „Austrian Entrepreneur“ angesehen werden.

Trotz der vielen Gemeinsamkeiten der beiden Konzepte betont Steffen Krug, dass reines Value Investing nur dann zu dauerhaften überdurchschnittlichen Renditen führen kann, wenn die Preis –und Zinsstrukturen nicht manipuliert sind³. Seit der völligen Aufhebung der Golddeckung des Geldes durch das Ende des Bretton-Woods-Systems im Jahre 1973 ist es den Notenbanken hingegen erlaubt, ungedeckte Zwangstauschmittel in theoretisch beliebig hohen Mengen aus dem Nichts zu erzeugen. Die Österreichische Geld –und Konjunkturtheorie, welche von Ludwig von Mises in seinem Werk „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“ (1912) entscheidend geprägt und von Friedrich A. von Hayek („Preise und Produktion“ 1931) vervollständigt wurde, verdeutlicht die schwerwiegenden Auswirkungen einer ungedeckten Geldmengenausweitung auf die Preise und Zinsen in einer Volkswirtschaft. Krug spricht in diesem Zusammenhang gar vom „monetären Sozialismus des 21. Jahrhunderts“, dessen verzerrte Preis –und Zinsstrukturen eine korrekte und aussagekräftige Wirtschaftsrechnung verhindern würden³. So mussten namhafte Value Investoren, wie der Templeton Growth Fund⁴ oder Warren Buffetts Berkshire Hathaway⁵ beispielsweise während der Finanzkrise 2007-2009 herbe Verluste verkraften. Um trotz unzuverlässigen Kennzahlen weiterhin überdurchschnittliche Renditen mit Hilfe der fundamentalen Wertpapieranalyse erzielen zu können, muss ein Value Investor auch über Kenntnisse der Österreichischen Geld –und Konjunkturtheorie verfügen. „Aus dem Value Investor wird im fiat money Zeitalter der Austrian Asset Manager“ (Steffen Krug)³.

Der vom unabhängigen Anlageberater Krug entwickelte Austrian Asset Management (AAM)-Ansatz kombiniert die Erkenntnisse des Value Investierens mit der Österreichischen Geld –und Konjunkturtheorie, sowie der Österreichischen Unternehmertheorie. Die vorliegende Arbeit widmet sich zunächst im Teil A der Strategie des Value Investierens, indem dem Leser die Anlagephilosophie und die wichtigsten Grundprinzipien des Konzeptes näher gebracht werden sollen. Anschliessend werden in einer Analyse sogenannte „inflationinduzierte Kalkulationsfehler“⁶ aufgezeigt, die klassische Value Investoren in mehr

³ Siehe Steffen Krugs „Austrian Asset Management – Investmentstile im Überblick“, www.ifaam-institut.de/ifaam-methode

⁴ Der Templeton Growth Fund erlebte zwischen September 2007 und März 2009 einen Kurseinbruch von rund 60%. Quelle: Bloomberg

⁵ Die Aktie von Berkshire Hathaway fiel im Zeitraum zwischen Mitte September 2008 und Anfang März 2009 um rund 40%. Quelle: Bloomberg

⁶ Der Begriff stammt von Gregor Hochreiter („Krankes Geld – Kranke Welt: Analyse und Therapie der globalen Depression 2010), wird in dieser Arbeit allerdings in einem etwas anderen Sachverhalt verwendet.

oder weniger regelmässigen Abständen zu begehen scheinen und deswegen während Rezessionen ausserordentliche Verluste erleiden. Teil B behandelt daraufhin die Öst. Konjunkturtheorie und verdeutlicht dabei vor allem die Rolle des Bankensektors und der Zentralbanken bei der Erzeugung von inflationären Boom -und *Bustzyklen*. Anhand einer Analyse von Konjunkturzyklen der vergangenen 30 Jahre wird die Theorie auf ihre historische Gültigkeit überprüft. Der abschliessende Teil C verbindet die in den vorherigen Abschnitten gemachten Erkenntnisse und formuliert die konkrete Vorgehensweise eines Austrian Asset Managers.

TEIL A – Strategien des Value Investierens

A.1.1. Anlagephilosophie

In Warren Buffets *Shareholder Letter* aus dem Jahre 1992 äusserte sich der legendäre Investor und ehemalige Schüler von Benjamin Graham folgenderweise über die Philosophie des Investierens: *“We think the very term "value investing" is redundant. **What is "investing" if it is not the act of seeking value at least sufficient to justify the amount paid?** [Hervorh. d. Verf.] *Consciously paying more for a stock than its calculated value - in the hope that it can soon be sold for a still-higher price - should be labeled speculation (which is neither illegal, immoral nor - in our view - financially fattening).* Desweiteren stellte er fest: *“Whether appropriate or not, the term "value investing" is widely used. Typically, it connotes the purchase of stocks having attributes such as a low ratio of price to book value, a low price-earnings ratio, or a high dividend yield. Unfortunately, such characteristics, even if they appear in combination, are far from determinative as to whether an investor is indeed buying something for what it is worth and is therefore truly operating on the principle of obtaining value in his investments.”*⁷*

Folglich investiert ein Value Investor in günstig bewertete und solide Unternehmen, deren Börsenkurs unter dem inneren Wert einer Gesellschaft liegt. Dabei gilt dieser zusammen mit dem *margin of safety* (Sicherheitsabschlag) mit als wichtigstes Kriterium für die Beurteilung und Bewertung einer Investitionsmöglichkeit. Warren Buffett definiert den inneren Wert als die Summe aller Barmittel, die einem Unternehmen während seiner restlichen Geschäftstätigkeitsdauer entnommen werden können, diskontiert auf ihren

⁷ Warren Buffett im März 1993, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>

Gegenwartswert⁸. Die effektive Ermittlung dieses realen, wirtschaftlichen Wertes ist dabei vollkommen unabhängig vom Börsenkurs und erfolgt anhand einer Untersuchung von betriebswirtschaftlichen Kennzahlen und allgemein anerkannten Methoden der Unternehmensbewertung. Die Entscheidungskriterien für die Feststellung des Preises für eine Unternehmung sollen dabei mit den Prinzipien eines konservativ kalkulierenden und gut informierten Geschäftsmannes, welcher einen Wert errechnet, den er für das gesamte Geschäftsmodell bezahlen würde, im Einklang stehen⁹.

Der bereits in der Einleitung erwähnte Benjamin Graham (1894-1976), der als Begründer der fundamentalen Wertpapieranalyse gilt und über das Value Investing bekannte Bücher wie *Security Analysis: Principles and Techniques* (1934, zusammen mit David Dodd) oder *The Intelligent Investor* (erstmals publiziert im Jahre 1949) verfasste, betonte stets die in seinem Verständnis essentielle Unterscheidung zwischen Investieren und Spekulieren. In *Security Analysis* grenzte er die beiden Handlungen folgendermassen voneinander ab: *“An Investment operation is one which, upon thorough analysis promises safety of principal and an adequate return. Operations not meeting these requirements are speculative.”*¹⁰ Demnach kann konstatiert werden, dass der primäre Fokus des Investoren auf den Kauf und das Halten von Assets, welche die Kriterien der Fundamentalanalyse erfüllen und zu adäquaten Preisen auf dem Markt verfügbar sind, gerichtet sein sollte, wohingegen der Spekulant vor allem versucht, Preisschwankungen zu antizipieren und auszunutzen.

Das Konzept des inneren Wertes impliziert die strikte Trennung der Begriffe „Preis“ und „Wert“, wobei eines der berühmtesten Zitate von Graham *“price is what is paid [while] value is what is received”*¹¹ lautet. Daraus resultiert die logische Schlussfolgerung, dass Value Investoren Eugene Famas Effizienzmarkthypothese als realitätsfern ablehnen und stattdessen die Theorie vertreten, dass der Börsenkurs und der innere Wert einer Unternehmung zwar mit fortschreitender Zeit zueinander konvergieren, es jedoch zu jedem gegebenen Zeitpunkt Unterschiede zwischen beiden geben kann und sich daraus Anlagestrategien und systematische Überrenditen erzielen lassen. In diesem Zusammenhang verwendete Graham in *Security Analysis* eine Metapher über Mr. Market, welche dem Leser temporäre Ineffizienzen der Finanzmärkte veranschaulichen sollte.

⁸ Mario Wolffs Lexikon zum Value Investing: http://www.valueinvesting.de/lexikon/innerer_wert.htm

⁹ Informationsheft der Value Holding AG „Anlageerfolg durch Value Investing“, Kapitel 1, S.4

¹⁰ Graham, Benjamin, „The Intelligent Investor“ (updated with new commentary by Jason Zweig), 2003, Kapitel 1, S.18

¹¹ Leithner, Chris, “Ludwig von Mises, Meet Benjamin Graham: Value Investing from an Austrian Point of View” (2005), S.5

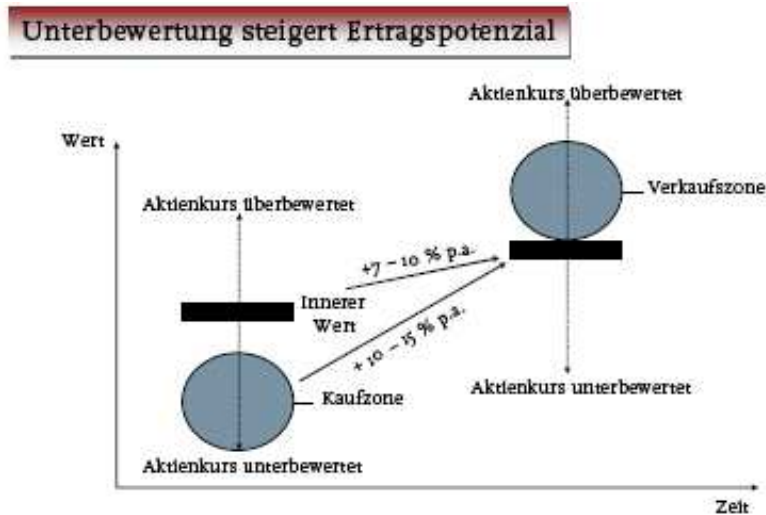
Man stelle sich vor, ein Anleger halte einen kleinen Anteil an einer Unternehmung, welcher in etwa einem Wert von 1000 USD entspricht. Einer der Geschäftspartner ist der äusserst diensteifrige Mr. Market, welcher jeden Tag aufs Neue den Anleger aufsucht, um ihm seine Vorstellungen und Einschätzungen über den Wert seiner Anteile mitzuteilen. An manchen Tagen werden die Bewertungen von Mr. Market ziemlich plausibel und durch Entwicklungen und Aussichten des Geschäftsmodells der Unternehmung als durchaus begründet erscheinen. Oftmals jedoch sind seine Einschätzungen auf Grund von überschäumendem Enthusiasmus oder übertriebener Angst so dermassen verzerrt, dass sie der Investor als völlig abwegig zurückweisen muss. Graham betont in seiner Metapher, dass ein umsichtiger und vernünftig denkender Geschäftsmann sich nicht auf die Bewertungen und Prognosen eines „Mr. Market“ verlassen sollte. Stattdessen müsse der Anleger in der Lage sein, aufgrund von Geschäftsberichten und einer möglichst realistischen Einschätzung des Geschäftsmodells auf die betriebswirtschaftliche und finanzielle Situation einer Unternehmung, und damit letztlich auf den Wert der eigenen Anteile korrekte Schlüsse abzuleiten. (Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, 2003, S. 204f).

Der Investor sollte folglich seine Anteile an „Mr. Market“ verkaufen, falls dieser einen Preis bietet, welcher wesentlich über dem inneren Wert liegt und gegensätzlich dazu, weitere Titel erwerben, falls die Marktbewertung deutlich unter Wert erfolgt. Bei diesen Überlegungen spielt das Konzept der Sicherheitsmarge eine sehr wichtige Rolle. Da in die Ermittlung des inneren Wertes auch viele subjektive Überlegungen und unterschiedliche Gewichtungen der Kennzahlen hineinfließen und das Ergebnis der Berechnungen sogar bei gleicher Faktenlage zwischen zwei Value Investoren variieren kann, ist es wichtig nur solche Wertpapiere zu erwerben, deren Marktpreis signifikant unterhalb des inneren Wertes liegt. Folglich definiert sich die Sicherheitsmarge (*margin of safety*) als Differenz zwischen dem beobachteten Marktpreis und dem (durch den Investor subjektiv) kalkulierten Wert eines Investments¹². An dieser Stelle ist es wichtig zu betonen, dass das blosse Vorhandensein einer Sicherheitsmarge lediglich eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für ein erfolgreiches Investment darstellt. Sie dient jedoch als Sicherheitspuffer gegen unvermeidbare Fehler und/oder falsche Annahmen bei der Beurteilung eines Geschäftsmodells. Wolff unterstreicht, dass es für die Grösse der Marge keinerlei allgemeine Richtlinien gebe, sondern dass jeder Value Investor im Laufe der Zeit seine eigene Vorgehensweise entwickeln müsse, die sicherlich auch von der Art der Branche bzw. der spezifischen Charakteristika einer

¹² Mario Wolffs Lexikon zum Value Investing: <http://www.valueinvesting.de/lexikon/sicherheitsmarge.htm>

Unternehmung abhängt. Abbildung 1¹³ verdeutlicht das Konzept der Sicherheitsmarge und zeigt beispielhaft auf, dass über die Zeit nicht nur der Aktienkurs, sondern auch der innere Wert variieren kann.

Abb. 1: Der innere Wert und die Sicherheitsmarge



- Der innere Wert eines Unternehmens spiegelt sich langfristig im Aktienkurs wider.
- Der Aktienkurs eines Unternehmens schwankt um dessen inneren Wert.
- Der innere Wert von Unternehmen steigt langfristig im Durchschnitt um 7-10 % p.a.

A.1.2. Grundprinzipien

Die Frage, die sich zu Beginn einer jeden Anlageentscheidung stellt, ist sicherlich die nach dem Ziel des Investments. Sir John Templeton, einer der bekanntesten und erfolgreichsten Value Investoren, formulierte es einst sehr überzeugend: *“For all long-term investors, there is only one objective - maximum total returns after taxes”*¹⁴. Angesichts der stark zunehmenden inflationären Verzerrungen durch exorbitante Ausweitungen der Geldmenge im derzeitigen *fiat money* Zeitalter (siehe Teil B) erscheint es jedoch sehr wichtig zu betonen, dass die Maximierung von realen Renditen das vordergründige Ziel eines Anlegers sein sollte. Die starke Fokussierung vieler Institutioneller Investoren, Vermögensverwalter und Banken auf relative Performancemasse wird von Value Investoren als nicht zielführend abgelehnt. James Montier (2009) stellt in dieser Hinsicht klar, dass das Argument, eine Aktie sei attraktiv, weil sie billiger sei als ihre Peergroup, unter keinen Umständen als Begründung für eine Investition aufgeführt werden dürfe. Stattdessen ist einzig und allein das Verhältnis von Preis zu intrinsischem Wert als Hauptkriterium

¹³ Quelle: Value Holding AG, Informationsheft: „Anlageerfolg durch Value-Investing“

¹⁴ Templeton's 22 Principles For Successful Investing, 2005: <http://www.sirjohn templeton.org>

heranzuziehen¹⁵. In seinem Buch *Value Investing – Tools and Techniques for Intelligent Investment* (2009) formuliert Montier zahlreiche Grundprinzipien für erfolgreiche Investments, von denen im Folgenden die wichtigsten analysiert werden sollen.

Grundsatz 1: Value, Value, Value

Der Preis, der für eine Anlage bezahlt wird, determiniert die Erfolgswahrscheinlichkeit eines Investments. Es kann davon ausgegangen werden, dass es keinen Titel im Anlageuniversum gibt, bei welchem die Möglichkeit einer Überbewertung zu jedem Zeitpunkt ausgeschlossen werden kann. Ebenso gibt es nur sehr wenige Assets, die von so geringer Qualität sind, dass sie nicht unter gegebenen Umständen eine Zeitlang zu tief bewertet sein könnten. Folglich kann ein und derselbe Titel je nach Kaufpreis entweder ein erfolgreiches Investment sein oder nicht.

Montier vergleicht in einer empirischen Untersuchung die Performance von Value-Aktien, welche durch einen relativ niedrigen Graham & Dodd P/E (aktueller Börsenpreis dividiert durch den 10jährigen gleitenden Durchschnitt der Erträge) definiert sind, mit der Renditeentwicklung von Growth-Titeln (unter Value Investoren spricht man bei einer P/E-Ratio grösser als 16 von einem überbewerteten Asset¹⁶). Die Outperformance von günstig bewerteten Value-Titeln (v.a. mit einem G&D P/E von 12 -12.5) gegenüber Growth-Aktien beträgt über 5% p.a. (Abbildung 2, Quelle: Montier 2009, Value Investing, S.146). Zahlreiche andere Studien, welche einfache Bewertungskriterien wie das Verhältnis von Eigenkapital, Reingewinn oder Cash Flow zu Börsenkapitalisierung heranzogen, um die Outperformance von Value-Titeln zu testen, ergaben einen Renditeunterschied von mindestens 5% p.a. In Abbildung 3 (Quelle: Braun, von Wyss und Müller, 1999) sind einige dieser Studien aufgeführt, wobei zu betonen ist, dass die Überrenditen auf verschiedenen Märkten und über verschiedene Zeiträume beobachtet werden konnten.

¹⁵ Montier, James, Value Investing, 2009, S.146

¹⁶ Dazu der folgende Kommentar von Graham & Dodd aus *Security Analysis*: “It is the essence of our viewpoint that some moderate upper limit must in every case be placed on the multiplier in order to stay within the bounds of conservative valuation. We would suggest that about sixteen times average earnings is as high a price as can be paid in an investment purchase of a common stock. Although this rule is of necessity arbitrary in its nature, it is not entirely so. Investment presupposes demonstrable value, and the typical common stocks value can be demonstrated only by means of an established, i.e., an average, earning power. But it is difficult to see how average earnings of less than 6% upon the market price could ever be considered as vindicating that price.” (zitiert aus Montier, Value Investing, 2009, S. 321)

Abb. 2: Value und Growth im Vergleich

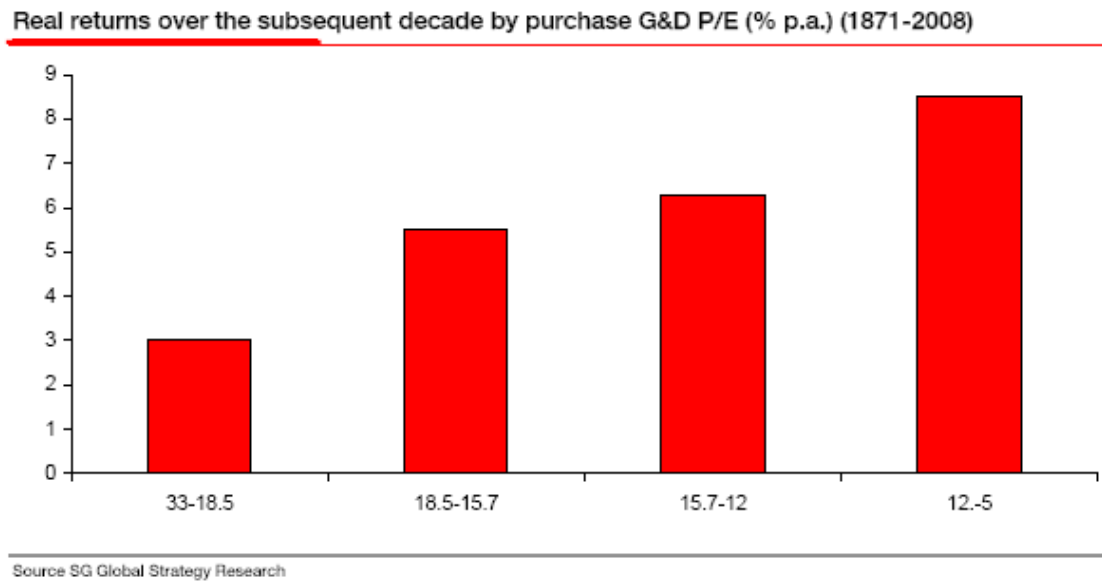


Abb. 3: Studien zur Value - These

Value schlägt Growth

Autoren	Land	Zeitraum	Basis ¹	Value-Prämie p.a. in % ²
Fama/French	USA	1929-1997	BW	5,7
Jaffe, Keim, Westerfield	USA	1951-1986	RG	5,2
Basu	USA	1957-1971	RG	7,0
Fama/French	USA	1963-1990	RG / BW	8,5 / 14,8
Lakonishok, Shleifer, Vishny	USA	1968-1990	RG / BW / CF	7,6 / 10,5 / 11,0
La Porta, Lakonishok et.al.	USA	1971-1992	CF / BW	11,9 / 12,3
Chan, Hamao, Lakonishok	Japan	1971-1988	RG / CF / BW	4,9 / 9,9 / 14,0
Fama/French	USA	1975-1995	CF	6,7
	Japan	1975-1995	CF	6,6
	Europa	1975-1995	CF	5,2
	Fernost	1975-1995	CF	9,4
Fama/French	Emerging	1987-1995	BW	14,1
Rüdisüli	Schweiz	1973-1998	RG / BW / CF	6,9 / 8,8 / 12,8

¹ BW = Buchwert / RG = Reingewinn / CF = Cash Flow
² Renditeunterschied Value minus Growth p.a.

Quelle: Braun, von Wyss & Müller

Grundsatz 2: Be Contrarian (Antizyklisches Investieren)

Da der Value Investor gezielt nach Assets mit einer möglichst grossen Sicherheitsmarge sucht, handelt er wie ein antizyklischer Anleger, der Titel erwirbt, welche „aus der Mode“

gekommen sind und gegensätzlich dazu „Glamouraktien“, die von der überwiegenden Anzahl der Marktteilnehmer gekauft werden, dankend ablehnt (oder gar Shortpositionen eingeht). Dasgupta et al. (2006) verglichen in ihrem Paper die Performance von Aktien, welche bevorzugt von Institutionellen Grossinvestoren in den USA gekauft wurden, mit dem Abschneiden von Assets, welche von den gleichen Fondmanagern im Zeitraum 1983-2004 verkauft worden sind. Zu den meistverkauften Titeln gehörten dabei überwiegend wenig liquide Valueaktien, welche dann jedoch innerhalb der darauffolgenden 12 bis 30 Monate nach ihrem Verkauf, die meistgekauften Assets um durchschnittlich 17% outperformten (während die abgestossenen Titel eine Überrendite von 11% gegenüber dem US Markt erzielten, fiel die Rendite der erworbenen Werte um 6%). In diesen Zusammenhang passt auch eine von Sir John Templetons Investment-Weisheiten: *“It is impossible to produce superior performance unless you do something different from the majority”*.¹⁷

Grundsatz 3: Be Patient

Da es sich beim Value Investing um eine Art „safety first“ Ansatz handelt, welcher vor allem aus Gründen der Risiko –und Fehlerminimierung das Eingehen von Investments nur bei einer genügend grossen Sicherheitsmarge (gleichbedeutend mit stark unterbewerteten Titeln) vorschreibt, übersteigt die durchschnittliche Haltedauer von Value Managern diejenige von „Mainstream“-Anlegern um ein Vielfaches. Gemäss Montier hielten erfolgreiche Vertreter des Value Konzeptes ein Asset im Durchschnitt über einen Zeitraum von ca. 5 Jahren. Im Gegensatz dazu werden an der NYSE Aktien im Schnitt nur noch 6 Monate gehalten. Abbildung 4 (Quelle: Montier 2009, S.150) verdeutlicht die Entwicklung der durchschnittlichen Haltedauer über den Zeitraum von 1920 bis in die Gegenwart, wobei vor allem seit den 1970er Jahren eine dramatische Abnahme der Halteperiode sichtbar wird. Es dürfte an dieser Stelle wenig verwunderlich sein, dass bei so kurzen Halteperioden für die meisten Anleger nur das nächstgelegene Quartal von Interesse zu sein scheint, und somit fundamentale Unterbewertungen ebenso wie exorbitante Übertreibungen oftmals übersehen oder aber bewusst ausgeblendet werden. Montier (2009) attestiert hierbei sogar ein Aufmerksamkeitsdefizitssyndrom beim gemeinen Anleger an den Finanzmärkten.¹⁸ Abbildung 5 (Quelle: Montier 2009, S.150), welche die kurz –und langfristigen Einflussfaktoren für die realen Renditen auf den US Aktienmärkten seit 1871 bis in die

¹⁷ Montier, Value Investing, 2009, S.147

¹⁸ Erwin Heri spricht in einem ähnlichen Zusammenhang von „Kurzfristpsychose“

Gegenwart veranschaulicht, dient zusätzlich zum „safety first“ Motiv als entscheidendes Argument für Value Investoren, ihre Assets über mehrere Jahre hinweg zu halten.

Abb. 4: Durchschnittliche Haltedauer von Aktien an der NYSE

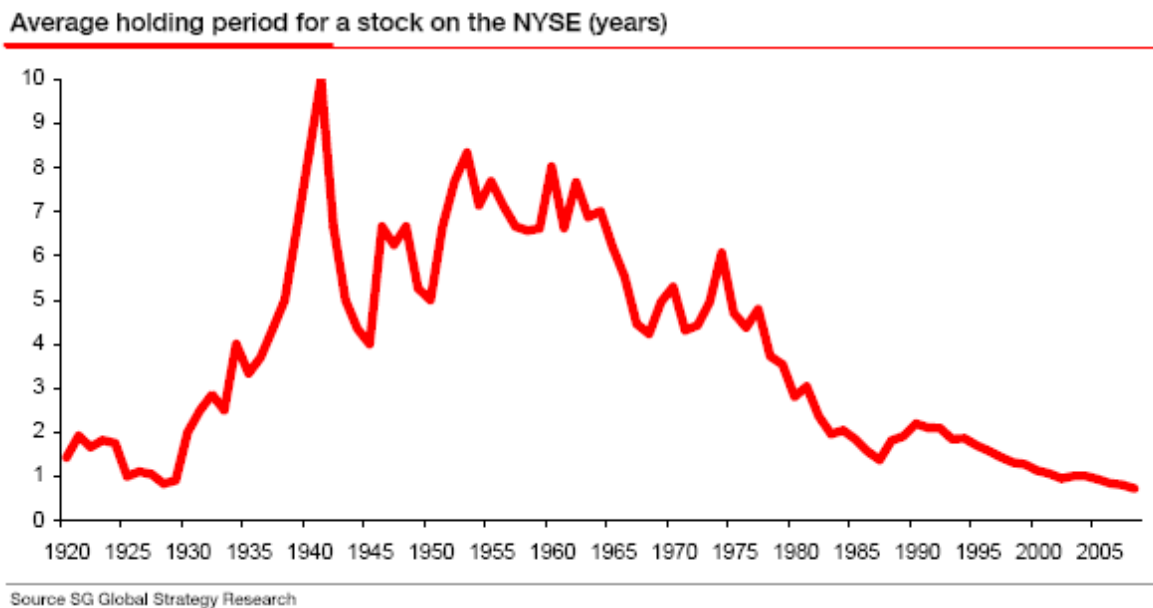
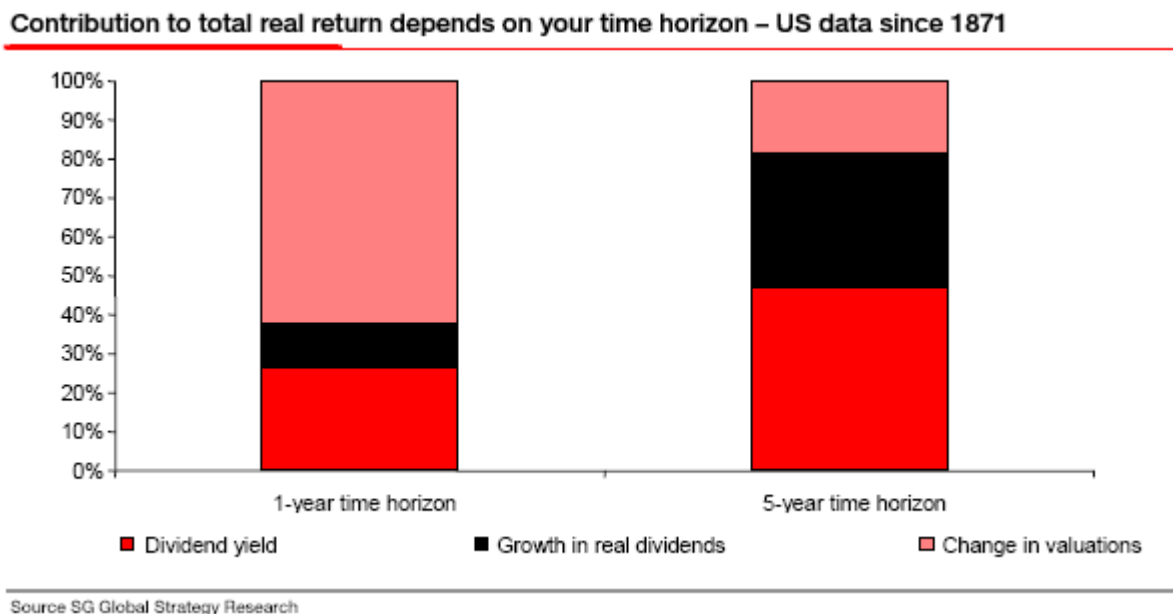


Abb. 5: Einflussfaktoren für die realen Renditen auf dem US Aktienmarkt



Während in der einjährigen Betrachtung 60% der Gesamterträge durch Änderungen in der Bewertung (mehr oder weniger zufällige Kursschwankungen) bestimmt werden, machen in der 5-Jahres Frist die Dividendenrendite sowie das Wachstum im zugrundeliegenden Geschäftsmodell um die 80% der Gesamterträge aus.

Grundsatz 4: Don't Forecast

Bereits in Ben Grahams Klassiker *Security Analysis* (1934) konstatierte dieser, dass die Vorhersage von Aktienkursen und/oder von makroökonomischen Faktoren eigentlich kein Bestandteil der Fundamentalanalyse wäre. Stattdessen konzentrieren sich Value Investoren sehr akribisch auf die Bilanz –und Kennzahlenanalyse eines konkreten Unternehmens und bedienen sich dabei lediglich der Regeln der simplen Arithmetik sowie der einfachen verbalen Logik. Die Methodik ähnelt dabei der subjektivistischen Vorgehensweise von Vertretern der Österreichischen Schule, die ebenso komplizierte mathematische Modelle mit aus ihrer Sicht unrealistischen Annahmen, wie sie in der modernen Portfoliotheorie üblich sind, entschieden zurückweisen. In *“The New Speculation in Common Stocks”* aus dem Jahre 1958 äusserte sich Graham folgenderweise über die zunehmende Verwendung höherer Mathematik in der Finanzanalyse: *“in 44 years of Wall Street experience and study I have never seen dependable calculations made about common stock values, or related investment policies, that went beyond simple arithmetic...Whenever [calculus] is brought in, or higher algebra, you could take it as warning signal that the operator is trying to substitute theory for experience, and usually also to give speculation the deceptive guise of investment”*¹⁹.

Abbildung 6 (Quelle: Montier 2009, S.153) bekräftigt die ablehnende Haltung der Value Investoren gegenüber der Vorhersagekraft von Konjunkturforschern, denen es in den letzten 30 Jahren nicht gelang, auch nur ansatzweise eine Rezession richtig zu prognostizieren (ausgenommen hiervon sind vor allem die Vertreter der Öst. Schule, die permanent auf die hohen Risiken des derzeitigen ungedeckten Geldsystems hinweisen). Als Hauptgrund für die Fehlbarkeit der Prognosen kann sicherlich die hohe Komplexität und Interdependenz zwischen einer Vielzahl von makroökonomischen Variablen genannt werden. Zudem ignorieren die weitestgehend statischen und auf teils skurrilen Annahmen fundierten Modelle sämtliche psychologischen und sozialen Komponenten des menschlichen Handelns²⁰. In seinem Buch *“The Fortune Sellers: The Big Business of Buying and Selling Predictions”*(1999) setzte sich William Sherden intensiv mit der Exaktheit von makroökonomischen Prognosen auseinander und kam dabei zu folgenden Erkenntnissen:

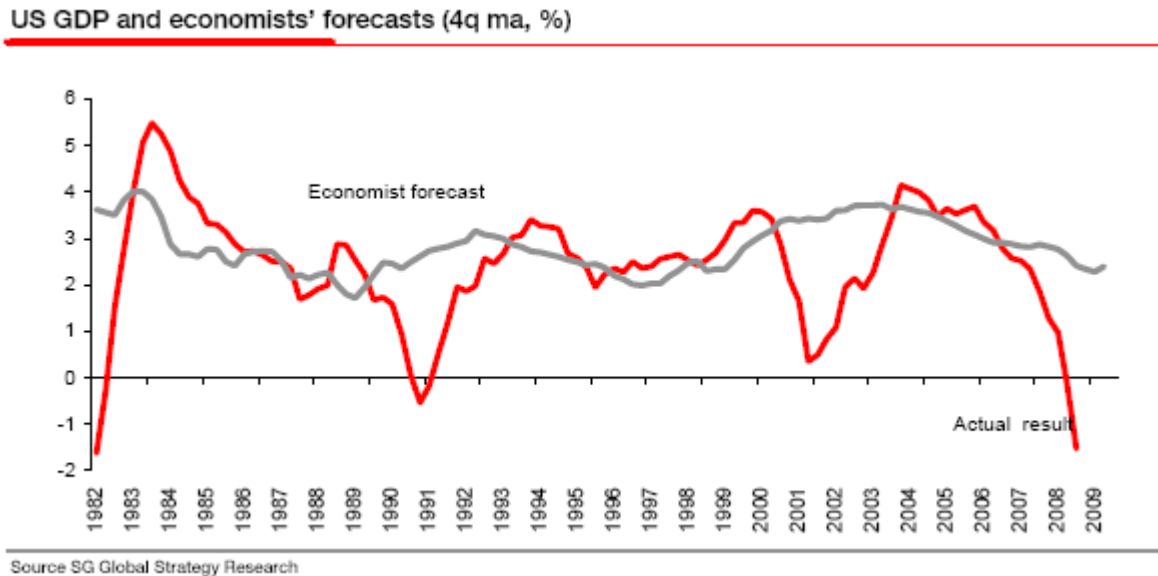
- 1) Analysten und Konjunkturbeobachter waren in der Vergangenheit nicht in der Lage Wendepunkte im Konjunkturzyklus zu antizipieren.

¹⁹ Graham, Benjamin, *“The New Speculation in Common Stocks”* (1958) in Lowe, *The Rediscovered Benjamin Graham*

²⁰ Dieser Aspekt wird in Ludwig von Mises' Klassiker *Human Action* (erstmal erschienen 1949) bis ins kleinste Detail analysiert

- 2) Die Fähigkeiten der Prognostizierer sind in ihrer Exaktheit im Durchschnitt weder besser noch schlechter als einfaches Raten.
- 3) Die erhöhte Verfeinerung der Modelle in den letzten Jahrzehnten, bedingt durch leistungsfähigere Computer, grössere Datenmengen und kompliziertere ökonometrische Modelle, konnte die Genauigkeit der Vorhersagen im Schnitt nicht erhöhen.

Abb. 6: Die Prognose(un)fähigkeit der makroökonomischen Entwicklungen



In diesem Zusammenhang formulierte der bekannte Wertpapieranalyst und Vermögensverwalter Philip Fisher einst sehr treffend: *“I believe that economics which deals with forecasting business trends may be considered to be about as far along as was the science of chemistry during the Middle Ages”*²¹.

A.1.3. Das alternative Risikokzept

Die ablehnende Haltung der Value Investoren gegenüber Prognosen von Ökonomen und Analysten bedeutet allerdings keineswegs, dass die Zukunft per se ignoriert wird. Statt konkrete Vorhersagen zu treffen, wird vor einem Investment eine ausführliche Szenarioanalyse durchgeführt, bei welcher vor allem die Widerstandskraft eines Assets gegenüber allfälligen Krisenszenarien getestet werden soll. Die Zielsetzung der Analyse aus Value-Sicht wird von Bruce Berkowitz, einem amerikanischen Fondmanager auf folgende Weise beschrieben: *“We spend a lot of time thinking about what could go wrong with a*

²¹ Leithner, Chris „ Ludwig von Mises, Meet Benjamin Graham: Value Investing from an Austrian Point of View” (2005), S.12

company – whether it's a recession, stagflation, zooming interest rates or a dirty bomb going off. We try every which way to kill our best ideas. If we can't kill it, maybe we're on to something"²². Zusätzlich zur Betrachtung der externen Kriterien bedarf es ebenso einer genauen Analyse der internen Einflussfaktoren. Dazu gehören ein verständliches Geschäftsmodell (aus Investorensicht), ein konstanter Ertragsstrom in der Vergangenheit²³, eine genaue Prüfung der fachlichen Kompetenz, aber auch der Psychologie des Managements, sowie die Betrachtung der Anreizstruktur innerhalb des Unternehmens. Wünschenswerte Eigenschaften der Geschäftsleitung sind beispielsweise ein ehrlicher Umgang mit den Aktionären, die rechtzeitige Korrektur von falschen Entscheidungen²⁴ aus der Vergangenheit und ein signifikanter Prozentanteil des Managements an der Firma (Leithner 2005).

In diesem Zusammenhang erscheint es nun als wichtig das Risikoverständnis aus der Sicht eines Value Investors genauer zu analysieren. In *The Intelligent Investor* weist Graham den in der modernen Portfoliotheorie vertretenen Ansatz, wonach die Preisvolatilität eines Titels über dessen Risikomass bestimmen würde, entschieden zurück. Stattdessen unterscheidet der Autor zwischen zyklisch bedingten Preisschwankungen und tatsächlich realisierten Verlusten. Folglich stelle die Tatsache, dass der Kurs eines Assets temporär fallen könne, alleine für sich noch kein Risiko dar. Im Gegenteil handele es sich hierbei um eine zeitlich beschränkte Divergenz zwischen Preis und Wert im klassischen Sinne der Anlagephilosophie der Value Investoren. Gemäss Graham kann das Risikokonzept auf folgende drei Verlustereignisse angewendet werden: 1) die Gefahr eines Fehlbetrages durch einen tatsächlich realisierten Verkauf, 2) eine signifikante Wertminderung des Geschäftsmodells bedingt durch äussere oder innere Einflüsse oder 3) die Zahlung eines unverhältnismässig hohen Preises in Relation zum Wert eines Assets (dieses wird unter vielen Investoren als mit das grösste Risiko angesehen) (Graham 2003, S.120f). Folglich kann das Konzept der Sicherheitsmarge vor allem als eine Form von Risikomanagement zum Schutz vor Kalkulationsfehlern und falschen Einschätzungen angesehen werden.

²² Montier, James "Bad Business: Thoughts on Fundamental Shorting and Value Traps" (erschieden in Mind Matters (Société Générale Group) am 12.05.2009), S.3

²³ Gemäss Benjamin Grahams Regeln der Fundamentalanalyse spricht man genau dann von stabilen Erträgen einer Unternehmung, wenn sich diese 1) innerhalb der letzten 10 Jahre zumindest verdoppelt haben und sich 2) die Erträge in diesem Zeitraum um nicht mehr als 5% und nicht öfter als zweimal verringert haben. (siehe Chris Leithner „Ludwig von Mises, Meet Benjamin Graham: Value Investing from an Austrian Point of View" (2005), S.15

²⁴ Montier zufolge leiden viele Führungskräfte unter einer „conservative bias“, sprich der Angewohnheit, zu lange an den eigenen Ansichten festzuhalten, obwohl das Scheitern eines Projektes absehbar ist. (James Montier "Bad Business: Thoughts on Fundamental Shorting and Value Traps" (erschieden in Mind Matters (Société Générale Group) am 12.05.2009), S.7

Abschliessend soll noch auf die Gefahr hingewiesen werden, die bei Einhaltung des dritten Grundsatzes (*Be Patient*, S.12) zu grossen Verlusten führen kann. Vor allem bei der Investition in unterbewertete Small –und Mid Caps, welche von den meisten Marktteilnehmern aufgrund ihrer oftmals geringen Liquidität traditionell wenig Beachtung finden, kann es zu einer „*Value trap*“ kommen. Der Begriff geht ebenfalls auf Benjamin Graham zurück, der auf diese Weise Assets klassifizierte, bei denen es auch nach einer langfristigen Halteperiode nicht zu einer Konvergenz von Preis und Wert gekommen war (Montier 2009, S.223). Häufigste Ursachen für *Value traps* sind die auf der vorhergehenden Seite aufgeführten Verlustereignisse 2) und 3). In den folgenden beiden Abschnitten sollen nun die Ursachen für Fehleinschätzungen von vielen klassischen Value Investoren untersucht werden, wobei diese speziell in Rezessionen oftmals überdurchschnittlich hohe Verluste hinnehmen mussten.

A.1.4. Performance während Rezessionen

Warren Buffett unterstrich einst in den neunziger Jahren mit einer berühmten Aussage seine überzeugte Ablehnung gegenüber der Verwendung von makroökonomischen Daten im Zusammenhang mit der Vermögensanlage. Buffett verkündete: *“If Fed Chairman Alan Greenspan were to whisper to me what the monetary policy was going to be over the next two years, it wouldn’t change one thing I do”*²⁵ (1994). Angesichts der teils massiven Verluste, die viele Anleger (zahlreiche Value Investoren mit eingeschlossen) in den Folgejahren durch das Platzen der Technologieblase um die Jahrtausendwende, sowie im Zusammenhang mit der Subprimekrise 2007-2009 erleiden mussten, erscheint es mehr als berechtigt, Buffetts Haltung kritisch zu hinterfragen. Vertreter der Österreichischen Schule der Ökonomie betonen gegensätzlich dazu in der Theorie der Konjunkturzyklen (*Austrian Business Cycle Theory (ABCT)*) die entscheidende Rolle von Zentralbanken samt ihrer expansiven Geldpolitik als Hauptverursacher von *Boom and Bust* Zyklen (siehe B.2.1).

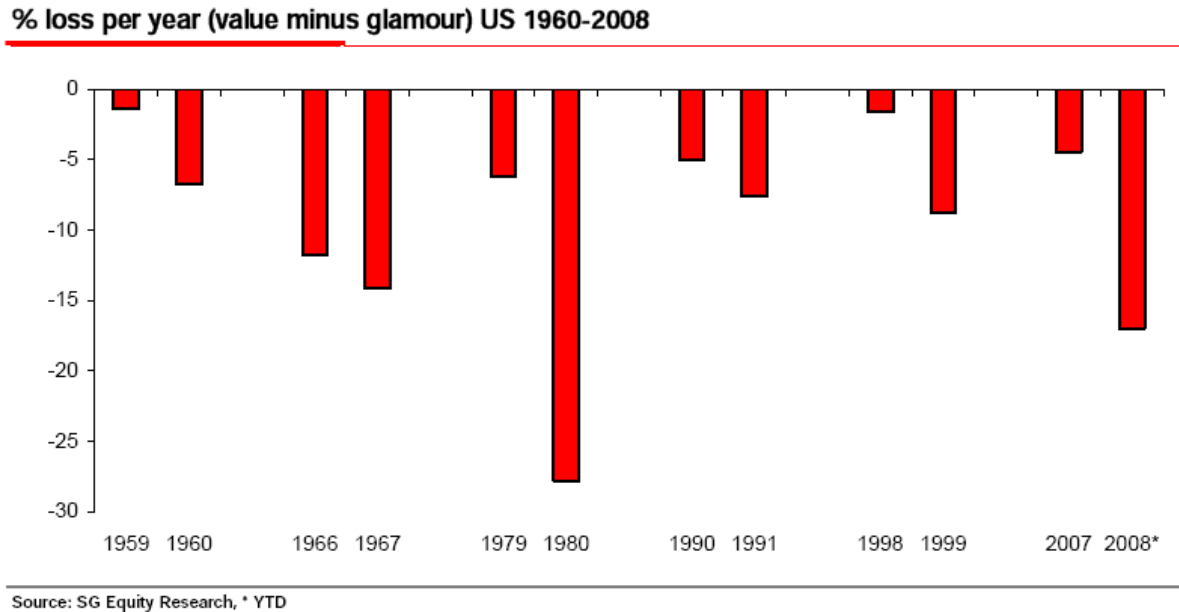
Betrachtet man die Performance von Value-Titeln²⁶ in Relation zu Growth-Aktien während den grössten Wirtschaftskrisen der vergangenen 50 Jahre auf dem US Markt, so lässt sich eine signifikante Unterrendite von Value-Assets beobachten. Abbildung 7 (Quelle: Montier 2008, S.127) verdeutlicht, dass Value-Titel beispielsweise während der letzten

²⁵ Flaherty, Francis “INVESTING; For Mr.Buffett’s stocks, The Business is the key”, NY Times, 18 Feb. 1995

²⁶ Montier verwendet in seiner Studie das Verhältnis von Preis zu Cash Flow als Kennzahl für Value und Growth, wobei sich Value-Assets durch ein tiefes P/CF Verhältnis auszeichnen.

Finanzkrise im Durchschnitt ca. 17% schlechter abgeschnitten haben als Growthwerte. Die grösste Underperformance von Value wurde während der zweiten Ölkrise (1979/80) verzeichnet.

Abb. 7: Value vs. Growth während Wirtschaftskrisen auf dem US Markt



Ungeachtet der Tatsache, dass sich viele Valuetitel in späteren Aufschwungphasen erholen konnten, sollte unbedingt festgehalten werden, dass es vor allem in der jüngeren Vergangenheit Perioden gegeben hat, in denen viele Assets auch nach einer Dekade ihre Verluste nicht ausgleichen konnten. Bezeichnend dafür ist auch der Tatbestand, dass der wichtigste amerikanische Aktienindex S&P 500 gegen Ende 2009 um ca. 26%²⁷ tiefer bewertet war als noch im März des Jahres 2000, wobei viele Analysten in diesem Zusammenhang auch von einer „verlorenen Dekade“ sprechen. In der Einleitung wurde bereits auf die herben Verluste von Buffets Berkshire Hathaway und dem Templeton Growth Fund infolge der Subprimekrise hingewiesen, wobei diese beiden Investmentgesellschaften ansonsten als Paradebeispiele für erfolgreiches Value Investing aufgeführt werden. Obschon viele Value Fonds mittlerweile das Vorkrisenniveau wieder erreicht haben, lässt sich die Tatsache nicht leugnen, dass Timing und Antizipation von Wirtschafts –und Finanzkrisen für erfolgreiches Investieren unabdingbar sind. Schliesslich neigt der Markt vor allem während Baissephasen zu irrationalen Bewertungen, die dann auch die Kurse von an und für sich soliden Unternehmungen mit in die Tiefe reissen können. Eine Studie der Bridgewater Associates zur Performance von Aktien während der Grossen Depression verglich das

²⁷ Während der S&P 500 am 24.03.2000 mit 1527,26 Punkten ein neues Allzeithoch feiern konnte, war der Index am 28.12.2009 nur noch mit 1127,53 notiert. Noch im März 2009 lag die Bewertung um 56% unterhalb des Niveaus vom März 2000. (Quelle: Yahoo Finance, S&P 500 Historische Kurse)

Abschneiden von grossen amerikanischen Firmen im Hinblick auf ihre Ertragsströme während der Krisenjahre. Obwohl die 20 besten Unternehmungen mit relativ stabilen Gewinnen mehr oder weniger unversehrt die Phase von 1929 bis 1933 überstanden, während die 20 schlechtesten Betriebe exorbitante Verluste hinnehmen mussten, die fast so gross waren, wie die Überschüsse vor der Krise, brachen sowohl die Börsenkurse der solidesten als auch der unprofitabelsten Firmen um durchschnittlich 80% bzw. 96% ein (Bridgewater Daily Observations 2009). Dieser Sachverhalt verdeutlicht, dass sich die Finanzmärkte in Baissephasen oftmals von rein psychologischen Elementen treiben lassen, wohingegen fundamentale Faktoren bei schweren Rezessionen auch über mehrere Jahre hinweg nur einen geringen Einfluss auf die Gesamttrendite ausüben können. Nebenbei sei noch erwähnt, dass ein ähnlicher Effekt während den meisten vergangenen Rezessionen, wenn auch nicht in so ausgeprägter Form, ebenfalls zu beobachten war.

Es kann zudem konstatiert werden, dass aufgrund der deutlich unterdurchschnittlichen Performance von Value-Titeln während Rezessionen (vor allem auch vor dem Hintergrund dessen, dass auch Growthwerte schlechter abschneiden als der Marktindex), viele Value Investoren systematische Kalkulationsfehler zu begehen scheinen und sich auf diese Weise in regelmässiger Häufigkeit hohe Verluste einhandeln. Die Ursachen für die Fehleinschätzungen und zu optimistischen Bewertungen von Geschäftsmodellen sind allerdings in Boomphasen zu suchen, da gerade in Haussemärkten Assets erworben werden, die sich im Nachhinein als chronisch überbewertet herausstellen oder aber der Anleger in eine *Value trap* hineintappt, aus der er nur durch einen renditemindernden Verkauf, sprich einen realisierten Verlust, wieder herauskommt. Der darauffolgende Abschnitt analysiert die Folgen von expansiver Geldpolitik und künstlichen Kreditexpansionen auf die Bewertungen von Assets und leitet schliesslich zu den Theorien der Österreichischen Schule über.

A.1.5. Inflationsinduzierte Kalkulationsfehler

Gemäss der ABCT wird ein Konjunkturzyklus durch eine Ausweitung der ungedeckten Geldmenge mittels Kreditexpansion eingeleitet, was als Folge hat, dass der Zins unterhalb das Niveau des bis dahin geltenden „natürlichen“ Zinses²⁸ fällt. Streng zu unterscheiden ist dieser Vorgang dabei von dem in B.2.1.1. beschriebenen Prozess der „gesunden“ Kapitalakkumulation, welcher durch tatsächliches Sparen aufgrund von

²⁸ Hochreiter definiert den natürlichen Zins als einen Zins, der sich „aus den freiwilligen Tauschakten der Menschen“ herausbildet (Hochreiter 2010, S.130).

Änderungen in der subjektiven Zeitpräferenz bei den Wirtschaftsakteuren in Gang gesetzt wird.

An dieser Stelle erscheint es essentiell zu sein, sich die „österreichische“ Definition des Inflationsbegriffes näher anzuschauen. Rothbard definierte den Terminus in seinem Werk „*Man, Economy and State*“ (2004, 2. Auflage Scholar’s Edition) auf folgende Weise: “[it is] the process of issuing money beyond any increase in the stock of specie”. Demnach wäre die „Teuerung“, welche im gegenwärtigen Sprachgebrauch als Synonym für „Inflation“ verwendet wird, lediglich die Folge einer vorausgegangenen ungedeckten Geldmengenausweitung. Die Verwischung dieser beiden Begriffe führt gemäss Hochreiter zu einer „sprachlichen Erblindung“²⁹ sowohl weiter Teile der Öffentlichkeit als auch vieler Anleger, welche die wahre Inflation bei ihren Entscheidungen unterschätzen und deswegen auch nicht oder nur unzureichend in der Lage sind, die wahren Gründe für den permanenten Geldentwertungsprozess ausfindig zu machen. Die Unterschätzung der Inflation lässt sich damit begründen, dass die Teuerungsrate³⁰ lediglich den Anstieg der Konsumentenpreise misst, wobei jedoch vorgelagerte Kapitalgüter und Dienstleistungen keinerlei Berücksichtigung finden, ebenso wenig wie Aktienkurse, welche als Preise für Unternehmensanteile einen durchaus wichtigen Indikator für Kreditexpansionen darstellen (siehe B.2.1.4).

Gemäss der ABCT sind es jedoch gerade die eben aufgezählten Kapitalgüter, die infolge eines Inflationierungsprozesses als erstes im Preis zu steigen beginnen, während die Konsumentenpreise erst als letztes an der Reihe sind. Aufgrund der zeitlichen Verzögerung des Übergreifens der zusätzlichen ungedeckten Geldmenge auf die Teuerungsrate können Zentralbanken eine direkte Verbindung zwischen der von den Geldinstituten verursachten Inflation und der daraus folgenden höheren Teuerung abstreiten. Hochreiter konstatiert: „*Liegt die Inflationsrate über der Teuerungsrate, wird darauf verwiesen, dass die*

²⁹ Hochreiter, Gregor „Krankes Geld – Kranke Welt: Analyse und Therapie der globalen Depression“ (2010), S.41

³⁰ Die Errechnung der Teuerungsrate (der offiziellen Inflationsrate) weist gravierende theoretische Mängel auf, welche von einigen Experten wie beispielsweise dem selbstständigen Wirtschaftsberater John Williams thematisiert werden. Williams berechnet auf seiner Internetseite www.shadowstats.com eine alternative Inflationsrate und kritisiert unter anderem folgende manipulierende Elemente im Konsumentenpreisindex (CPI), welche diesen künstlich tiefer erscheinen lassen: **1) Die geometrische Gewichtung:** demnach erhält eine im Preis gestiegene Ware ein niedrigeres Gewicht im Warenkorb; **2) Die Interventionsbereinigung:** hierbei wird die Preissteigerung einer Ware gänzlich ignoriert, indem sie nur als „vorübergehend“ angegeben wird; **3) Die Hedonik:** technische Neuerungen, die einen deflationistischen Einfluss haben, erhalten eine zu starke Gewichtung und wirken so preisdämpfend auf den Index; **4) Der Surrogatansatz:** eine im Preis gestiegene Ware wird durch ein billigeres „Substitut“ ersetzt, wobei sich die Regierungsstatistiker als bemerkenswert kreativ erweisen.

Inflationierung sich nicht zur Gänze auf die Preise niederschlägt. Liegt hingegen die Teuerungsrate über der Inflationsrate, wird die Schuld an der Preistreiberei den Unternehmern in die Schuhe geschoben“ (Hochreiter 2010, S.110). Ebenso kritisierte Ludwig von Mises in „*Nationalökonomie – Theorie des Handelns und Wirtschaftens*“ (1940) die willkürliche Zusammensetzung und permanente Veränderung des Warenkorbes und vermerkte mit einem leichten Zynismus, dass das Vorgehen einer „verständigen Hausfrau“, die die Preisentwicklung von mehreren Waren, die nur ihren Haushalt betreffen, über die Zeit vergleicht, nicht weniger „wissenschaftlich“ sei, als die Vorgehensweise von fortgeschrittenen Mathematikern, wenn diese einen künstlichen Index für einen nicht existierenden Durchschnittsmenschen konstruieren würden.

Die Effekte der Inflationierung auf das Zinsniveau, sowie die systematische Unterschätzung der wahren Inflation aufgrund einer mit vielen theoretischen Mängeln behafteten Begriffsdefinition, führen vor allem zu folgenden drei Kalkulationsfehlern:

1. Die systematische Überbewertung der Profitabilität von Projekten: Wie bereits erwähnt, führt eine mittels Kreditexpansion durchgeführte Inflationierung zu einer relativen³¹ Reduktion der Zinsrate auf den Kreditmärkten. Ergo, wird der nun unterhalb des natürlichen Niveaus liegende Zinssatz von den Unternehmern als neue Grundlage für die Diskontierung der erwarteten Erträge auf Kapitalgüter verwendet. Daraus resultiert unweigerlich ein relativ höherer Net Present Value (NPV) auf Kapitalgüter und Projekte. Bagus³² betont zudem, dass auf diese Art und Weise auch der NPV von Aktien, Anleihen und Immobilien, welche Kapitalgüter abbilden, ebenfalls auf indirektem Wege steigt und die Marktteilnehmer die Preise sämtlicher dieser Assets in die Höhe treiben.

Anhand eines Zahlenbeispiels³³ soll nun im Folgenden die Wirkung einer Zinssenkung von 5% auf 4% durch die Zentralbank auf den Gegenwartswert (PV) des Betriebskapitals³⁴ und des Anlagekapitals einer Unternehmung veranschaulicht werden. Hierbei wird der Wert des Betriebskapitals (P_{WK}) mit folgender Gleichung definiert:

³¹ Die Zinsen sinken aufgrund einer Kreditexpansion auf ein tieferes Niveau als dies ohne die expansive Geldpolitik der Zentralbanken (und der folgenden Ausweitung der Kreditvergabe durch das Teilreservebankensystem) der Fall gewesen wäre.

³² Bagus, Philipp 2007. „Asset prices – An Austrian Perspective“, S.4.

³³ Cwik, Paul F. 2008. „Austrian Business Cycle Theory: A Corporate Finance Point of View“, S.61ff

³⁴ Das Betriebskapital wird als Summe aller Aufwendungen, die für Gehälter, Werk –und Rohstoffe etc. aufgebracht werden müssen, definiert (Cwik 2008, S.61). Eine ähnliche Analyse wurde bereits von Fritz Machlup in „The Rate of Interest as Cost Factor and as capitalization Factor“ (1935) durchgeführt.

$$P_{WK} = P_{input} \cdot \left(1 + \frac{i}{t}\right)$$

wobei P_{input} die direkten Kosten für Arbeit und Werkstoffe darstellt, i für den Zins steht und t die Umschlagsgeschwindigkeit des Betriebskapitals repräsentiert. Entsprechend lässt sich die prozentuale Veränderung von P_{WK} , wenn i (=5%) zu i' (=4%) wird, wie folgt berechnen:

$$\dot{P}_{WK} = \frac{i' - i}{t + i}$$

Demnach führt eine Zinssenkung von 5% auf 4% bei einem angenommenen $t=3$ zu einer Reduktion der Kosten des Betriebskapitals von 0,328%. Im Vergleich dazu sind die Auswirkungen auf das Anlagekapital einer Unternehmung wesentlich grösser. Wenn man annimmt, dass die Kapitalausstattung einer Firma einen konstanten Nettogewinn von $R - P_{WK}$ über die nächsten n Jahre liefert, ergibt sich folgende Formel für den diskontierten Gegenwartswert (PV_{FK}) der fixen Kapitalausstattung:

$$PV_{FK} = \frac{R - P_{WK}}{1 + i} + \frac{R - P_{WK}}{(1 + i)^2} + \dots + \frac{R - P_{WK}}{(1 + i)^n} \quad \text{bzw.} \quad PV_{FK} = \text{Net R} \times \left(\frac{(1 + i)^n - 1}{i \cdot (1 + i)^n} \right)$$

Die prozentuale Veränderung von PV_{FK} wird durch den kommenden Ausdruck approximiert:

$$\dot{P}V_{FK} = \left(\frac{i}{i'}\right) \cdot \left(\frac{(1 + i)^n}{(1 + i')^n}\right) \cdot \left(\frac{(1 + i')^n - 1}{(1 + i)^n - 1}\right) - 1$$

Untersucht man hier wiederum die Wirkung der vorhin beschriebenen 1%igen Zinssenkung, wird ersichtlich, dass der Einfluss umso stärker ist, je grösser die Lebensdauer der Kapitalausstattung beträgt, was in nachfolgender Tabelle deutlich wird.

Lebensdauer der Kapitalausstattung	% Veränderung des PV_{FK}
n=1	0,962%
n=5	2,826%
n=10	5,040%
n=20	9,052%

Es lässt sich schlussfolgernd konstatieren, dass aufgrund der oberen Berechnungen, Unternehmen nicht nur wie im ABCT beschrieben, ihre Investitionen in Kapitalgüter ausweiten, wenn eine Zinssenkung eintritt, sondern mehr noch, gewillt sein werden in möglichst langlebige Kapitalausstattungen und Projekte zu investieren. Ebenso werden infolge der relativ gesunkenen Kosten, die Aufwendungen für das Betriebskapital erhöht, um die Expansion der Investitionen in das Anlagekapital zu unterstützen (Cwik 2008).

Beide Effekte zusammen tragen zu einem Boom in den vom Konsum weiter entfernten Sektoren bei, wobei es zu einer Verschiebung der Ressourcen von den konsumnahen zu den kapitalintensiven Industrien kommt. Die Geldmittel für die Investitionen entstammen dabei aber nicht aus den Ersparnissen einer Volkswirtschaft, sondern werden, dirigiert von einer Zentralbank, durch eine künstliche Kreditexpansion der Bankinstitute bereitgestellt. Obwohl im Rechenbeispiel von Cwik allgemein von einer „Zinssenkung“ durch die Zentralbank die Rede ist, handelt es sich präziser ausgedrückt um ein zusätzliches Umwandeln von Verpflichtungen der Notenbank in legale Zahlungsmittel bzw. der Herausgabe neuer, ungedeckter Banknoten. Die eigentliche künstliche Kreditexpansion erfolgt schliesslich über das Teilreservebankensystem durch die Vergabe von „Zirkulationskrediten“ (Mises 1912), d.h. von Krediten, denen keine Ersparnisse zugrunde liegen. Das durch das *fiat money* System bereitgestellte zusätzliche Geldangebot resultiert letztlich in einer relativen Reduktion des Zinsniveaus auf den Kreditmärkten.

Eine zusätzliche Folge der Kreditexpansion ist die Tatsache, dass Unternehmen, welche bei der alten Zinsrate aufgrund eines negativen NPV nicht in ein Projekt investiert hätten, nun zu Fehlinvestitionen verleitet werden, weil aufgrund der tieferen Kreditkonditionen die gleichen Projekte auf einmal profitabel erscheinen ($PV_{FK} > 0$). Diese in den Jahren des künstlich erzeugten Booms als gewinnbringend und solide erscheinenden Firmen verlocken auch zahlreiche Anleger zur Finanzierung eigentlich hochriskanter Geschäftsmodelle. Im Endeffekt tragen Investoren über ihr auf Kalkulationsfehlern fundiertes, verstärktes Engagement auf den Aktien –und Anleihemärkten zu einer Förderung von Fehlinvestitionen bei, die erst durch das unvermeidliche Eintreten einer Rezession als solche enttarnt werden können.

2. Die systematische Unterschätzung der Inflationierung: Hierbei kommt es bei vielen Unternehmern zu der zu Beginn des Abschnittes beschriebenen begrifflichen Verwechslung von Inflation und Teuerung, was zur Folge hat, dass die wahre Inflation aufgrund der Fokussierung auf den von staatlichen Behörden errechneten Konsumentenpreisindex um mehrere Prozent unterschätzt wird. Hochreiter (2010) verglich die Entwicklung der umlaufenden Geldmenge (Banknoten, M1, M2 und M3) im Euroraum während dem Zeitabschnitt von Juni 1998 bis Mai 2008 (das sogenannte erste Dezennium der EZB) mit den Goldreserven der EZB und aller Zentralbanken der Euro-Länder. Die Ergebnisse werden in folgender Tabelle zusammengefasst.

	Juni 1998	Mai 2008
Geldmengenaggregat	Anzahl Euro/Feinunze Gold	Anzahl Euro/Feinunze Gold
Banknoten	781	1831
M1	4054	10933
M2	9224	21688
M3	10788	25657

Aus den Zahlen wird eindrücklich ersichtlich, dass es im untersuchten Zeitraum eine massive Zunahme sämtlicher Geldmengenaggregate gegeben hat, so dass sich im Jahre 2008 die Geldmenge, die durch eine Feinunze Zentralbankgold gedeckt³⁵ war, im Vergleich zu 1998 mehr als verdoppelt hat. Dementsprechend betrug die Geldentwertung für Banknoten 8,9% pro Jahr, während der jährliche Kaufkraftverlust von M1 und M2 10,4% bzw. ebenfalls 8,9% ausmachte. M3 entwertete sich mit 9,1% pro Jahr in einem ähnlichem Ausmass (Hochreiter 2010, S.50ff). Im Vergleich dazu betrug die offizielle durchschnittliche Inflationsrate (Teuerungsrate gemäss öst. Definition) für den gleichen Zeitraum lediglich 2,1% pro Jahr³⁶.

Aufgrund der systematischen Unterschätzung der wahren Inflation bilden viele Unternehmer vor allem bei der Planung von langfristigen Anschaffungen zu geringe Rücklagen und weisen damit einen zu optimistischen Gewinn aus. Der dabei begangene Kalkulationsfehler kann dabei lange in der Bilanz bestehen bleiben, bis zu dem Zeitpunkt, an dem die z.B. neue Maschine tatsächlich angeschafft werden muss und der Unternehmer realisiert, dass er für die Anlage einen deutlich höheren Preis zu entrichten hat, als ursprünglich vermutet. Abschliessend sei noch erwähnt, dass sowohl Geschäftsleute als auch Anleger oftmals einer „Geldillusion“ zum Opfer fallen, indem sie ihren Fokus vor allem auf nominelle Erträge richten und dabei die reale Kaufkraft des Geldes auf leichtsinnige Weise aus den Augen verlieren (Hochreiter 2010).

3. Die künstliche Aufblähung der Finanzkennzahlen: Dieser Effekt ist eine direkte Folge der beiden eben beschriebenen Kalkulationsfehler, wobei es zu Verzerrungen der Kennzahlen der Unternehmensbewertung und Profitabilität kommt. Die zentrale Ursache liegt dabei in der systematischen Unterschätzung der operativen Kosten und dem Eingehen eigentlich unprofitabler Projekte ($NPV < 0$) aufgrund eines relativ zu tiefen Zinsniveaus bedingt durch Ausweitungen der ungedeckten Geldmenge. Folge der Kalkulationsfehler sind vor allem zu hoch ausgewiesene Jahresüberschüsse, welche auf wichtige Profitabilitätskennzahlen wie beispielsweise die EBIT-Marge, die EBITDA-Marge, die Gesamtkapitalrentabilität, die

³⁵ Hochreiter impliziert in seinen Berechnungen, dass die Einlöseverpflichtung für Banknoten bei einer Zentralbank weiterhin besteht.

³⁶ Quelle: Eurostat Datenbank

Eigenkapitalrendite (ROE) oder das Return on Investment (ROI) verzerrend einwirken und die Unternehmen zum Teil wesentlich profitabler erscheinen lassen als sie in Wirklichkeit sind.

Ebenso betroffen sind auch klassische Value-Kennziffern wie etwa die Price-Earnings Ratio (P/E)³⁷, das Kurs-Cash Flow-Verhältnis (KCV) oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis, die infolge zu hoch bilanzierter Gewinne eine zu positive Unternehmensbewertung ergeben. Vor allem in Phasen der Hochkonjunktur, welche durch künstliche Kreditexpansion erzeugt wurde, veranlassen vermeintlich „günstig“ bewertete Geschäftsmodelle viele Value Investoren zu fehlgeleiteten Anlagen, die nach dem unvermeidlichen Ende einer Hausse unter schmerzhaften Verlusten veräußert werden müssen. Wie Abschnitt B.2.1.4. noch aufzeigen wird, betrachtet Machlup³⁸ einen allgemeinen Boom an den Aktienmärkten mit als besten Indikator für eine durch Inflationierung eingeleitete Kreditexpansion der Zentralbanken. Zuvor ist es jedoch wichtig die Österreichische Theorie der Konjunkturzyklen (ABCT) vorzustellen, die den Ablauf eines typischen Boom - und *Bust*zyklus analysiert und die Folgen einer ungedeckten Ausweitung der Geldmenge veranschaulicht. Mit diesem Vorhaben wird im Folgenden Teil B eingeleitet, wobei anschliessend die Evidenz der ABCT anhand der Untersuchung der wichtigsten Rezessionen der vergangenen drei Jahrzehnte aufgezeigt werden soll. Die Kenntnis der ABCT ist eine essentielle Voraussetzung zur Vermeidung der drei beschriebenen Kalkulationsfehler, wobei die Befolgung der Prinzipien der Öst. Schule die Vermögensanlage eines Austrian Asset Managers entscheidend prägt und so sein Handeln vom klassischen Value Investing abgrenzt.

³⁷ Graham und Dodd kritisierten bereits in *“Security Analysis“* (1934) die gravierenden Mängel der PE-Ratio aufgrund der verzerrenden Wirkung der Einjahresbetrachtung und der hohen Schwankungsanfälligkeit von Gewinnen in der kurzen Frist. Demnach könnten Unternehmen in Boomzeiten hohe Gewinnmargen ausweisen und durch Aufnahme zusätzlicher Schulden die eigenen Gewinne weiter aufblähen. Der gegenteilige Effekt würde in Rezessionen auftreten, wenn die Firmenprofite stark sinken. Zur Glättung dieser verzerrenden Zyklizität verwendeten Graham und Dodd deswegen stets die durchschnittlichen Gewinne der letzten 7-10 Jahre (siehe Graham & Dodd PE, S.7 und S.8).

³⁸ Machlup, Fritz 2002. „Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung“, S.217.

TEIL B – Theorien der Österreichischen Schule

B.2.1. Die Konjunkturtheorie der Wiener Schule (ABCT)

B.2.1.1. Der gesunde Prozess der Kapitalakkumulation

Obwohl wichtige Grundzüge der ABCT auf David Ricardo³⁹, einem britischen Ökonomen aus dem frühen 19. Jahrhundert, zurückgehen, war es vor allem die vom österreichischen Wirtschaftswissenschaftler Ludwig von Mises im Jahre 1912 erstmals veröffentlichte Habilitationsschrift „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“, die ein in sich geschlossenes Theorem zur Erklärung immer wiederkehrender Konjunkturzyklen aufstellte. Die Thesen von Mises, sowie einige spätere Erweiterungen von Friedrich A. von Hayek sind die zentralen Grundpfeiler der Konjunkturtheorie der Wiener Schule, die im englischsprachigen Raum auch als *Austrian Business Cycle Theory* bekannt ist.

Die Zielsetzung der ABCT ist vor allem die Beantwortung zweier grundlegender Phänomene und Fragestellungen: 1) Weshalb gibt es in mehr oder weniger regelmässigen Abständen Phasen, in denen die überwältigende Mehrheit der Unternehmer grosse Verluste erleidet oder gar Konkurs geht und viele Produkte keinen Abnehmer mehr finden? Dies erscheint primär deshalb sehr ungewöhnlich, da es denselben Geschäftsleuten in den Perioden vor einer Rezession stets gelungen war, die Wünsche der Konsumenten adäquat zu befriedigen. Das Phänomen liegt dabei in der überdurchschnittlichen Anzahl an Firmeninsolvenzen und Fehlbeträgen, die das „natürliche“ Niveau in einer freien Marktwirtschaft deutlich überschreitet. 2) Warum sind kapitalintensive Industrien (Güter höherer Ordnung⁴⁰) wie das Baugewerbe, der Rohstoffsektor oder der Maschinenbau von regelmässigen Wirtschaftseinbrüchen wesentlich stärker betroffen als die Konsumgüterindustrie (Güter erster Ordnung)? Im Gegensatz dazu verzeichnen die erstgenannten wesentlich stärkere Gewinnzuwächse während inflationären Boomphasen. Folglich muss eine adäquate Konjunkturtheorie auch in der Lage sein, die stärkere Intensität, mit der die Kapitalgüterbranchen Wirtschaftszyklen durchleben, zu erklären (Rothbard 1969).

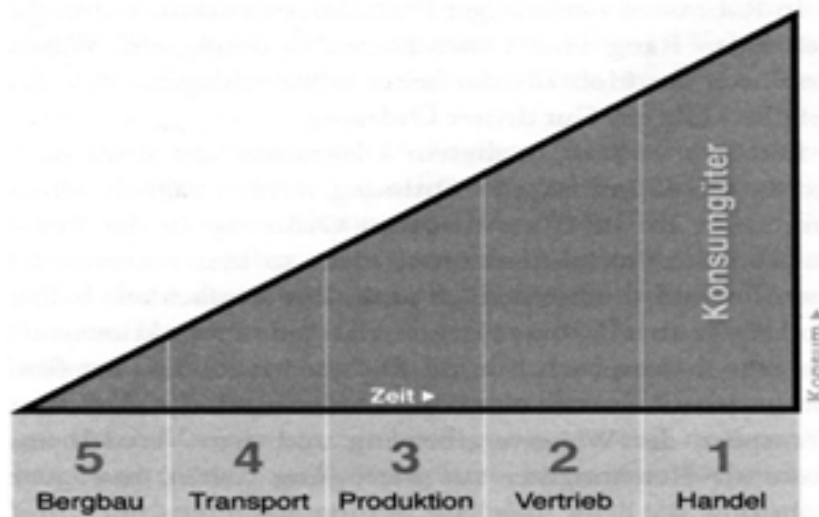
³⁹ In seiner Business Cycle Theory beschrieb Ricardo wie der Bankensektor durch eine ungedeckte Erhöhung der Geldmenge erst ein Ansteigen der Preise im Inland und damit einen inflationären Boom, welcher zu hohen Importüberschüssen führte, verursachte, und anschliessend mangels Goldreserven das Kreditangebot kontrahieren musste, was eine Wirtschaftskrise zur Folge hatte. Siehe: Rothbard, Murray N. 1969. „Economic Depressions: Their Cause and Cure“ (Mises Institute).

⁴⁰ Diese Einteilung der wirtschaftlichen Güter geht auf den Begründer der Öst. Schule Carl Menger zurück. Die Güter erhalten dabei eine umso höhere Nummer, je weiter sie vom unmittelbaren Konsum bzw. der direkten Zielerreichung entfernt sind.

Auf den kommenden Seiten sollen nun die verzerrenden Wirkungen einer ungedeckten Erhöhung der Geldmenge mittels Kreditexpansion dargestellt werden, wobei die Dynamik eines Boom –und *Bustzyklus* im Detail analysiert wird. Zuvor erscheint es jedoch wichtig sich zunächst einen „gesunden“ Prozess der Kapitalakkumulation anzuschauen, welcher auf tatsächlichen Ersparnissen beruht. Hayek formulierte im gleichen Zusammenhang einst sehr treffend: „*Bevor wir erklären können, wie der Marktprozeß schief gehen kann, müssen wir erst erklären, wie er überhaupt jemals funktionieren kann*“⁴¹.

Huerta de Soto beschreibt die reale Produktionsstruktur des Marktes als einen dynamischen Prozess, welcher aus einer Reihe „sehr komplexer, sukzessiver, zeitlicher Produktionsstadien“⁴² besteht. Hierbei betont der Autor, dass die Mehrheit der Produktionsfaktoren nicht für die Herstellung von zum gegenwärtigen Zeitpunkt verfügbaren Konsumgütern verwendet wird, sondern der Erzeugung von Gütern und Dienstleistungen dient, welche erst in den nächsten zwei, drei oder gar mehr Jahren fertiggestellt und nachgefragt werden. Zur besseren Veranschaulichung der Produktionsstruktur einer Volkswirtschaft wird hierbei das von Nobelpreisträger Friedrich A: von Hayek entwickelte „hayeksche Dreieck“ verwendet (Abbildung 8, Quelle: Hochreiter 2010, S.133).

Abb. 8: Das hayeksche Dreieck



Die horizontale Achse beschreibt dabei die Zeitdimension und Dauer eines Produktionsprozesses. Aus der Grafik⁴³ wird ersichtlich, dass Güter höherer Ordnung, das heißt, Güter, welche die Bedürfnisse der Verbraucher nicht unmittelbar befriedigen, zeitlich

⁴¹ Aus: Hochreiter, Gregor 2009. „Wirtschaftskrise – Eine Analyse des Institutes für Wertewirtschaft“, S.4

⁴² Huerta de Soto, Jesus 2010. „Rezessionen, Reformen der Finanzindustrie und die Zukunft des Kapitalismus“ (LI Paper), S.3

⁴³ In Wirklichkeit sind die einzelnen Produktionsstufen natürlich unterschiedlich lang und lassen sich nicht eindeutig voneinander abgrenzen.

früher produziert werden als Konsumgüter. Die Achse repräsentiert beispielsweise die Zeitdauer zum Bau einer Fabrikanlage oder zur Fertigstellung eines Forschungsprojektes für ein neues Medikament. Es ist zudem anzumerken, dass die Zeitdimension auch angibt, wie lange Kapital gebunden ist, bis die Pay-Back Phase erreicht ist (Best 2009). Während der vertikale Abschnitt den Wert der Produktionsgüter für den Konsum symbolisiert und die einzelnen Wertsteigerungen im Produktionsprozess verdeutlicht, kann die Steigung der Diagonalen als Zinsrate (unter Vernachlässigung des Risikofaktors des Kapitals) interpretiert werden. Best⁴⁴ illustriert einen Investitionsvorgang anhand eines vereinfachten Beispiels: Wird zu Beginn eines Jahres eine Investition im Umfang von \$100 im linken Eck des Dreiecks getätigt, die in genau einem Jahr einen Ertrag von \$110 (die Höhe des rechten Ecks) abwirft, hat der Unternehmer in diesem Zeitraum eine Kapitalrendite von 10% erwirtschaftet.

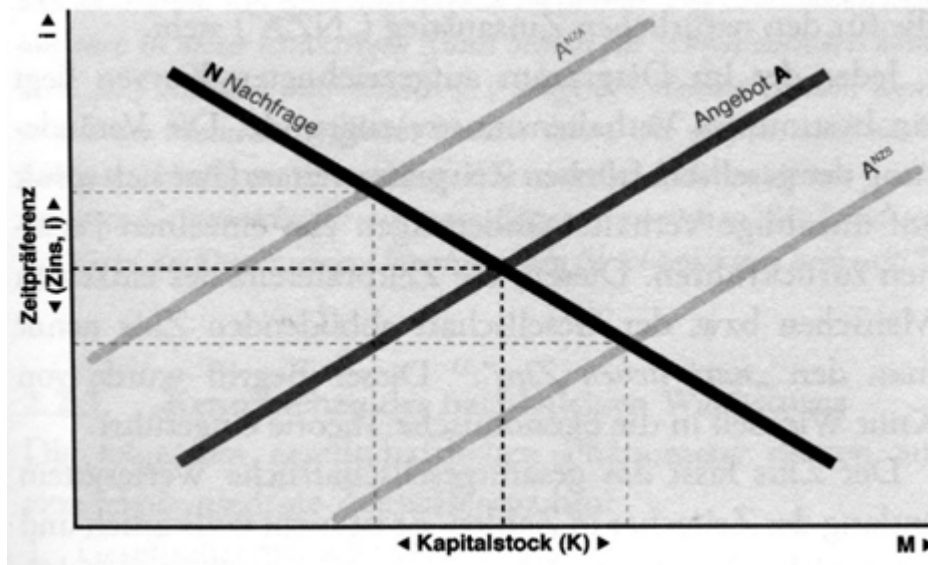
Sowohl für die Kapitalstruktur als auch für die ABCT spielt das Konzept des „natürlichen“ Zinsniveaus eine entscheidende Rolle. Dabei bestimmt sich die Zinsrate in einer freien Marktwirtschaft erstens durch die subjektiven Zeitpräferenzen der Marktakteure und zweitens durch die angebotene und nachgefragte Menge an verleihbarem Geld (Best 2009). Daraus kann logischerweise geschlossen werden, dass ein Absinken der Sparquote auch zu einem kleineren Angebot an verleihbarem Geld führt und sich daraufhin ein harter Wettbewerb zwischen potentiellen Schuldern entfacht, welcher notwendigerweise in höheren Zinsraten resultiert. Die direkte Folge davon ist jedoch, dass mehr Akteure gewillt sein werden, ihre Ersparnisse zu erhöhen, so dass dieser Tatbestand wiederum ein Absinken des Preises für Darlehen bewirkt. Auf dem freien Markt findet sich wie bei jedem anderen Gut auch hier ein markträumender Preis, welcher vor allem von Vertretern der Öst. Schule als „natürliches Zinsniveau“ bezeichnet wird. Der österreichische Ökonom Eugen Böhm von Bawerk⁴⁵ definierte den Zins einst als Marktpreis aus gegenwärtigen Gütern in Abhängigkeit der zukünftigen Güter, wobei es stets die subjektive Zeitpräferenz eines jeden Individuums ist, welche die relative Wertschätzung von heutigem Konsum im Vergleich zu zukünftigem determiniert. Das natürliche Zinsniveau spielt eine sehr wichtige Rolle für die Kapitalstruktur von Unternehmungen, da dieses von Geschäftsleuten als Entscheidungsgrundlage für das Eingehen langfristiger kapitalbindender Projekte dient. Zudem koordiniert es Konsum –und Produktionsalternativen und wirkt auch auf die relativen Preise innerhalb einer

⁴⁴ Best, Ben 2009. „An Austrian Theory of Business Cycles”

⁴⁵ In seinem bedeutenden Werk „Kapital und Kapitalzins“ (1909) arbeitete Böhm von Bawerk die enorme Wichtigkeit des Konzeptes der Zeitpräferenz und des damit zusammenhängenden Zinses heraus. Diese seien ebenso essentiell für die Entscheidungen von Marktakteuren, wie auch für das Produktivitätsniveau einer ganzen Volkswirtschaft.

Volkswirtschaft. Abbildung 9 (Quelle: Hochreiter 2010, S.129) illustriert die eben beschriebenen Zusammenhänge zwischen Zeitpräferenz, Zins und der Höhe des Kapitalstocks.

Abb. 9: Die Relation zwischen Zeitpräferenz und Kapitalstock



Im Folgenden soll nun untersucht werden, wie sich ein Absinken der subjektiven Zeitpräferenz (=Erhöhung der Ersparnisse) der Akteure auf die Produktionsstruktur auswirkt. Huerta de Soto (2010) beschreibt drei mikroökonomische Prozesse, welche letztlich zu einer Streckung des Produktionsprozesses führen und für die Marktteilnehmer wichtige Signale liefern, um die zusätzlichen Ersparnisse korrekt zu investieren.

- I. Aufgrund der Tatsache, dass eine höhere Sparquote zu einer tieferen Nachfrage nach Gütern erster Ordnung führt, sinken die Profite der Konsumgüterindustrie in Relation zu denen der anderen Branchen, welche Güter produzieren, die erst in Zukunft⁴⁶ für den Verbraucher zugänglich werden. Dies lässt sich vor allem damit begründen, dass deren Profitabilität nicht durch die negative Entwicklung des Konsumgütermarktes beeinflusst wird. Es kann generell konstatiert werden, dass unternehmerischer Profit ein zentrales Signal für Investitionsentscheidungen der Unternehmer darstellt, so dass ein relativ höherer Erlös in der Kapitalgüterindustrie viele Geschäftsleute zu Anlagen in längerfristige Projekte anregen wird.
- II. Ebenso kommt es infolge der Abnahme der subjektiven Zeitpräferenzen zu einer Reduktion des natürlichen Zinsniveaus (siehe Abb. 9), da nun das Angebot an verleihbarem Geld zugenommen hat. Die Folge davon ist eine Erhöhung der

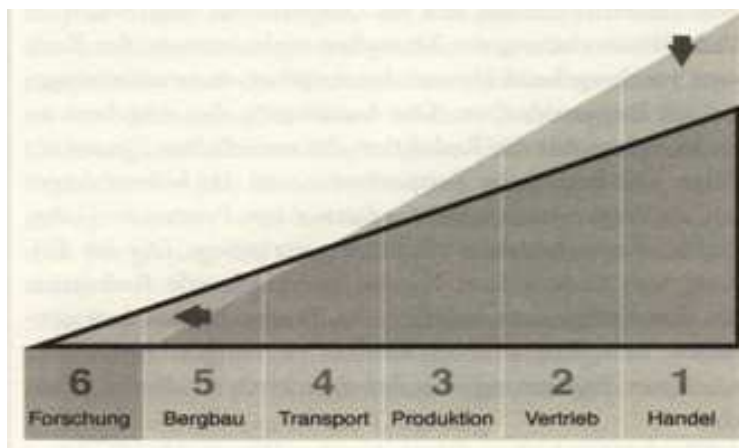
⁴⁶ Bei Gütern höherer Ordnungen kann es auch sein, dass mehrere Jahre vergehen müssen, bis diese als Konsumgüter auf dem Markt verfügbar sein werden.

Marktpreise für Investitionsgüter, da bei der Berechnung der Profitabilität die erwartete Kapitalrendite nun mit tieferen Zinsraten diskontiert wird als das vorher der Fall war. Diese Preiserhöhung fällt dabei umso stärker aus, je weiter das jeweilige Kapitalgut in der Produktionsstruktur zeitlich vom Konsum entfernt ist (siehe S.19).

- III. Die dritte Wirkung bezeichnete Hayek einst als „Ricardo-Effekt“⁴⁷: dieser beschreibt den Einfluss von zunehmenden Ersparnissen auf die Reallöhne. Da eine Erhöhung der Sparquote die Nachfrage nach Konsumgütern senkt, kommt es folglich zu einer Stagnation oder Abnahme der Marktpreise in diesem Sektor. Geht man nun von einem gleichbleibenden Faktoreinkommen aus, muss dies zu höheren realen Einnahmen bei den Arbeitern führen. Entsprechend werden Unternehmer versuchen den nun teurer gewordenen Produktionsfaktor Arbeit durch relativ billigere Kapitalgüter⁴⁸ zu substituieren. Es kommt demnach zu einer Wanderung der Arbeitskräfte vom stagnierenden Konsumgütersektor zu den Industrien, welche in Gütern höherer Ordnung engagiert sind.

Die drei beschriebenen Effekte haben eine gleichgerichtete Wirkung, wobei sie zu einer Streckung des Produktionsprozesses beitragen und kapitalintensivere Investitionen fördern. Abbildung 10 (Quelle: Hochreiter 2010, S.136) symbolisiert diesen Sachverhalt.

Abb. 10: Streckung des Produktionsprozesses – nachhaltiges Wachstum



Es kann konstatiert werden, dass diese Investitionen auch nachhaltig sind, weil sie durch vorhergehende Ersparnisse finanziert und somit vom freien Markt „verlangt“ wurden. Die so in Gang gesetzte Produktion von zukünftigen Konsumgütern steigert die wirtschaftliche Wohlfahrt und Entwicklung der gesamten Ökonomie. Die Tatsache, dass jedem Konsum erst eine Produktion vorausgehen muss, ist wahrscheinlich die wichtigste

⁴⁷ Hayek, Friedrich A. 1948. „The Ricardo Effect“ in Individualism and Economic Order, S. 250ff

⁴⁸ Beispielsweise Maschinen oder Computer, die von Arbeitskräften in vom Konsum weiter entfernten Sektoren gefertigt werden.

universelle ökonomische Gesetzmässigkeit, die von Vertretern der Öst. Schule vehement propagiert wird. Hingegen herrscht in der breiten Öffentlichkeit trotz zahlreicher vergangener Wirtschaftskrisen und Hyperinflationen⁴⁹ weiterhin die Ansicht, dass man durch pures Gelddrucken eine Wirtschaft „stimulieren“ könne. Aufgrund dessen behandelt der folgende Abschnitt die Auswirkungen von künstlichen Kreditexpansionen auf die freien Märkte und verdeutlicht die folgenschweren Effekte einer inflationistischen Geldpolitik.

B.2.1.2. Künstliche Kreditexpansion durch Geschäftsbanken

Infolge der Tatsache, dass heutige Geschäftsbanken nur einen sehr geringen Prozentsatz ihrer Einlagen⁵⁰ als Barreserve halten müssen, ist es Ihnen gesetzlich gestattet Buch –oder Giralgeld, d.h. „virtuelles Geld“ zu schöpfen. Hierbei kommt es zu einer Ausweitung des Kreditvolumens, welches jedoch nicht durch den Eingang zusätzlicher Ersparnisse gedeckt ist. Gemäss Huerta de Soto werden diese neu geschöpften Kredite auf der Haben-Seite einer Bankbilanz gegen neue Sichteinlagen, welche „aus der Luft“⁵¹ erschaffen werden, verbucht. Dieser Kreditschöpfungsvorgang, den Mises in seinem Werk „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“ einst als Zirkulationskredit⁵² bezeichnete, führt zu einer temporären Verlängerung der Bilanz einer Geschäftsbank, wie in folgendem Beispiel verdeutlicht wird (Hochreiter 2010, S.65):

Aktiva	Passiva
Barreserve: 100 Euro	Verbindlichkeit gegenüber Kunden/Deponent: 100 Euro
Forderung an Kunden: 90 Euro	Verbindlichkeit gegenüber Kunden/Kreditnehmer: 90 Euro

Hierbei hat der Deponent Sichteinlagen, die an und für sich jederzeit verfügbar sind, im Umfang von 100 Euro eingelegt. Die Bank hält aber lediglich 10% davon als Reserve und verleiht die restlichen 90% als Zirkulationskredit an einen Kreditnehmer. Hochreiter betont, dass auf diese Weise 90 Euro Giralgeld inflationistisch geschöpft wurden und zwar deshalb, weil sowohl der Deponent als auch der Kreditnehmer so wirtschaften, als ob sie tatsächlich

⁴⁹ Peter Bernholz zählt in seinem bedeutenden Werk “Monetary Regimes and Inflation“ (2006) alleine für das 20. Jahrhundert 28 Hyperinflationen (=Wachstum der Geldbestände beträgt von einem Monat zum anderen >50%), wobei das Phänomen immer nur bei ungedeckten Papierwährungen festzustellen war.

⁵⁰ Der Mindestreservesatz variiert je nach Land und wird von der jeweiligen Zentralbank bestimmt. Die EZB schreibt für Einlagen lediglich eine Reserve von 2% vor, während es bei der FED immerhin 10% sind.

⁵¹ Huerta De Soto, Jesus 2010. „Rezessionen, Reformen der Finanzindustrie und die Zukunft des Kapitalismus“, S.5

⁵² Dieser ist streng zu unterscheiden vom „Sachkredit“, einem Kredit, welcher auf realen Ersparnissen beruht. Dem Sachkredit liegen Spareinlagen zugrunde, wobei der Sparer im Gegensatz zum Deponenten für einen gewissen Zeitraum auf die Verfügungsgewalt seines Geldes verzichtet und dafür Zinsen erhält.

über 100 Euro bzw. 90 Euro verfügen würden. Wenn nun der Schuldner den ihm zugesprochenen Kredit von seinem Konto abhebt, verkürzt sich die Bankbilanz wie folgt (Hochreiter 2010, S.65):

Bank A	
Aktiva	Passiva
Barreserve: 10 Euro	Verbindlichkeit gegenüber Kunden/Deponent: 100 Euro
Forderung an Kunden: 90 Euro	Verbindlichkeit gegenüber Kunden/Kreditnehmer: 0 Euro

Es ist nicht unschwer zu erkennen, dass die Aktiva der Bank nicht ausreichen, um die Verbindlichkeiten gegenüber dem Deponenten zu erfüllen. Die Bank ist folglich zahlungsunfähig, sobald der Kunde von seinem Recht Gebrauch macht und mehr als 10 Euro von seinem Girokonto abhebt.

Die Mehrheit⁵³ der Ökonomen der Öst. Schule kritisiert das Teilreserve-Bankensystem in dreifacher Hinsicht: Erstens wird argumentiert, dass die Vergabe von Zirkulationskrediten die Eigentumsrechte der Deponenten verletzt, weil deren Sichteinlagen ohne ihr Einverständnis an Dritte verliehen werden. In diesem Zusammenhang schrieb Rothbard: *“This form of theft is known as embezzlement, which the dictionary defines as “appropriating fraudulently to one’s use, as money or property entrusted to one’s care”*⁵⁴. Zweitens wird der soeben beschriebene Kreditschöpfungsprozess als Hauptursache für Wirtschaftszyklen aufgeführt, weil es hier mittels Kreditexpansion zu einer ungedeckten Erhöhung der Geldmenge kommt, welche den Marktzins unterhalb seines natürlichen Niveaus absinken lässt. Drittens betont man die Fragilität und Anfälligkeit des Bankensystems hinsichtlich der Gefahr von *bank runs*. Wie im oberen Beispiel veranschaulicht, hängt die Solvenz eines Finanzhauses, welches Zirkulationskredite vergibt, einzig und allein vom Vertrauen der Deponenten ab. Sobald diesen jedoch die zu geringen Aktiva-Positionen ihrer Bank bewusst werden oder aber die Einleger mehr Cash benötigen als von der Institution als Reserve gehalten wird, kommt es zu einem Sturm der Bankschalter, welcher die Bank in den Konkurs stürzt und möglicherweise auch andere Finanzhäuser in Bedrängnis bringt. Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die Folgen von Kreditexpansionen hinsichtlich der Entscheidungen von Konsumenten, Unternehmern und Investoren.

⁵³ Die bekanntesten Ökonomen, die diese Positionen in der Gegenwart vertreten sind Hans-Hermann Hoppe, Jörg Guido Hülsmann und Walter Block (*“Against Fiduciary Media“* 1998), sowie Jesus Huerta de Soto (*“Money, Bank Credit, and Economic Cycles“*, Second Edition 2009). Hingegen setzen sich vor allem George Selgin (*“Should we let banks create money?“* 2000) und Lawrence H. White für ein goldgedecktes Teilreserve-Bankensystem ein.

⁵⁴ Rothbard, Murray 2008. *“The Mystery of Banking“* (Ludwig von Mises Institute, Second Edition), S.88f

Die inflationistische Geldpolitik einer Zentralbank (siehe B.2.1.3.) leitet die oben beschriebene künstliche Kreditexpansion durch den Bankensektor ein und sorgt durch eine relative Senkung der Zinsrate für zwei folgenschwere Verzerrungen auf den Kapitalmärkten. Zum einen erhalten potentielle Sparer nun weniger als das vorherige natürliche Zinsniveau, so dass es tendenziell zu einem Absinken der Sparquote innerhalb einer Volkswirtschaft kommt. Dieser Effekt lässt sich vor allem seit dem Zusammenbruch des Bretton–Woods–Systems und dem damit verbundenem Ende der letzten Währung mit Goldbindung im Jahre 1973 relativ deutlich beobachten. Abbildung 11⁵⁵ illustriert die Entwicklung der Sparquote in den USA von 1970 bis 2007.

Abb. 11: Sparquote in Prozent vom verfügbaren Monatseinkommen (USA 1970 – 2007)

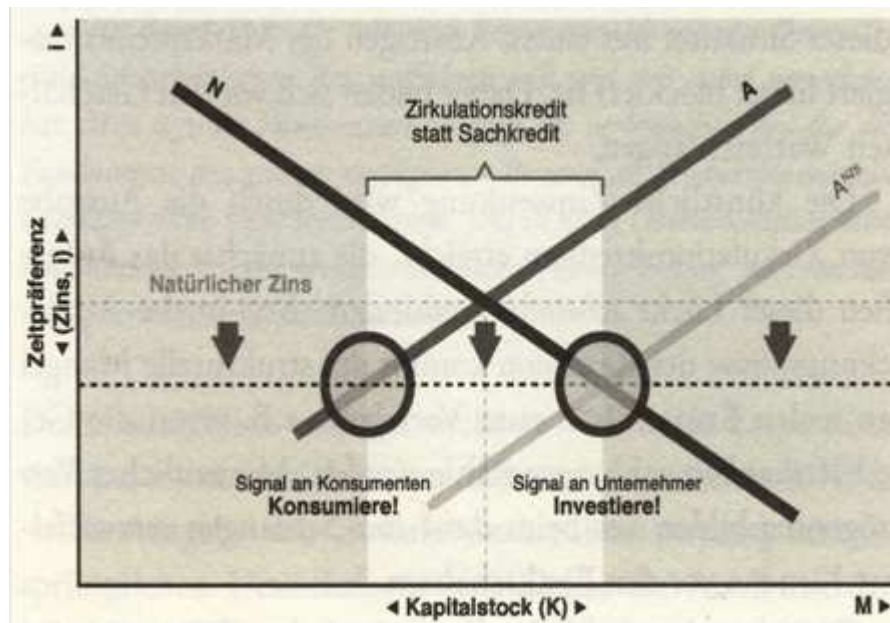


Die Grafik verdeutlicht, dass die Ersparnisse vor allem seit den 1980er Jahren relativ stark abgenommen haben und sich kurz vor dem Ausbruch der Subprime-Krise 2007 sogar im negativen Bereich befanden. B.2.2. zeigt auf, dass dieses Phänomen primär auf die exorbitanten Geldmengenausweitungen der Federal Reserve in den Jahren vor der Rezession 1990 bzw. vor dem Platzen der Dotcom-Blase bzw. vor der Subprime-Krise zurückgeführt werden kann. Die zweite Verzerrung, die ein relativ zu niedriges Zinsniveau auslöst, ist die Tatsache, dass potentielle Kreditnehmer und Investoren nun zu künstlich zu tiefen Zinsen in langfristige Projekte investieren können, die aus deren Sicht nun profitabler geworden sind

⁵⁵ Guidolin, Massimo und La Jeunesse, Elizabeth A. 2007. "The decline in the U.S. personal saving rate: Is it real and is it a puzzle?" (FED St.Louis Review) S.492

(siehe A.1.5.). Abbildung 12 (Quelle: Hochreiter 2010, S.141) veranschaulicht die beiden eben beschriebenen Verzerrungen mit Hilfe einer Zeitpräferenz – Kapitalstock – Grafik.

Abb. 12: Folgen einer künstlichen Kreditexpansion



Vertreter der Öst. Schule betonen in diesem Zusammenhang die mittels Inflationierung verursachte Fehlkoordination zwischen dem Verhalten der Konsumenten, deren Ersparnisse sich nicht erhöht haben (Gegensatz zu B.2.1.1.) und dem Handeln der Investoren und Unternehmer, welche nun mittels neuer „günstiger“ Kredite verstärkt ihre Investitionen ausweiten. Huerta de Soto (2010) unterstreicht jedoch, dass die zahlreichen an und für sich unrentablen Projekte früher oder später, je nach Dauer und Intensität der Kreditexpansion, vom Markt als solche identifiziert werden müssen, weil diese nicht von den Konsumenten nachgefragt wurden. Wiederrum definiert der spanische Vertreter der Öst. Schule sechs mikroökonomische Reaktionen eines Marktes, die die Folgen einer künstlichen Kreditausweitung aufzeigen sollen:

- I. Aufgrund der Tatsache, dass sich die Zeitpräferenzen der Konsumenten nicht verändert haben, kommt es im Konsumsektor folgerichtig auch nicht zu einer Freisetzung von neuen produktiven Ressourcen. Die unmittelbare Konsequenz ist ein Anstieg der Preise von natürlichen Ressourcen und Rohstoffen, sowie für den Produktionsfaktor Arbeit, da nun die Unternehmer der Konsumgüterindustrie mit den Geschäftsleuten, die dank neuer Zirkulationskredite in längerfristige Projekte investiert haben, in Wettbewerb um diese ursprünglichen Produktionsmittel getreten sind. Die Folge ist eine Marktblase (siehe B.2.1.4.) auf den Aktien –und

Anleihemärkten, da sich die Preisanstiege im Rohstoff –und Kapitalgütersektor auch in den Wertpapieren der jeweiligen Unternehmungen niederschlagen.

- II. Daraufhin steigen die Preise für Konsumgüter relativ zu dem Anstieg der Produktionsmittelpreise um eine höhere Rate an. Dies kann vor allem mit zwei Sachverhalten begründet werden. Zum einen werden aufgrund des zu tiefen Zinsniveaus zahlreiche Ressourcen in die Produktion von Gütern höherer Ordnung umgeschichtet, so dass der Konsumsektor nun mit relativ weniger Produktionsmitteln auskommen muss. Die Konsequenz ist, dass weniger Güter für den unmittelbaren Konsum produziert werden. Zum anderen erreicht das vom Bankensystem neu geschöpfte Geld nach einer gewissen zeitlichen Verzögerung (Cantillon-Effekt, B.2.1.3.) schliesslich auch die Konsumenten, die aber noch genau so viel konsumieren möchten wie vorher (unveränderte Zeitpräferenz).
- III. Die direkte Konsequenz aus II. ist ein starker Anstieg der Profite der Konsumgüterindustrie. Diese steigen vor allem relativ zu den Umsätzen und Gewinnen derjenigen Unternehmen, die in Güter höherer Ordnung investiert haben. Mit der Zeit müssen die Firmen immer mehr feststellen, dass die von Ihnen produzierten Kapitalgüter auf unzureichende Nachfrage stossen.
- IV. Der in B.2.1.1. vorgestellte „Ricardo-Effekt“ wirkt nun in die genau entgegengesetzte Richtung: Da der relative Anstieg der Preise für Konsumgüter die realen Einkommen der Arbeiter reduziert, fällt die Nachfrage nach Investitionsgütern, wobei zahlreiche Unternehmer nun gewillt sind, Maschinen durch die relativ günstigere Arbeitskraft zu substituieren. Dieser Effekt verstärkt den in III. beschriebenen Nachfragerückgang in den Investitionsgüterindustrien.
- V. Das Ende der Kreditexpansion leitet schliesslich den Aufdeckungsprozess der zahlreichen unrentablen Projekte ein. Diese konnten nur deshalb eine Zeitlang Bestand haben, weil sie mit inflationären Zirkulationskrediten versorgt wurden. Früher oder später ist die Zentralbank jedoch gezwungen die Rate der Geldmengenausweitung zu reduzieren und die Zinsen anzuheben, um der „überhitzten“ Wirtschaft und der Teuerung entgegenzuwirken. Auch die Geschäftsbanken stossen aufgrund von Eigenkapitalvorschriften und Vorgaben für Mindestreserven irgendwann naturgemäss an ihre Grenzen und kontrahieren das Kreditangebot. Die Folge davon sind ansteigende Kreditzinsen, die die langfristig investierten Unternehmer immer mehr in Bedrängnis bringen. Die Kombination aus ausbleibenden Gewinnen und einer

überhöhten Fremdkapitalquote in den Investitionsgütersektoren treibt die Risikoprämien für neue Kredite weiter nach oben, so dass bei den betroffenen Unternehmen ein „Kampf ums Überleben“ (Hayek 1937)⁵⁶ um die dringend benötigten Kreditmittel ausbricht.

- VI. Die Folgen des Aufdeckungsprozesses sind erhebliche Verluste vor allem für all jene Unternehmungen, die relativ weit vom Konsumsektor entfernt sind. Langfristige Investitionsprojekte, die während des vorhergehenden Booms aufgrund von inflationsinduzierten Kalkulationsfehlern begonnen wurden, müssen nun je nach Phase des Projektes angehalten oder liquidiert werden. Dementsprechend kommt es zu Massenentlassungen und zahlreichen Insolvenzen, die eine typische Rezession charakterisieren.

Huerta de Soto konstatiert, dass es sich bei einer Rezession insbesondere um eine „schmerzhafte Rückanpassung der Produktionsstruktur“⁵⁷ handelt, bei der Ressourcen von kapitalintensiven zu konsumnäheren Stadien umgeschichtet werden. Ein wichtiger erster Krisenindikator ist dabei das Einsetzen einer Finanz –und Bankenkrise, da sich die Marktteilnehmer der chronischen Illiquidität des Finanzsektors, welcher sich durch die übermässige Ausgabe von Zirkulationskrediten selbst in Schieflage brachte, bewusst werden. Folglich sind zahlreiche Aktiva-Positionen vieler Banken nur noch einen Bruchteil dessen wert, was der Markt noch während der Boom-Jahre angenommen hatte. Hingegen bleibt die Höhe der Sicht –und Spareinlagen, die bei einer Bank auf der Passivseite bilanziert wird, unverändert. Der Zusammenbruch des gesamten Finanzsystems kann letztlich nur durch die Zentralbank, die als „lender of last resort“ viele marode Finanzinstitutionen mit neuen Banknoten versorgt, abgewendet werden. Gemäss Huerta de Soto (2010) sei eine Bankenkrise folglich nicht die Ursache, sondern primär eines der ersten Symptome einer Rezession. Der folgende Abschnitt widmet sich der Rolle von Zentralbanken bei der Koordination von künstlichen Kreditexpansionen und der damit verbundenen Erzeugung von inflationären Boom-Phasen.

⁵⁶ Hayek, Friedrich A. 1937. “Investment that Raises the Demand for Capital”, *Review of Economics and Statistics*, 19, no. 4. Neu gedruckt in: “Profits, Interest and Investment” S.73ff

⁵⁷ Huerta De Soto, Jesus 2010. „Rezessionen, Reformen der Finanzindustrie und die Zukunft des Kapitalismus“, S.8

B.2.1.3. Die Rolle der Zentralbank als „lender of last resort“

Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods Systems, welches durch das sogenannte „Schliessen des Goldfensters“ am 15. August 1971 von US-Präsident Nixon eingeleitet wurde, ist es den Zentralbanken erlaubt, Banknoten in theoretisch beliebigen Mengen auszugeben, ohne dass auf das Papiergeld eine Einlöseverpflichtung besteht. Auf der Webseite des US Department of The Treasury heisst es dazu: *“Federal Reserve notes are not redeemable in gold, silver or any other commodity, and receive no backing by anything.”*⁵⁸ Der derzeitige Notenbankchef Ben Bernanke unterstrich in seiner bekannten Rede aus dem Jahre 2002 vor dem National Economists Club die „Fähigkeiten“ einer Zentralbank ungedeckte Geldmittel im Interesse der Regierung zu produzieren: *“But the U.S. government has a technology, called a printing press (or, today, its electronic equivalent), that allows it to produce as many U.S. dollars as it wishes at essentially no cost. By increasing the number of U.S. dollars in circulation, or even by credibly threatening to do so, the U.S. government can also reduce the value of a dollar in terms of goods and services, which is equivalent to raising the prices in dollars of those goods and services. We conclude that, under a paper-money system, a determined government can always generate higher spending and hence positive inflation.”*⁵⁹

Rothbard⁶⁰ beschrieb einst vor allem drei Privilegien, über die eine Notenbank in einem staatlichen Geldwesen verfügt. Zum einen ist es ihr erlaubt, eigene Verpflichtungen in legale Zahlungsmittel umzuwandeln. Hierbei wird der Ankauf von beispielsweise Staatsanleihen oder anderen notenbankfähigen Schuldtiteln mit neu ausgegebenem Geld bezahlt. Ebenso hält die Zentralbank eines Landes die Monopolmacht auf die Ausgabe von Banknoten, wobei diese als legales⁶¹ Zahlungsmittel von den Marktteilnehmern akzeptiert werden müssen. Schliesslich werden sämtliche Geschäftsbanken dazu veranlasst, die Zentralbank als Klient für ihre Reservehaltung zu nutzen. Rothbard konstatiert, dass die Existenz einer Notenbank eine notwendige Bedingung für eine dauerhafte künstliche Kreditexpansion durch die Geschäftsbanken darstellt, weil diese jederzeit in der Lage ist, durch die Ausweitung ihrer Verpflichtungen die Cash-Reserven der Finanzinstitutionen zu erhöhen.

⁵⁸ www.treasury.gov/education/faq/currency/legal-tender.html#g2

⁵⁹ Bernanke, Ben S. 2002. “Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here” <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>

⁶⁰ Rothbard, Murray N. 1969. “Economic Depressions: Their Cause and Cure” (Mises Institute), S.70f

⁶¹ Siehe in diesem Zusammenhang vor allem die *legal tender laws* in den USA und den *Coinage Act* von 1965. Ähnliche Regelungen und Gesetze sichern Zentralbanken auf der Welt das Monopol zur Ausgabe von Banknoten zu und schützen sie vor dem Wettbewerb mit potentiellen alternativen Zahlungsmitteln.

In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu betonen, dass die Geschäftsbanken in einem zentralbankgesteuerten System hohe Anreize haben, möglichst tiefe Reserven zu halten, da sie so ihre Zirkulationskredite zu günstigeren Konditionen anbieten können als andere Finanzinstitutionen, die vergleichsweise höhere Reserven halten. Hochreiter (2010) unterstreicht, dass es dadurch zu einem Unterbietungswettbewerb zwischen den Banken kommt, der die Mindestreserven immer weiter reduziert. Da die Insolvenz einer stark verschuldeten Bank auch für andere Finanzhäuser grosse Risiken mit sich bringt, vor allem wenn diese hohe Kreditforderungen ausstehen haben, besteht in einer freien Marktwirtschaft ein effizienter Kontrollmechanismus, der die Geschäftsbanken dazu veranlasst, sich gegenseitig zu beaufsichtigen, um die eigene Solvenz abzusichern. Dieser Überwachungseffekt fällt jedoch aus, sobald es eine Zentralbank gibt, die als „Kreditgeber letzter Instanz“ sämtliche insolventen Banken, die als „*too big to fail*“ eingestuft werden, vor der Insolvenz bewahrt. Es kann folglich konstatiert werden, dass das permanente Eingreifen einer Notenbank zu schwerwiegendem *Moral Hazard* bei den Geschäftsbanken führt, so dass das „unternehmerische Einzelrisiko in ein gesamtwirtschaftliches Systemrisiko“⁶² umgewandelt wird. Auch Murray Rothbard schliesst seine kritische Analyse mit dem Satz: *“Central banking works like a cozy compulsory bank cartel to expand the banks’ liabilities; and the banks are now able to expand on a larger base of cash in the form of central bank notes as well as gold.”*⁶³

Neben der Stützung von illiquiden und eigentlich nicht solventen Geschäftsbanken ist vor allem seit der Subprime-Krise eine verstärkte Monetisierung der Staatsschulden durch die Zentralbanken zu beobachten. Zum einen geschieht dies auf indirektem Wege, da Finanzinstitutionen Staatsanleihen bei der Notenbank einlagern können und dafür neues, inflationär geschaffenes Geld erhalten. Dieser Vorgang wird in Abbildung 13 (Quelle: Polleit 2010⁶⁴) illustriert, wobei die Geschäftsbank im Beispiel über eine Staatsanleihe (=Wertpapier) im Wert von 100 GE verfügt, für die sie von der Zentralbank 100 GE auf das Konto, welches sie bei dieser unterhält, gutgeschrieben bekommt.

⁶² Hochreiter, Gregor 2010. „Krankes Geld, Kranke Welt – Analyse und Therapie der globalen Depression“, S.72

⁶³ Rothbard, Murray N. 1969. „Economic Depressions: Their Cause and Cure“ (Mises Institute), S.70

⁶⁴ Polleit, Thorsten 2010. „Geldreform – Vom schlechten Staatsgeld zum guten Marktgeld“ (Lichtschatz Buchverlag), S.78

Abb. 13: Indirekte Monetisierung von Staatsschulden

Vermögen	Zentralbankbilanz		Verbindlichkeiten
Wertpapier	+100	Sichteinlage	+100
	Σ 100		Σ 100

Vermögen	Geschäftsbank	Verbindlichkeiten
Wertpapier	100	
	-100	
Sichteinlage bei Zentralbank	+100	
	Σ 100	Σ 100

Ebenso beschloss die FED im November 2010 ein direktes Aufkaufprogramm für amerikanische Staatsanleihen im Umfang von 600 Milliarden USD, um die Wirtschaft zu „stimulieren“. Auch die EZB ist seit dem Ausbruch der europäischen Schuldenkrise in solchen Käufen⁶⁵ engagiert. Sowohl die direkte als auch die indirekte Monetisierung von Schuldtiteln verursacht eine künstliche Aufblähung der Geldmenge, die es Zentralbanken erlaubt, neben den kurzfristigen auch die langfristigen Zinsen unterhalb des „natürlichen“ Niveaus zu senken. Eine genaue Analyse der Bilanzausweitungen der FED erfolgt in Teil C.

Die ungedeckte Ausweitung der Geldmenge erreicht die Industrien und Sektoren einer Volkswirtschaft zu unterschiedlichen Zeitpunkten, so dass die Preise zunächst in denjenigen Branchen steigen, wo die neuen Geldmittel zuerst zum Bezahlen verwendet werden (Polleit 2010). Dieser Sachverhalt wurde einst vom irischen Bankier Richard Cantillon (1680-1734) entdeckt und widerlegt die in der Allgemeinheit nicht selten vertretene Meinung, dass sich die neue Geldmenge anteilmässig aufteilen würde⁶⁶. Folglich sind diejenigen Marktakteure, die das neu geschaffene Geld zuerst in den Händen halten, die grossen Gewinner, da sie zu unveränderten Preisen ihre Güter beziehen können. Hochreiter (2010) verweist hierbei vor allem auf den Kreis der Geschäftsbanken⁶⁷, die mit den Zentralbanken am Primärmarkt den Handel mit Staatsanleihen betreiben dürfen. Dementsprechend kommt es zu einer Umverteilung des Vermögens, weil der Verkäufer eines Gutes am Ende Geldmittel mit einer

⁶⁵ Eigentlich verbietet der Maastricht-Vertrag (Artikel 123, Absatz 1) den direkten Kauf von Schuldtiteln. Jedoch werden im folgenden Absatz 2 „Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum“ explizit von diesem Verbot ausgeklammert. (<http://dejure.org/gesetze/AEUV/123.html>)

⁶⁶ In der bereits auf S.34 erwähnten Rede von Bernanke machte dieser eine Anspielung auf Milton Friedmans Begriff des „helicopter drop“ und regte an, im Deflationsfall Dollarscheine mit dem Hubschrauber abwerfen zu lassen.

⁶⁷ In den USA spricht man von „Primary Dealers“. Die gegenwärtige Liste findet sich unter diesem Link: http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_current.html

geringeren Kaufkraft erhält und später Waren zu einem dann bereits gestiegenen Preis erwerben muss. Der folgende Abschnitt verdeutlicht die Auswirkungen von Kreditexpansionen auf die Kapitalmärkte und zeigt auf, wie diese die Theorie der Konjunkturzyklen beeinflussen.

B.2.1.4. Der Effekt von Kreditexpansionen auf die Kapitalmärkte

Der Cantillon-Effekt impliziert, dass sich eine übermäßige Geldproduktion nicht unbedingt sofort in steigenden Konsumgüterpreisen niederschlagen muss, sondern dass ein vorheriger Preisschub bei den Vermögenswerten als durchaus wahrscheinlich angesehen werden kann. Conrad und Stahl (2002) betonen in diesem Zusammenhang die mangelhaften Teuerungsmasse der Zentralbanken, welche lediglich die Veränderungen der Konsumenten – und Produzentenpreise berücksichtigen, jedoch die Asset-Preise bei ihren Analysen nur unzureichend einkalkulieren würden⁶⁸. Die Autoren stellen fest, dass künstliche Kreditexpansionen Blasen an den Kapitalmärkten hervorrufen können, die von Notenbanken zu spät als solche erkannt werden. Künftige Preisverwerfungen bei den Vermögenswerten und daraus resultierende Fehlallokationen in der realen Wirtschaft seien die unvermeidliche Folge. Bagus (2007) konstatiert, dass die zusätzlichen Geldmittel vor allem auf zweierlei Art den Weg in die Kapitalmärkte finden. Zum einen könne dies indirekt über einen Anstieg der Kapitalgüterpreise, welche dann auch zu ansteigenden Kursen der dazugehörigen Unternehmen führen, erfolgen. Zum anderen könnten neue Zirkulationskredite zu Spekulationszwecken verwendet werden und so direkt an die Börse gelangen. Beide Vorgänge sollen nun im Folgenden näher betrachtet werden.

Wie in A.1.5. und B.2.1.2. bereits analysiert, führt eine Ausweitung von Zirkulationskrediten zu einer künstlichen Reduktion des Zinssatzes an den Kreditmärkten, so dass Unternehmer diesen neuen Zins zur Diskontierung zukünftiger Erträge verwenden werden. Der daraus resultierende relativ höhere NPV für kapitalintensive Projekte schlägt sich zwangsläufig auch in einer höheren Bewertung von Aktien und Anleihen, die Kapitalgüter repräsentieren, nieder. Zusätzlich verweist Bagus auf die Tatsache, dass Investitionsprojekte, die beim alten Zinsniveau noch unrentabel waren, nun in einen gewinnbringenden Bereich rücken. Folglich werden nun mehr Unternehmer gewillt sein in Güter höherer Ordnung zu investieren, so dass verstärkt Kapitalgüter nachgefragt werden. Gegeben dem Umstand, dass

⁶⁸ Conrad und Stahl bezeichnen diesen Sachverhalt als „unsichtbare Inflation“.

das Angebot an Kapitalgütern unverändert geblieben ist, da sich die Ersparnisse der Marktakteure nicht geändert haben, muss eine höhere Nachfrage die Preise zwangsläufig erhöhen. An dieser Stelle sollte betont werden, dass eine Erhöhung des Marktwertes von Kapitalgütern auch die Preise für Anleihen von Unternehmen, die diese Güter anbieten, ansteigen lässt, da nun die wahrgenommene Wahrscheinlichkeit, dass eine Firma aus diesen Branchen ihre Verpflichtungen bedienen kann, gestiegen ist. Da neben den Anleihen auch Aktien von Unternehmen profitieren, die in kapitalintensiven Branchen⁶⁹ tätig sind, setzt ein mittels Kreditexpansion befeuerter Boom auf den Kapitalmärkten ein. Der österreichische Ökonom Fritz Machlup kritisierte in diesem Zusammenhang bereits in den 1930er Jahren die Zentralbanken, die zunächst selbst einen künstlichen Boom erzeugen würden, um dann später die Folgen von Marktblasen zu bekämpfen. *„Der Gedanke, Kreditexpansion treiben, eine Börsenhausse aber dabei vermeiden zu können, ist absurd. Wenn die geschaffenen Kredite auch wirklich direkt in die Produktion strömten, müssten sie doch infolge der durch sie verstärkten Nachfrage nach Produktivgütern den Wert der Produktivmittelerzeugungsstätten erhöhen, was unbedingt in einer Wertsteigerung der Anteile an diesen Produktionsunternehmungen zum Ausdruck kommen müsste. Es wäre also das gleiche Bild einer Hausse am Effektenmarkt, wo immer die vermehrten Kredite placiert würden“* (Machlup 1931⁷⁰).

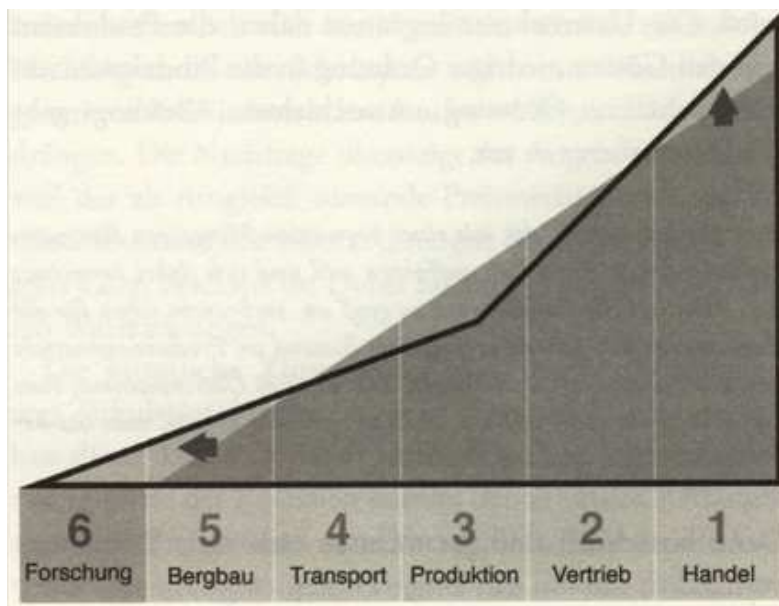
Sobald ein Boom auf den Kapitalmärkten mittels der Ausweitung von Zirkulationskrediten initiiert worden ist, wird dieser von „Wellen des Optimismus“ (Bagus 2007) angetrieben. Zum einen werden illusorische Bilanzgewinne verbucht (siehe A.1.5.), die bei vielen Marktakteuren den Anschein erwecken, die Geschäftsmodelle seien profitabel und erfolgreich. Huerta de Soto kritisiert dabei die in den letzten Jahren eingeführten International Accounting Standards (IAS), die prozyklisch wirken und in Zeiten der Hochkonjunktur einen „falschen Wohlstandseffekt“ vermitteln würden. Der Autor bemängelt, dass die Regeln zu einer Aufgabe des traditionellen Vorsichtsprinzips geführt hätten, so dass steigende Börsenkurse umgehend in die Bilanzen verbucht werden können und diese anschliessend als Rechtfertigung für weitere künstliche Preisanstiege von Wertpapieren herangezogen werden (Huerta de Soto 2010). Folglich kommt es auf den Märkten zu einem sich selbst verstärkenden Optimismus, indem steigende Kurse weitere Investoren anziehen, so dass auf

⁶⁹ Explizit zu erwähnen wäre hierbei der Rohstoff-, Schwermetall- und Minensektor, sowie das Baugewerbe und Teile der Technologiebranchen. Die Liste der Branchen, die von Kreditexpansionen am meisten profitieren, unterscheidet sich bei jedem Boom und ist je nach Zeitalter und Epoche verschieden.

⁷⁰ Machlup, Fritz 2002. „Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung“ (Friedrich A. von Hayek Institut, 1. Auflage), S.188.

diese Art und Weise „unternehmerische Kreativität“ (Bagus 2007) hin zu den Kapitalmärkten verschoben wird. Die zusätzlichen Geldmittel werden dann vor allem zu Spekulationszwecken verwendet und treiben die Kurse noch weiter in die Höhe, was wiederum bei den Akteuren neue Wellen des Optimismus entfacht. Desweiteren sind weite Teile der Gesellschaft vor allem während eines Börsenbooms der festen Überzeugung, dass man die Produktion steigern könne, ohne vorher entsprechende Ersparnisse zu bilden. Als die zusätzliche Geldmenge die Konsumenten erreicht und neben Immobilienpreisen auch die Aktien und Anleihen der konsumnahen Sektoren zu steigen beginnen, sehen sich viele in ihren Ansichten bestätigt. Jedoch kommt es zu einer gravierenden Verzerrung der Produktionsstruktur (Abbildung 14, Quelle: Hochreiter 2010, S.144) und zu einer Fehlleitung von produktiven Ressourcen.

Abb. 14: Die Verzerrung der Produktionsstruktur



Bagus (2007) unterstreicht, dass neben dem Optimismus noch ein anderer Faktor, welchen er als „positives Feedback“ bezeichnet, zahlreiche Anleger zu Fehlinvestitionen verleitet. Zum einen werden nach einer Serie von Kursanstiegen immer mehr Unternehmen gewillt sein, Aktien und andere Wertpapiere vermehrt als Kollateral zu hinterlegen, um weitere Kredite zu erhalten. Zum anderen entsteht, bedingt durch (scheinbar endlos) steigende Börsenkurse, bei vielen Marktteilnehmern die Illusion, dass ihr Vermögen sich real vergrößert hätte. Infolge dessen kann dies dazu führen, dass die jeweiligen Ersparnisse reduziert werden, um stattdessen mehr Kredite nachzufragen. Die rasante Reduktion der Sparquote in den USA im Laufe der letzten drei Jahrzehnte (siehe Abb. 11) kann durchaus als Indiz dazu dienen, dass dieser Sachverhalt während der vergangenen Wirtschaftszyklen eine wichtige Rolle gespielt

hat. Bagus konstatiert: *“Hence, it can be concluded that the asset price boom tends to feed and reinforce itself with further credit expansion”*⁷¹.

Es erscheint ebenso denkbar, dass die neuen Geldmittel zuerst den Weg an die Börse finden und erst nach einem gewissen Zeitintervall auch die Realwirtschaft erreichen. Dies geschieht vor allem dann, wenn die Kredite für Assetkäufe verwendet werden und die Verkäufer wiederum das Geld erneut innerhalb des Aktienmarktes investieren. Gemäss Bagus entsteht auf diese Weise eine Art Spekulationsspirale, so dass zumindest für einen gewissen Zeitraum die Kreditexpansion von den Aktienmärkten absorbiert wird und der in B.2.1.2. beschriebene Wirtschaftszyklus verzögert werden kann (Bagus 2007). Machlup betont jedoch, dass es früher oder später zu einem Übergreifen der „inflationistischen Kredite“ auf die Wirtschaft kommen müsse und führt dafür zwei Ursachen auf. Zum einen würden die Firmen neue Aktienemissionen und Kapitalerhöhungen vermehrt zur Finanzierung neuer Investitionsprojekte nutzen, da steigende Aktienkurse die Kapitalkosten reduzieren. Machlup folgert: *„Gestiegene Aktienkurse sind ceteris paribus für die aktienausgebenden Unternehmungen verbilligter Kredit. Es wäre nicht einzusehen, warum der ermässigte Industriekredit ohne Abnehmer bliebe“*⁷². Zudem werden mit zunehmender Zeitdauer eines Börsenbooms die im Preis zum Teil stark gestiegenen Assets vermehrt veräussert und die daraus erzielten Gewinne entweder für zusätzlichen Konsum ausgegeben oder aber von Unternehmern für neue Investitionen verwendet. Demnach kann festgehalten werden, dass die Absorption der Kreditexpansion an der Börse nur von begrenzter Dauer sein kann und somit nach einer gewissen Zeit die in B.2.1.2. beschriebenen Prozesse einsetzen müssen.

Abschliessend sollte noch darauf verwiesen werden, dass Vertreter der Öst. Schule das Auftreten eines anhaltenden Börsenbooms notwendigerweise auf eine vorherige Ausweitung von Zirkulationskrediten zurückführen. Bagus betont, dass in einer interventionsfreien Wirtschaft der Liquiditätszufluss aus Ersparnissen an die Märkte eher beständig und langsam verlaufen würde. Ein persistenter Boom würde demnach vor allem aufgrund von zwei Gründen nicht zustande kommen. Erstens würden vor allem professionelle Händler früher oder später ihre Positionen auflösen, wenn Assets oberhalb ihres wahren Wertes bewertet wären. Zweitens würden immer mehr Unternehmer die günstigen Rahmenbedingungen von ansteigenden Kursen auszunutzen versuchen, so dass die Anzahl an IPOs und Kapitalerhöhungen rasant ansteigen würde. Naturgemäss wäre ein Überangebot an

⁷¹ Bagus, Philipp 2007. “Asset prices – An Austrian Perspective”, S.7

⁷² Machlup, Fritz 2002. „Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung“ (Friedrich A. von Hayek Institut, 1.Auflage), S.52.

Wertpapieren bald erreicht, so dass die fehlende Nachfrage⁷³ die Kurse wieder nach unten bewegen würde. Eine künstliche Kreditexpansion verhindert hingegen beide Prozesse. Da sowohl Händler als auch Spekulanten nicht wissen wie lange und in welchem Umfang zusätzliche Geldmittel in die Märkte strömen, werden eingegangene Positionen nicht liquidiert. Folglich können sogar eindeutig überbewertete Titel für einen relativ langen Zeitraum auf einem irrational hohen Niveau verharren, wenn diese durch das anhaltende Zuführen von neuen Geldmitteln befeuert werden. Spekulanten, die auf die überbewerteten Titel Short-Positionen eingegangen sind, erleiden grosse Verluste, wenn sie das Ausmass der Kreditexpansion unterschätzt haben. Ausserdem sorgt eine anhaltende Ausweitung der Geldmenge zumindest für einen gewissen Zeitraum dafür, dass auch eigentlich überschüssige IPOs an den Märkten absorbiert werden können (Bagus 2007).

Der inflationäre Boom wird schliesslich durch das unvermeidliche Ausbleiben zusätzlicher Kreditexpansionen (siehe B.2.1.2.) beendet, so dass auch an den Börsen eine schmerzhaft Rückanpassung der Kurse hin zu ihrem wahren Wert bewirkt wird. Die folgenden Abschnitte analysieren die drei bedeutendsten Konjunkturzyklen der vergangenen 30 Jahre für die USA und überprüfen die ABCT auf ihre Gültigkeit.

B.2.2. Wirtschaftszyklen (1981 – 2008) und die Gültigkeit der ABCT

B.2.2.1. Die Rezession von 1990-91

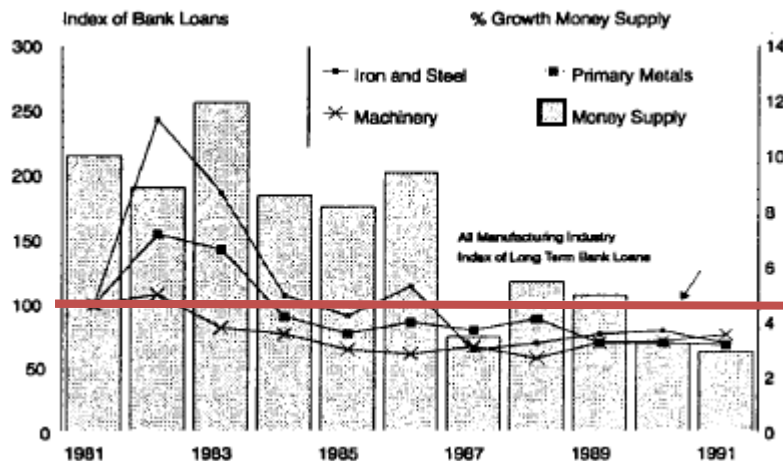
Die Ursachen für den starken Einbruch der amerikanischen Wirtschaft im Jahre 1990⁷⁴ sind gemäss Hughes (1997) bereits zu Beginn der 1980er Jahre zu suchen. Hierbei wurde während dem Zeitraum von 1981 bis 1986 die Geldmenge M2 um durchschnittlich 9,6% pro Jahr ausgeweitet, wohingegen das BIP der USA real um lediglich 2,6% im Schnitt zulegte. Die übermässige Ausweitung der Geldmenge, bedingt durch starke Leitzinssenkungen der FED, bewirkte eine grossflächige Expansion von Bankdarlehen vor allem an Unternehmen, die in kapitalintensiven Industrien tätig waren. Abbildung 15 (Quelle: Hughes 1997, S.115) illustriert den rapiden Zuwachs von langfristigen Bankdarlehen an Firmen der Eisen –und Stahlindustrie, Unternehmen der Rohstoffsektoren, sowie der Maschinenbaubranche. Im Jahre

⁷³ Machlup spricht in diesem Zusammenhang von „verunglückten“ Emissionen, sobald das Angebot an Aktien die angebotene Menge an Kapitaldispositionen überschritten hat (Machlup 2002, S.53). Folglich ist ein Ansteigen an missglückten Neuemissionen ein Anzeichen dafür, dass sich ein Börsenboom dem Ende entgegen neigt.

⁷⁴ Im vierten Quartal 1990 brach das US-BIP um 3,5% ein, wobei das Wachstum von Q1 1989 bis Q4 1992 durchschnittlich bei lediglich 0,7% lag (FED St. Louis)

1982 bezogen vor allem die beiden erstgenannten Industrien ein Kreditvolumen, welches um 150% bzw. 50% über dem Niveau der restlichen Produktionswirtschaft lag. Hingegen erhöhte der Maschinenbausektor, welcher sich in der Produktionsstruktur näher am Konsum befindet, seine Darlehen nur marginal.

Abb. 15: Langfristige Bankdarlehen an Industrien höherer Ordnung (1981-1991)



Hughes betont, dass der rasante Anstieg der Darlehen nicht aus einer erhöhten Nachfrage resultiert, sondern ausschliesslich auf die Geldmengenausweitungen zurückgeführt werden kann. Dies wird vor allem mit der stark unterdurchschnittlichen Auftragslage⁷⁵ in der Eisen – und Stahlindustrie begründet. Als die FED im Jahre 1986 ihre expansive Geldpolitik zurückfuhr (siehe Abb. 15), kollabierten viele Unternehmen des Schwermetall –und Rohstoffsektors. Aufgrund von stetig fallenden Stahl –und Eisenpreisen (Hughes 1997, S.120) waren von Jahr zu Jahr immer mehr Firmen nicht mehr in der Lage ihre stark aufgeblähten Verbindlichkeiten zu bedienen, so dass Branchenschwergewichte wie LTV Corp. oder Wheeling-Pittsburgh Steel Corp. gezwungen waren, Insolvenz anzumelden.

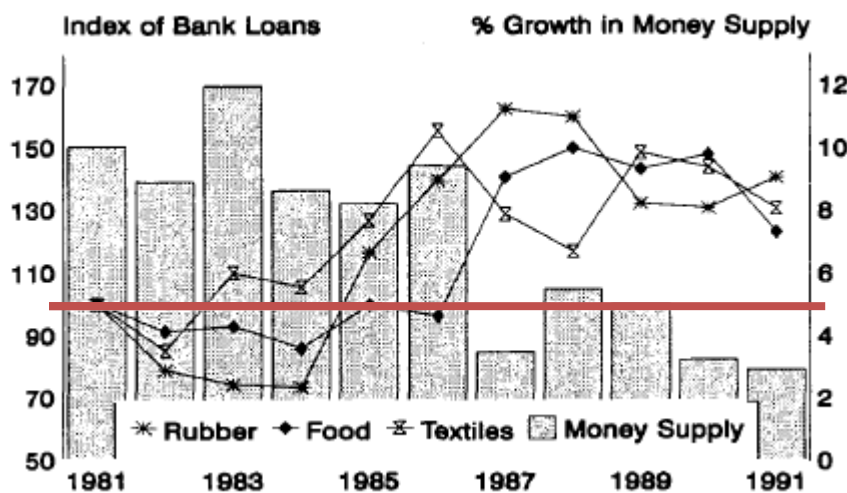
Die Entwicklungen der konsumnahen Branchen stehen ebenso im Einklang mit der ABCT wie die eben beschriebenen hohen Verluste und Konkurse in den kapitalintensiven Industrien. Abbildung 16 (Quelle: Hughes 1997, S.118) zeigt die Darlehensvolumina der Textil –und Nahrungsmittelindustrie, sowie der Kunststoffbranche⁷⁶ im Zeitraum von 1981 bis 1991. Während der Phase der massiven Ausweitung der Geldmenge (1981-84) blieb das

⁷⁵ Gemäss dem *Minerals Yearbook* 1985 lag das Kapazitätsniveau der Eisen –und Stahlindustrie zwischen 1981 und 1985 bei lediglich 63,5% der möglichen Auslastung. Im Jahre 1982, dem Jahr der grössten Kreditaufnahmen betrug die Kapazitätsnutzung der Stahlindustrie gar 48,4% (*Minerals Yearbook* 1985, United States Department of the Interior, p.577)

⁷⁶ Der Autor betont hierbei die Schwierigkeit, konkrete Unterscheidungen in der Produktionsstruktur statistisch zu messen. So ist beispielsweise die Ölindustrie sowohl in Gütern höherer Ordnung (Bohrinseln, Pipelines etc.) als auch in Gütern tieferer Ordnung (Tankstellen) engagiert. Ebenso sind die meisten Geschäftsmodelle in mehreren Stufen der Produktionsstruktur tätig, so dass konkrete Abgrenzungen oftmals nur schwer umzusetzen sind.

Niveau der Bankdarlehen in den konsumnahen Sektoren relativ stabil, wobei es bei der Textilbranche sogar 30% unterhalb des Durchschnittes der restlichen Produktionswirtschaft lag. Hingegen begannen die drei Sektoren ab 1985, als sich die expansive Geldpolitik dem Ende zuneigte, verstärkt Darlehen aufzunehmen, um der vor allem ab 1987 rasant ansteigenden Konsumnachfrage gerecht zu werden. Gemäss der ABCT muss dies so sein, weil in den vorangehenden Jahren eine Umschichtung der produktiven Ressourcen in die kapitalintensiven Güter stattgefunden hat, die Zeitpräferenzen der Konsumenten jedoch weitestgehend unverändert geblieben sind. Ein ähnlicher Anstieg konnte auch beim Einzelhandel beobachtet werden und zwar ab 1987, dem Jahr, an dem das Wachstum der Geldmenge von knapp 10% auf lediglich 3% zurückging.

Abb. 16: Langfristige Bankdarlehen an Industrien tieferer Ordnung (1981-1991)



Hughes (1997, S.113) konstatiert: *“The inflating economy is like a giant pyramid scheme. As long as the government [gemeint ist die Zentralbank mit staatlichem Geldmonopol; Anmerkung des Autors] keeps pouring money in, the system will keep going. Once the government stops, a recession is inevitable.”* Obwohl die expansive Geldpolitik ab 1986 stark zurückgefahren wurde, vergingen vier weitere Jahre bis die Rezession in den USA einsetzte. Als die Inflationierung im Jahre 1987 die Konsumentenpreise erreichte und die Teuerung über das Niveau von 4% stieg, versuchte die FED mittels mehrerer Leitzinserhöhungen die überhitzte Wirtschaft „abzukühlen“. Die Beendigung der künstlichen Kreditexpansionen löste aber zwangsweise eine Welle von Konkursen in denjenigen Industrien aus, die weiter vom Konsum entfernt waren. Zahlreiche Unternehmen, die sich dank der „billigen“ Kredite in den Jahren zuvor übermässig verschulden konnten (siehe Abb. 15), waren nun nicht mehr in der Lage ihre Verpflichtungen zu bedienen. Infolgedessen gerieten auch zahlreiche *„Savings and*

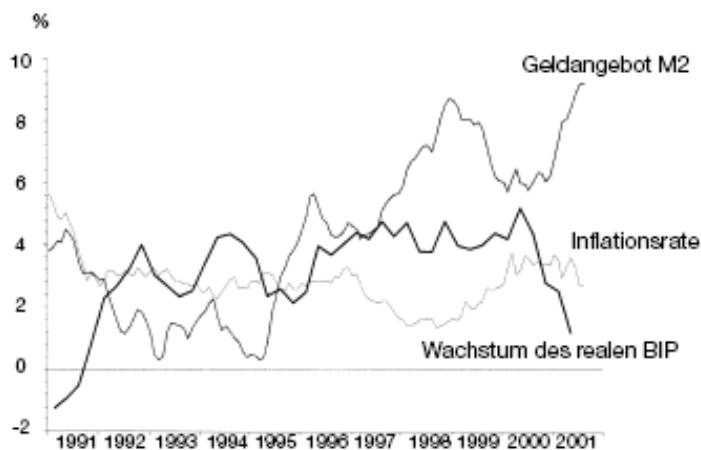
Loans“ Institutionen in akute Zahlungsschwierigkeiten, weil diese mittels exorbitanter Vergabe von Zirkulationskrediten hochriskante Geschäftsmodelle finanziert hatten.

Es kann abschliessend festgehalten werden, dass die Ursachen der Rezession 1990-91 vor allem auf die Handlungen der FED in den Jahren 1981-86 zurückgeführt werden können. Die massive Inflationierung machte erst die relativ starke Kontraktion der Kredite in den Jahren ab 1987 notwendig, wobei unbedingt betont werden muss, dass eine Rezession zu diesem Zeitpunkt nicht mehr abzuwenden war. Hughes (1997, S.123) schliesst seine Analyse mit einem eindeutigen Appell an die Politik: *“Deficit spending and money-supply expansion do not eliminate recessions. They cause recessions.“*

B.2.2.2. Die Dot-Com Blase

Die Warnungen von Hughes und zahlreichen weiteren Vertretern der Öst. Schule blieben von der Öffentlichkeit weitestgehend ungehört, so dass kurze Zeit später wieder die gleichen verhängnisvollen Fehler begangen wurden und der nächste Wirtschaftszyklus seinen Lauf nahm. Nachdem die Arbeitslosenquote von ihrem Rezessionshoch von 7,8% im Jahre 1992 zwei Jahre später auf 6% (Callahan und Garrison 2003) gesunken war und die US Wirtschaft wieder stabiles Wachstum verzeichnete, begann unter der Leitung der FED die nächste Welle der expansiven Geldpolitik. Abbildung 17 (Quelle: Conrad und Stahl 2002, S.487) vergleicht die überproportionale Geldmengenausweitung mit dem Wachstum des realen BIPs und der Teuerungsrate der USA im Zeitraum von 1991 bis 2001, wobei eindeutig illustriert wird, dass das Wachstum von M2 ab 1995 kontinuierlich und beträchtlich über dem realen Wirtschaftswachstum lag.

Abb. 17: Expansive Geldpolitik während der 1990er Jahre



Infolgedessen sorgten die künstlichen Kreditexpansionen des Bankensystems für eine Aktienpreis-inflation, die sogar die exorbitanten Börsennotierungen der „goldenen“ 1920er Jahre übertreffen sollte. So betrug die Marktkapitalisierung des gesamten amerikanischen Aktienmarktes zum Höhepunkt des inflationären Booms im Frühjahr 2000 16,8 Billionen USD, womit es das nationale BSP um den Faktor 1,7⁷⁷ überstieg (Conrad und Stahl 2002).

Der Zyklus hatte allerdings auch einige technologische und politische Besonderheiten, die auf den ersten Blick nicht adäquat in der ABCT berücksichtigt werden. Vor allem zeichneten sich die 1990er Jahre durch rasante Entwicklungen in der Technologie –und Kommunikationsbranche aus, welche den jährlichen Output eines Arbeiters in den Jahren von 1995-2000 verglichen mit den 20 vorherigen Jahren um über 1% erhöht haben (van Ark, O'Mahony, Timmer 2008). Die starken Produktivitätszuwächse zogen vermehrt Investitionen in den IT-Sektor an und lösten mit zunehmender Zeitdauer eine immer grössere Euphorie an den Kapitalmärkten aus. Conrad und Stahl (2002) vergleichen diese unter dem Namen „New Economy“ bekannt gewordene Periode mit dem Börsenrausch der 1920er Jahre, als ebenfalls grossflächige Erfindungen, jedoch im Bereich der Automobilindustrie, der Elektrizität und der Medienbranche, Wellen des Optimismus hervorriefen.

Die Tatsache, dass jeder inflationäre Boom auf einzigartige Gegebenheiten zurückgeführt werden kann, impliziert jedoch auch, dass die mittels Kreditexpansion erzeugten fehlgeleiteten Investitionen nicht unbedingt immer in den gleichen Branchen stattfinden müssen. Hayek (1978) erkannte die mit der Zeit immer komplexer werdenden Verflechtungen in der Produktionsstruktur und folgerte daraus: *“I do not doubt that in a sense we have today the same kind of phenomenon, but the over-expansion, the undue increase of labor employed in particular occupations, is not confined to a single, clearly defined block such as the capital-goods industries. It is now spread much more widely, and the distribution is much more difficult to describe.”*⁷⁸ Jedoch konstatiert Best (2009) im Falle des Dotcom-Zyklus, dass die während der 1990er Jahre stark überbewerteten Internet „dot-com“ Start-ups als Äquivalent für die in der ABCT beschriebenen fehlgeleiteten Investitionsprojekte in Güter höherer Ordnung angesehen werden können. Objektiv betrachtet handelte es sich hierbei um hochriskante Geschäftsmodelle, die zum Teil mehrere Jahre davon entfernt waren, konstante Profite zu erwirtschaften. Bezeichnend dafür ist der IPO des Webbrowser-Anbieters Netscape

⁷⁷ Zum Höhepunkt der Kursblase im Jahre 1929 übertraf die Marktkapitalisierung der Wall Street das amerikanische BSP um den Faktor 1,1 (Conrad und Stahl 2002)

⁷⁸ Hayek, Friedrich A. 1978. “New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas” (Chicago: University of Chicago Press 1978), S.212f

Corp., welcher mit Hilfe der Investmentbank Morgan Stanley im Sommer 1995 einen Gang an die Börse vorbereitete, obwohl das Unternehmen bis anhin keine Erträge erwirtschaftet hatte (Cassidy 2002). Am ersten Handelstag verbuchte die Aktie einen Gewinn von 108%, so dass der Gesamtwert des Browsers mit rund 2,2 Milliarden USD bewertet wurde. Wie in B.2.1.4. beschrieben, wurden die Kurse von einem sich selbst verstärkenden Optimismus und dem Glauben an eine „neue Ära“ stetig steigender Aktienkurse zu immer höheren Notierungen getrieben, wobei die Euphorie vom Technologiesektor zunehmend auch auf andere Branchen überschwappte. So verzeichnete der S&P500 zwischen September 1994 und dem Höhepunkt des Booms im März 2000 einen Zuwachs von über 250%, während der Technologiesektor-Index Nasdaq Composite alleine im Jahre 1999 um über 80% anstieg.

Trotz der offensichtlichen Aktienpreis-inflation und den damit verbundenen Preissteigerungen von Immobilien⁷⁹, hielt die FED lange Zeit an ihrer Politik des billigen Geldes fest. In den Jahren 1995 und 1996 senkte Greenspan in Anbetracht bevorstehender Präsidentschaftswahlen in den USA und dem herannahenden Auslaufen seiner zweiten Amtszeit die Leitzinsen in mehreren Stufen von 6% (Juni 1995) auf 5,22% (April 1996), obwohl die Arbeitslosigkeit im Fallen war und sich auf einem Niveau nahe der Vollbeschäftigung bewegte. Desweiteren hatte sich der FED-Chairman bereits zum damaligen Zeitpunkt den Ruf eines „Retters“ der Investoren erarbeitet, indem er sowohl während der „*Saving and Loans*“ Krise als auch in der Zeit der sogenannten „Tequila-Krise“ in Mexiko (1994/95) mit dem grosszügigen Bereitstellen von Liquidität in die Märkte interveniert hatte. In diesem Zusammenhang stellen Callahan und Garrison (2003) fest: “[*The*] *Federal Reserve was faced with a series of financial collapses. Over the rest of the nineties, we find the Federal Reserve oscillating between half-hearted attempts to restrain the equity boom and responding to crises that it believed called for reversing the previous restraint.*”⁸⁰ Nach der Russland-Krise und der panikartigen Rettung des Hedge-Fonds LTCM im Herbst 1998 hatte sich der Begriff des „Greenspan Puts“⁸¹ unter den Investoren endgültig etabliert. Die FED hatte zwischen der Wall Street und der restlichen Produktionswirtschaft eine Art „Schutzwall“ (Callahan und Garrison 2003) aufgebaut, welcher zwischen 1998 und dem Frühjahr 2000 eine immense Entkopplung der Börsenkurse von der Realität auslöste. Infolge der impliziten

⁷⁹ Siehe McCollum (1999), Huffman (2001) und Callahan und Garrison (2003)

⁸⁰ Callahan, Gene and Garrison, Roger W. 2003. “Does Austrian Business Cycle Theory help explain the Dot-Com Boom and Bust?”, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 6, No.2, p.71

⁸¹ Der Begriff implizierte, dass Greenspan stets in die Märkte eingreifen würde, sobald irgendwo ein Verkaufsdruck entsteht. Seine expansive Geldpolitik würde folglich wie eine Put-Option wirken, die die Nachfrage stimuliert und so die Kurse vor einem starken Verfall absichert (Conrad und Stahl 2002)

Bailout-Garantie konnten sich die Kurse des Technologiesektors in diesem Zeitraum fast vervierfachen⁸². Währenddessen stieg die Produktion in den kapitalintensiven Gütern im Jahre 1999 um 74% gegenüber dem Niveau von 1992, wohingegen sich die Fertigung von Konsumgütern im gleichen Zeitraum nur um 18% erhöhte (Callahan und Garrison 2003). Es kann an dieser Stelle festgehalten werden, dass die während des Dot-Com Booms über mehrere Jahre bestehende Kombination aus tiefen Teuerungsraten bei Konsumgütern (siehe Abb. 17) und stark steigenden Kursen für Wertpapiere (vor allem des Technologiesektors) auf eine in der ABCT beschriebene Verzerrung der Produktionsstruktur (siehe Abb. 14) hinweist.

Erst im Frühjahr 1999 begann die FED die Leitzinsen zu erhöhen und sich wiederum Sorgen zu machen, dass die Wirtschaft eventuell „überhitzen“ könnte. Genau 1 Jahr später platzte schliesslich die Dot-Com-Blase, so dass der Nasdaq Composite von seinem Allzeithoch im März 2000 ganze 73% einbüsste. Da um die Jahrtausendwende rund die Hälfte aller Amerikaner in Besitz von Wertpapieren waren (Best 2009) und sich die Sparquote gleichzeitig im negativen Bereich⁸³ befand, wurden neben den zum Teil stark verschuldeten⁸⁴ Unternehmen vor allem auch viele private Haushalte von dem Einbruch hart getroffen.

Es kann abschliessend konstatiert werden, dass auch der Dot-Com Zyklus weitestgehend durch die ABCT erklärt werden kann. Zum einen wurde mittels expansiver Geldpolitik ein inflationärer und nicht nachhaltiger Boom erzeugt, welcher die Produktionsstruktur verzerrte und Geldmittel über die Kapitalmärkte in unrentable Projekte leitete. Zum anderen lösten die raschen Zinserhöhungen Ende 1999/Anfang 2000 den Beginn einer Rezession aus, die die nötigen Rückanpassungen der Produktionsmittel bewirkte.

B.2.2.3. Die Subprime-Krise

Auf die Rezession 2001 reagierte die Federal Reserve wie bereits zu Beginn der 1990er Jahre mit einer Serie von Leitzinssenkungen, welche mittelfristig gravierende Folgen haben sollten und den nächsten inflationären Boom einleiteten. Der Leitzins sank von einstmals 6,5% im Juli 2000 auf lediglich 1% im Juli 2003, wobei FED-Chairman Greenspan die Zinsen noch ein weiteres Jahr (bis zum Juni 2004) auf diesem historischen Tief belies, obwohl sich die US Wirtschaft bereits zu Beginn von 2002 weitestgehend erholt hatte.

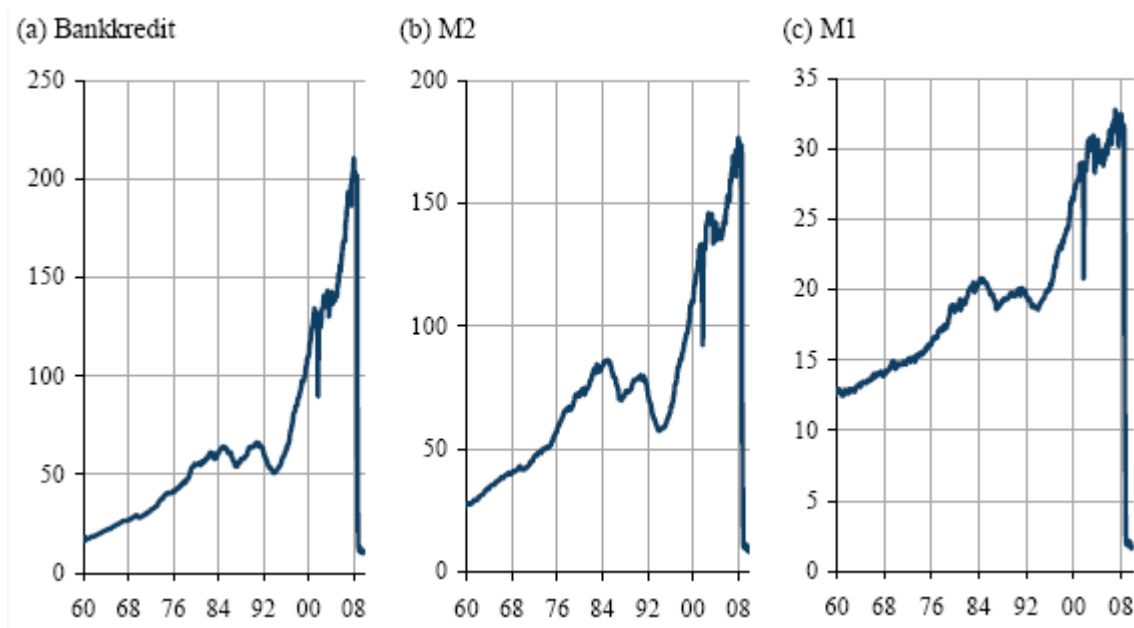
⁸² Der Höchstwert der Nasdaq Composite von 5048,62 vom 10. März 2000 konnte auch in den Nachkrisenjahren nicht annähernd wieder erreicht werden.

⁸³ Bureau of Economic Analysis 1999. "Personal Income and Outlays"

⁸⁴ Brenner, Robert 2002. "The Boom and the Bubble", S:192

Daraufhin kam es erneut zu einer immensen Ausweitung der ungedeckten Geldmenge, wobei aufgrund der historisch tiefen Zinsen sogar vergangene Kreditexpansionen in den Schatten gestellt wurden. Während sich die Geldmenge M2 zwischen dem ersten Quartal 2001 bis März 2008 im Durchschnitt um 6,25%⁸⁵ pro Jahr erhöhte, stieg das Aggregat M3⁸⁶ um ganze 10% im Schnitt pro Jahr an. Abbildung 18 (Quelle: Polleit und von Prollius 2010, S.83) verdeutlicht den damit verbundenen Effekt auf die Kredit –und Geldmengenmultiplikatoren des amerikanischen Geschäftsbankensystems. Kurz vor dem Kollaps der US Investmentbank Bear Stearns im März 2008 waren Geschäftsbanken in der Lage, mit 1 USD Zentralbankgeld ca. 218 USD Bankkredit, bzw. knapp 178 USD der Geldmenge M2 und 32 USD in Form von M1 zu produzieren⁸⁷. Infolge des darauffolgenden Ausbruches der Finanzkrise kaufte die FED in grossem Ausmasse die Wertpapiere der einzelnen Geschäftsbanken, die vom Konkurs akut bedroht waren, auf und weitete auf diese Art und Weise die Zentralbankgeldmenge immens aus. Das in allen drei Grafiken illustrierte, drastische Absinken der Multiplikatoren ist genau auf diesen Sachverhalt zurückzuführen.

Abb. 18: Kredit –und Geldmengenmultiplikatoren im US Bankensystem



⁸⁵ Quelle: St.Louis FED Research

⁸⁶ Da die Federal Reserve seit März 2006 die Geldmenge M3 nicht mehr öffentlich publiziert, bezieht sich diese Berechnung auf die Zahlen vom selbstständigen Wirtschaftsberater John Williams, dem Betreiber von www.shadowstats.com, der seither die Statistiken für M3 weiterführt. http://www.shadowstats.com/alternate_data/money-supply-charts

⁸⁷ Polleit und von Prollius dividierten bei ihren Berechnungen jeweils das Gesamtvolumen der Bankkredite bzw. Geldmengen durch die Summe der Zentralbankguthaben (Mindestreserve plus Überschussreserve) der Banken in den USA für jedes einzelne Jahr.

Polleit und von Prollius (2010) betonen, dass die Notenbank auf politischen Wunsch notfalls jede Art von Wertpapieren an den Finanzmärkten aufkaufen kann und diese mit der Ausgabe von neu geschöpften Banknoten bezahlt.

Angesichts der exorbitanten Kreditexpansion in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends erscheint es nicht verwunderlich, dass die zusätzlichen Geldmittel die Produktionsstruktur der US Wirtschaft (und später auch vieler anderer Volkswirtschaften) verzerrten und sowohl Konsumenten als auch Produzenten zu gravierenden Fehlinvestitionen verleiteten. Erstere wurden durch historisch tiefe Darlehenszinsen und halbstaatliche Finanzinstitute, sogenannte GSEs⁸⁸, die im Sinne der Politik explizit dazu veranlasst waren, Darlehen auch an Kreditnehmer mit geringer Bonität zu vergeben, zu Immobilienkäufen verleitet. Die hohe Nachfrage löste einen Boom an den Hypothekenmärkten aus, so dass zwischen Dezember 2001 und Juni 2006 die Häuserpreise in den USA um durchschnittlich 83% anstiegen (Murphy 2008). Aufgrund der tiefen Kapitalkosten begannen viele Unternehmen grossflächige fremdkapitalfinanzierte Übernahmen, wobei im Jahre 2006 das Volumen der LBOs alleine in den USA über 300 Milliarden USD⁸⁹ betrug. Es sei an dieser Stelle explizit erwähnt, dass diese Investitionen ohne die grossflächige künstliche Kreditexpansion nicht möglich gewesen wären und nur dank zu tiefer Zinsen zustande kamen.

Trotz der exorbitanten Ausweitung der Geldmittel blieben die Wirkungen der Inflationierung auf den Konsumentenpreisindex (CPI) in der Zeit während des Booms eher begrenzt. So stieg der CPI zwischen 2001 und 2007 um lediglich 19% an, wohingegen sich die Preise für Produktionsmittel in der Industrie bzw. für Energie um ganze 113% bzw. 174% erhöhten (Bocutoglu und Ekinici 2010). Dieser Sachverhalt verdeutlicht ein weiteres Mal, dass der CPI die Inflationierung nur unzureichend widerspiegelt und als Indikator für finanzielle Stabilität als nicht geeignet erscheint. Dementsprechend betonen Vertreter der Öst. Schule das Augenmerk während einer Boomphase eher auf die Preisentwicklung im Energie –und Metallsektor, sowie auf die Preise von Immobilien und Produktionsmitteln zu richten.

Taylor (2009) konstatiert, dass der Einsatz komplexer Derivate und die Verwendung von strukturierten Produkten, die sich auf den Subprime-Markt bezogen, dazu geführt haben,

⁸⁸ Government Sponsored Enterprises (GSE): Die bekanntesten und grössten waren hierbei Fannie Mae und Freddie Mac, die als staatsnahe Institutionen zahlreiche Privilegien genossen und lange Zeit sehr gute Bonitätsnoten erhielten. Aufgrund ihres rechtlichen Sonderstatusses waren die Marktteilnehmer der festen Überzeugung, dass der amer. Staat die beiden Konzerne nicht bankrott gehen lassen würde. Angesichts dieser Moral Hazard Problematik finanzierten die Institute immer riskantere Darlehen und kauften solche den gewöhnlichen Geschäftsbanken ab. Im Jahre 2008 hielten oder garantierten die beiden GSEs rund die Hälfte aller Hypotheken der USA, was einem Wert von etwa 6 Billionen USD entsprach. In Folge der Finanzkrise 2008 gerieten beide schliesslich in akute Zahlungsschwierigkeiten und wurden daraufhin verstaatlicht.

⁸⁹ BIS Annual Report 2007, S.107. Weltweit betrug das Volumen der LBOs 753 Milliarden USD

dass Finanzinstitutionen exzessive Risiken auf sich nahmen und diese drastisch unterschätzten. Nicht wenige Experten machten die exponentielle Zunahme des weltweiten Derivatemarktes⁹⁰ zwischen 2001 und 2008 für das Übergreifen der Finanzkrise in den USA auf viele andere Volkswirtschaften mitverantwortlich. Als schliesslich die Leit –und Kreditzinsen zu steigen begannen, erhöhten sich auch die Ausfallraten vor allem der Schuldner im Subprime-Markt. Daraufhin platzte die Blase am amerikanischen Hypothekenmarkt, was wiederum in eine Finanzkrise mündete, die zunächst den Bankensektor erfasste und später auch auf die restlichen Branchen überschwappte.

Es kann abschliessend festgestellt werden, dass auch dieser Konjunkturzyklus, welcher letztlich mit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 endete, weitestgehend mit der ABCT erklärt werden kann. Allerdings sollte auch hier (wie bei der Dot-Com Blase) beachtet werden, dass die massiven Fehlinvestitionen nicht im klassischen Bereich der Güter höherer Ordnung erfolgten, sondern sich vor allem auf den Hypotheken –und Kapitalmärkten konzentrierten. B.2.2. hat gezeigt, dass Kenntnisse der ABCT für einen Investor unabdingbar sind, so dass im Folgenden der Schlussteil C die Erkenntnisse aus den Teilen A und B zu einem Investmentansatz zusammenfasst.

TEIL C – Austrian Asset Management

C.3. Implikationen für den Investor

Bereits in der Einleitung wurde auf die zahlreichen Gemeinsamkeiten zwischen der Philosophie der Fundamentalanalyse und den Lehren der Österreichischen Schule verwiesen, so dass die Grundprinzipien des Value Investierens grundsätzlich dem Handeln eines *Entrepreneurs*⁹¹ im klassischen österreichischen Sinne entsprechen. Die in B.2.2. behandelte Analyse der vergangenen drei Konjunkturzyklen zeigte jedoch eine alarmierende Zunahme der künstlichen Kreditexpansionen, welche in der Zeit des inflationären Booms zwischen 2003 und 2007 ein neues Ausmass erreichten (siehe Abb. 18). Zudem wurde in B.2.1.3. auf

⁹⁰ Das Derivatevolumen stieg von knapp 100 Billionen USD im Jahre 2001 auf 683 Billionen USD im Jahre 2008. Bocutoglu und Ekinici (2010) betonen, dass damit das Volumen der weltweiten Derivate das Welt-BIP im Jahre 2008 um den Faktor 11,25 überstieg.

⁹¹ In diesem Zusammenhang sei auf das Werk von Peter G. Klein verwiesen, der in “The Capitalist & The Entrepreneur“ (2010, Ludwig von Mises Institute) die österreichische Unternehmertheorie auf den neuesten Stand bringt und die essentielle Funktion eines klassischen Unternehmers in einem dynamischen Marktprozess herausarbeitet. Hierbei betont Klein, dass jeder unternehmerische Akt neue Informationen schaffen bzw. modifizieren würde, welche dann wiederum in einem freien Markt, der das Wissen vermittelt, zu Entwicklungen beitragen, die andere Marktakteure besser stellen.

die indirekte und seit neuestem auch direkte Monetisierung der Staatsschulden (Abb. 19) durch die FED (aber auch die EZB) aufmerksam gemacht, so dass die Zentralbanken nun auch vermehrt versuchen, das „lange Ende“ der Zinsstrukturkurve zu manipulieren. Infolge der Rettungsaktionen nach dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 weitete die FED von Juni 2007 bis zum Dezember 2008 ihre Bilanz um ca. 160% (Bagus 2010) aus, wobei den Geschäftsbanken vor allem qualitativ geringwertige Wertpapiere, welche im Zuge der Subprime-Krise massiv an Wert eingebüsst hatten, abgenommen wurden. Die exorbitante Ausweitung der Zentralbankgeldmenge stellt dabei die grösste Expansion der Geldmittel seit dem Beginn der 1920er Jahre dar (Polleit und Prollius 2010). Abbildung 19⁹² illustriert diese Entwicklung im Zeitraum von 2007 bis zum Frühjahr 2011.

Abb. 19: Die Entwicklung der FED-Bilanz 2007-2011

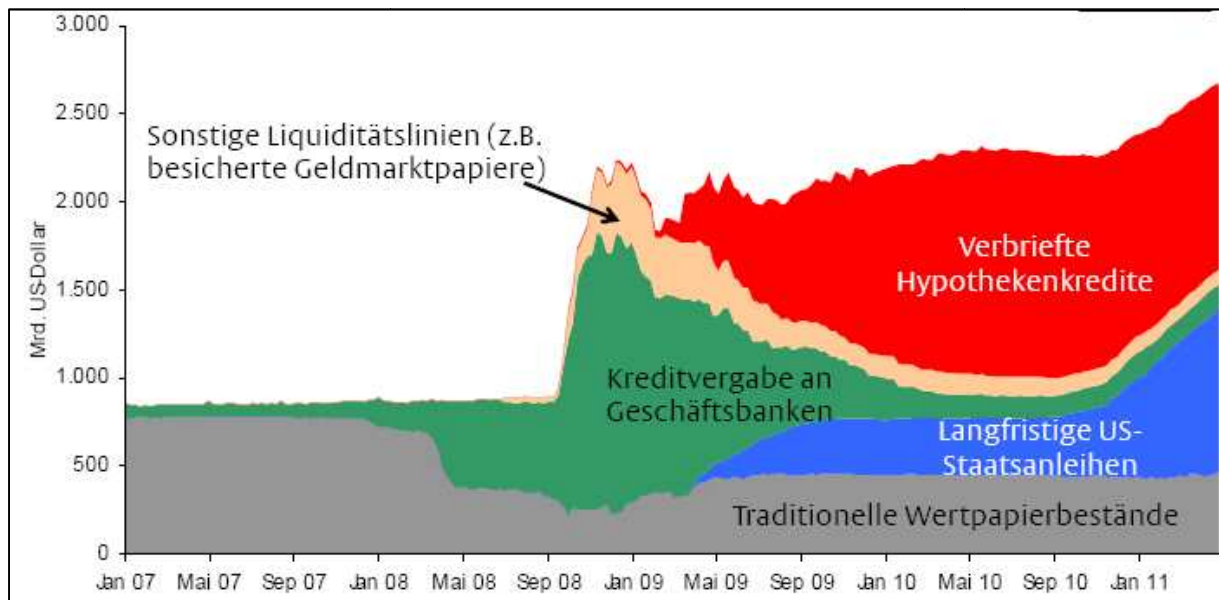


Abbildung 20⁹³ veranschaulicht das langfristige „Wachstum“ der FED Bilanz und ordnet das exorbitante Ausmass in einen historischen Kontext ein.

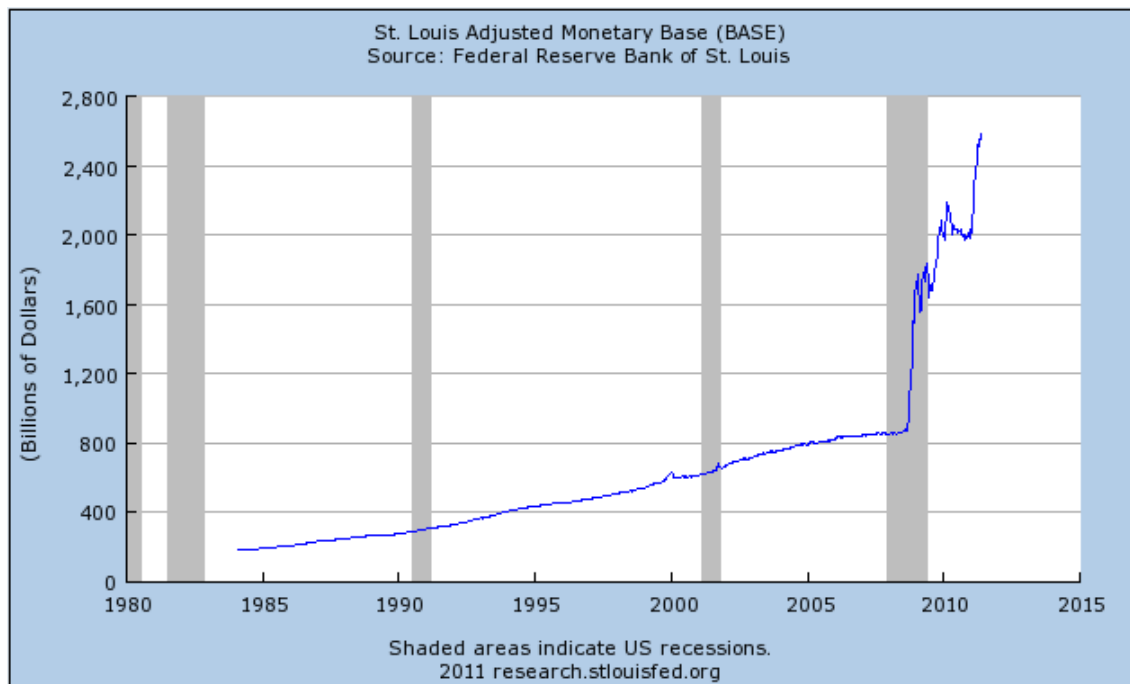
Gemäss der Österreichischen Geld –und Konjunkturtheorie deuten Abb. 19 und Abb. 20 auf gravierende Verzerrungen der Preis –und Zinsstrukturen hin, so dass das Anwenden klassischer Value-Kennzahlen zu massiven Kalkulationsfehlern führen würde. Krug⁹⁴ verweist in diesem Zusammenhang auf den Templeton Growth Fund, welcher stellvertretend für viele weitere Value Investoren trotz eines Sicherheitsabschlages von 30%, während der Finanzkrise 2008 um ca. 60% einbrach.

⁹² Quelle: Flossbach von Storch AG, Firmenpräsentation, Daten: Federal Reserve

⁹³ Quelle: St.Louis FED Research

⁹⁴ Krug, Steffen. Webseite des Institutes für Austrian Asset Management: <http://www.ifaam-institut.de/ifaam-methode>. Auch James Montier trägt in seinem Paper “Confused Contrarians and dark days for deep value” (2008) eine Liste (vorher) erfolgreicher Value Investoren zusammen, deren Portfolios z.T. stark einbrachen.

Abb. 20: FED Bilanz 1980 - 2011



Der Erfinder des Anlagestils Austrian Asset Management (AAM) nennt vor allem drei grundlegende Unterschiede zum klassischen Value Ansatz, auf die im Folgenden eingegangen wird.

1. Realwertorientierung: Ein Austrian Asset Manager strebt überwiegend einen möglichst hohen, realen Werterhalt von investierten Vermögen an und unterscheidet akribisch zwischen den beiden Begriffen „Inflation“ (=ungedechte Ausweitung der Geldmenge) und „Teuerung“ (=Anstieg des allgemeinen Preisniveaus). A.1.5. verdeutlichte am Beispiel von Hochreiters Analyse des Euroraums, dass das Niveau der Inflationierung die Teuerungsrate zum Teil deutlich übersteigen kann. Gemäss der ABCT und aufgrund der ausufernden Staatsverschuldungen vieler OECD-Staaten⁹⁵ sollte das Geschäftsmodell, in welches investiert wird, möglichst unabhängig von Subventionen und Stützungen einer Regierung, von den Marktakteuren und Verbrauchern nachgefragt werden. Somit können teilverstaatlichte Unternehmen, der Green und Clean Tech – Bereich, sowie die überwiegende Mehrheit des gesamten Finanzsektors, welcher wie in B.2.1.2. aufgezeigt, chronisch illiquide und daher Bankrott gefährdet ist, als Investments weitestgehend ausgeschlossen werden. Gemäss Krugs „IfAAM-Methode“ qualifizieren sich nur solche Unternehmen für ein Investment, die auch nach einem Zusammenbruch des *fiat money* Systems weiterhin Bestand

⁹⁵ Cecchetti, Mohanty und Zampolli (2010) warnen eindringlich vor der Fortsetzung der derzeitigen Verschuldungspolitik vieler westlicher Staaten und bezeichnen diese als „nicht nachhaltig“ (“The future of public debt: prospects and implications“, BIS Working Paper No 300).

haben. Hierzu zählen vor allem Rohstoff –und Grundversorgungsunternehmen, Firmen aus den Telekommunikationsbranchen, Maschinenbaubetriebe sowie die Chemie –und Pharmabranche. Der AAM-Ansatz konzentriert sich zudem primär auf die Betrachtung von Substanzwerten, wie etwa von Grundstücken, Gebäuden, Maschinen, aber auch wertvollen Patenten, sowie auf Unternehmen mit einem langfristigen und soliden Dividendenpotential. Die klassischen Value-Kennzahlen⁹⁶ werden aufgrund der in A.1.5. aufgezeigten Kalkulationsfehler eher vernachlässigt.

2. Die ABCT als volkswirtschaftlicher Indikator: Die in Teil B vorgestellten Theorien der Öst. Schule stellen für einen Austrian Asset Manager einen unverzichtbaren Bestandteil für die kurz –und mittelfristige Analyse von Investments dar. Die ABCT und Machlups Analyse der Kapitalmärkte helfen dabei bei der frühzeitigen Erkennung von inflationär geschaffenen Blasen. So ist ein Anstieg der Assetpreise von kapitalintensiven⁹⁷ Branchen bei gleichzeitigem Rückgang der Sparquote in einer Volkswirtschaft bzw. einer Erhöhung des Konsums, ein sicheres Anzeichen für einen inflationären Boom, welcher mittels künstlicher Kreditexpansion erzeugt wurde. In diesem Fall sollten die Investments eher in Unternehmen der konsumnahen Branchen umgeschichtet werden, die kürzere Projektlaufzeiten haben und von den in A.1.5. beschriebenen Kalkulationsfehlern weitaus weniger stark betroffen sind. Bei einer relativ lang andauernden und starken Inflationierung sollten Aktienpositionen sukzessive reduziert und dafür der Anteil der physischen Edelmetalle erhöht werden.

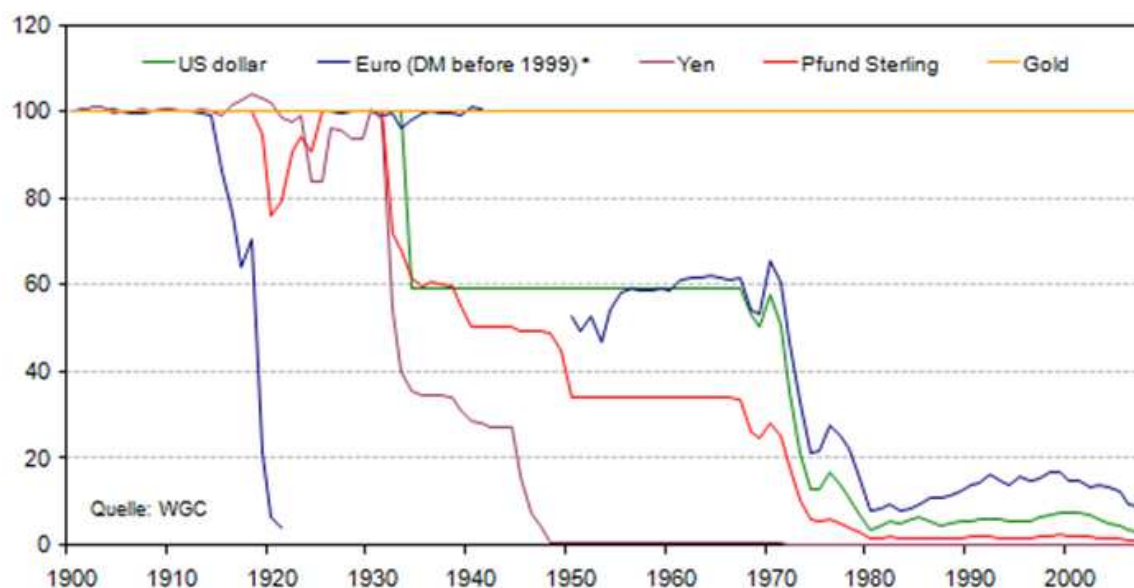
3. Starke Fokussierung auf Familienunternehmen: Der AAM-Ansatz konzentriert sich im Einklang mit der Österreichischen Unternehmertheorie vor allem auf familiengeführte Firmen, welche naturgemäss eine langfristige Unternehmensstrategie (und kein „Quartalsdenken“) verfolgen und ihre Beteiligungen am Geschäftsmodell langfristig halten. Zudem werden bevorzugt Unternehmen ausgewählt, die eine Nischenstrategie anstreben und folglich in einem klar definierten Marktsegment eine hohe Fachkompetenz aufweisen können. Schliesslich wird darauf geachtet, dass die Geschäftsmodelle über hohe Eigenkapitalquoten verfügen und bereits in der Vergangenheit stabile Renditeströme erzielt haben.

⁹⁶ Allerdings hängt die Fundamentalanalyse stark vom makroökonomischen Umfeld und vor allem von der Inflationierung ab. Hält sich diese in „verträglichen“ Grenzen, können Value-Kennzahlen zur Bewertung eines Unternehmens durchaus herangezogen werden. Der Einbezug der Geldmengenentwicklung in die Investitionsentscheidung ist ein wichtiger Unterschied, der den AAM-Ansatz vom Value Investing abgrenzt.

⁹⁷ In B.2.2. wurde darauf verwiesen, dass in der heutigen Zeit der Begriff der „kapitalintensiven“ Branchen weiter und schwerer zu fassen ist, als in der Vergangenheit (siehe auch Hayek 1978). So waren in der Vergangenheit beispielsweise auch die Internet start-ups unter diesen Begriff einzuordnen, da auch sie zum Teil Jahre davon entfernt waren, solide Renditeströme zu erwirtschaften.

Ebenso ist es wichtig darauf hinzuweisen, dass ein AAM-Portfolio einen weit überdurchschnittlichen Anteil an physischen Edelmetallen (v.a. Gold und Silber) enthält, welches sich in einer Bandbreite zwischen 20 – 30% bewegt. Nachdem sich der Goldpreis infolge der exorbitanten Inflationierungswellen im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends mehr als versechsfacht hatte, könnte dieser im Zusammenhang mit der sich zuspitzenden europäischen Schuldenkrise weiter an Auftrieb gewinnen. Vertreter der Öst. Schule gehen davon aus, dass die FED ihre Aufkaufprogramme von US-Staatsanleihen noch weiter intensivieren wird, so dass diese enorme Inflationierung weiterhin positive Effekte auf die Kurse von physischen Edelmetallen (im Gegensatz zu Banknoten nicht beliebig vermehrbar) haben wird. Der ehemalige FED-Chairman Alan Greenspan äusserte sich im Jahre 1966 folgendermassen über ein ungedecktes Geldmittelsystem: *“In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation. There is no safe store of value. If there were, the government would have to make its holding illegal, as was done in the case of gold. [in den USA war zwischen 1933 bis 1974 der private Goldbesitz verboten, Anmerkung des Verfassers]”*⁹⁸ Die abschliessende Abbildung 21⁹⁹ illustriert die Wertentwicklungen der einzelnen Papierwährungen in Relation zu Gold ab 1900. Diese Entwicklungen stehen im Einklang mit einer berühmten ökonomischen Weisheit, die dem französischen Philosophen Voltaire aus dem 18.Jahrhundert zugeschrieben wird: *„Papiergeld kehrt früher oder später zu seinem inneren Wert zurück – Null.“*

Abb. 21: Entwicklung von Papierwährungen in Relation zu Gold (Index 1900=100)



⁹⁸ Greenspan, Alan 1966. “Gold and Economic Freedom”. Die Ansichten hinderten den Autor allerdings nicht daran, während seiner späteren Zeit als FED-Chairman die in B.2.2. beschriebenen Inflationierungswellen zu entfachen.

⁹⁹ Quelle: Mack&Weise Vermögensverwaltung, Firmenpräsentation. Daten: www.invest.gold.org

Literaturverzeichnis

- Adrian, Tobias and Shin, Hyun Song, 2009. Financial Intermediaries and Monetary Economics (Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 398)
- Ark, Bart van, O'Mahony, Mary and Timmer, Marcel P., 2008. The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes (Journal of Economic Perspectives, Vol. 22, No. 1 (Winter 2008): 25-44)
- Bagus, Philipp and Schiml, Markus H., 2010. A Cardiograph of the Dollar's Quality: Qualitative Easing and the Federal Reserve Balance Sheet during the Subprime Crisis (Prague Economic Papers, 3, 2010)
- Bagus, Philipp und Schiml, Markus H. 2009. Notenbankbilanzanalyse: Ein neues Werkzeug der Geldpolitik in der Subprime-Krise (Wirtschaftsdienst 2009)
- Bagus, Philipp, 2008. Monetary policy as bad medicine: The volatile relationship between business cycles and asset prices (Rev Austrian Econ (2008) 21:283–300)
- Bagus, Philipp, 2007. Asset prices – An Austrian Perspective (Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política, 4 (2) 2007: 57-93)
- Bernanke, Ben S., 2002. Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here (Speech before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21, 2002)
- Bernholz, Peter, 2006. Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships (Edward Elgar Publishing)
- Best, Ben, 2009. An Austrian Theory of Business Cycles (Ben Best Articles, Homepage of Ben Best)
- BIS Annual Report 2007. 77th Annual Report (1 April 2006 – 31 March 2007)
- Bocutoglu, Ersan and Ekinci, Aykut, 2010. Austrian Business Cycle Theory and Global Financial Crisis: Some Lessons for Macroeconomic Risk and Financial Stability (Presented at the ICE-TEA 2010: The Global Economy After the Crisis: Challenges and Opportunities, Sept. 1-3, 2010)
- Bordo, Michael D. and Wheelock, David C. 2004. Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back at Past U.S. Stock Market Booms (The Federal Reserve Bank of St. Louis)
- Braun, Thomas und Wyss, Georg von, 1999. Geduld ist das Rezept der Value-Investoren (Magazin „Invest“, Finanz und Wirtschaft, 11.12.1999)
- Brenner, Robert, 2002. The Boom and the Bubble (New York, Verso, First Edition)
- Callahan, Gene and Garrison, Roger W., 2003. Does Austrian Business Cycle Theory Help Explain The Dot-Com Boom and Bust? (The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 6 No. 2 (Summer 2003): 67-98)
- Cassidy, John, 2002. Dot.con: The Greatest Story Ever Sold (New York: HarperCollins, First Edition)
- Cecchetti, Stephen G., Mohanty, M.S. and Zampolli, Fabrizio, 2010. The future of public debt: prospects and implications (BIS Working Papers No 300, March 2010)
- Conrad, Christian A. und Stahl, Markus, 2002. Asset-Preise als geldpolitische Zielgröße – das Beispiel der USA (Wirtschaftsdienst 2002)

- Cwik, Paul F., 2008. Austrian Business Cycle Theory: A Corporate Finance Point of View (Quarterly Journal of Austrian Economics (2008) 11:60-68)
- Dasgupta, Amil, Prat, Andrea and Verardo, Michela, 2006. The Price of Conformism (London School of Economics)
- Fleckenstein, William A. und Sheehan, Frederick, 2008. Mr. Bubble (FinanzBuch Verlag GmbH, 1.Auflage)
- Graham, Benjamin, 2003. The Intelligent Investor (Updated with new Commentary by Jason Zweig, Revisited Edition)
- Graham, Benjamin, 1958. The New Speculation in Common Stocks (The Analysts Journal, Vol. 14, No. 3)
- Grasser, Karl Heinz et al., 2003. Austrian Economics Today I – Analyses, Ideas and Suggestions (The International Library of Austrian Economics Kurt R. Leube ed. Vol. 7) 2003.
- Greenspan, Alan, 1966. Gold and Economic Freedom (originally appeared in a newsletter from “The Objectivist”)
- Guidolin, Massimo and La Jeunesse, Elizabeth A. 2007. The Decline in the U.S. Personal Saving Rate: Is it Real and is it a Puzzle? (Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, November/December 2007, 89(6), pp. 491-514)
- Hayek, F.A., 2008. Prices and Production and other Works: F.A. Hayek on Money, The Business Cycle, and The Gold Standard (Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama)
- Hayek, F.A., 1978. New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas (University of Chicago Press, Chicago, Illinois)
- Hayek, F.A., 1948. Individualism & Economic Order (University of Chicago Press, Chicago, Illinois)
- Hochreiter, Gregor, 2010. Krankes Geld – Kranke Welt: Analyse und Therapie der globalen Depression (Resch Verlag, 1.Auflage 2010)
- Hochreiter, Gregor, 2009. Wirtschaftskrise – Eine Analyse des Institutes für Wertewirtschaft
- Hoppe, Hans-Hermann, Hülsmann, Jörg Guido and Block, Walter, 1998. Against Fiduciary Media (The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 1 No. 1 (1998): 19-50)
- Huerta de Soto, Jesus, 2010. Rezessionen, Reformen der Finanzindustrie und die Zukunft des Kapitalismus (Liberales Institut Zürich (Dezember 2010)
- Huerta de Soto, Jesus, 2009. Money, Bank Credit and Economic Cycles (Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, Second Edition)
- Huerta de Soto, Jesus, 2008. Financial Crisis and Economic Recession (Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama)
- Huerta de Soto, Jesus, 2007. Die Österreichische Schule der Nationalökonomie – Markt und unternehmerische Kreativität (Friedrich A. von Hayek Institut, Erste Auflage)

- Hughes, Arthur Middleton, 1997. The Recession of 1990: An Austrian Explanation (Review of Austrian Economics 10, no.1 (1997):107-123)
- Hülsmann, Jörg Guido, 2000. Banks cannot create money (The Independent Review, v.V, n.1, Summer 2000)
- Hülsmann, Jörg Guido, 1998. Towards a General Theory of Error Cycles (The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 4 No. 4 (Winter 1998): 1-23)
- Kirzner, Israel, 1973. Competition and Entrepreneurship (University of Chicago Press)
- Klein, Peter G., 2010. The Capitalist & The Entrepreneur (Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama)
- Machlup, Fritz, 2002. Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung (Friedrich A. von Hayek Institut, 1.Auflage)
- Machlup, Fritz, 1935. The Rate of Interest as Cost Factor and as Capitalization Factor (The American Economic Review, Vol. 25, No. 3 (Sep., 1935), pp. 459-465)
- McCollum, C. 1999. Asking Price for House in Palo Alto? Don't Ask (San Jose Mercury News, April, 1)
- Mises, Ludwig von, 1998. Human Action – A Treatise on Economics (The Scholar's Edition, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama)
- Montier, James, 2009. Value Investing – Tools and Techniques for Intelligent Investment (John Wiley and Sons, Ltd, Publication)
- Montier, James, 2009. Bad Business: Thoughts on Fundamental Shorting and Value Traps (Mind Matters (Société Générale Group))
- Montier, James, 2008. Confused Contrarians and dark days for deep value (Mind Matters (Société Générale Group))
- Mueller, Antony P., 2001. Financial Cycles, Business Activity and The Stock Market (The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 4 No. 1 (Spring 2001): 3-21)
- Leithner, Chris, 2005. Ludwig von Mises, Meet Benjamin Graham: Value Investing from an Austrian Point of View (Leithner & Co. Pty Ltd, Paper Prepared for "Austrian Economics and Financial Markets", Las Vegas, 18-19 February 2005)
- Murphy, R.P., 2008. Did the Fed, or Asian Saving, Cause the Housing Bubble? (Ludwig von Mises Institute, Institute Daily Article)
- Polleit, Thorsten und Prollius, Michael von, 2010. Geldreform – Vom Schlechten Staatsgeld zum Guten Marktgeld (Lichtsschlag Buchverlag)
- Powell, Benjamin, 2002. Explaining Japan's Recession (The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 5 No. 2 (Summer 2002): 35-50)
- Rothbard, Murray N., 2008. The Mystery of Banking (Ludwig von Mises Institute, Second Edition)

Rothbard, Murray N., 2004. Man, Economy and State (Ludwig von Mises Institute, 2.Auflage Scholar's Edition)

Rothbard, Murray N., 1994. The Case against the FED (Ludwig von Mises Institute)

Rothbard, Murray N., 1969. Economic Depressions: Their Cause and Cure (Mises Institute, Auburn, Alabama)

Selgin, George, 2000. Should We Let Banks Create Money? (The Independent Review, v.V, n.1, Summer 2000, pp. 93–100)

Sherden, William A. 1997. The Fortune Sellers: The Big Business of Buying and Selling Predictions (John Wiley, First Edition)

Taylor, J.B., 2009. How Government Created the Financial Crises (The Wall Street Journal, Feb. 9,2009)