



THOMAS MAYER

DIE NEUE KUNST GELD ANZULEGEN

MIT AUSTRIAN FINANCE ZU EINEM
BESSEREN PORTFOLIOMANAGEMENT

FBV

Mit einem Vorwort
von Bert Flossbach

THOMAS MAYER

DIE NEUE KUNST GELD ANZULEGEN

MIT **AUSTRIAN FINANCE** ZU EINEM
BESSEREN PORTFOLIOMANAGEMENT

FBV

Mit einem Vorwort
von Bert Flossbach

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Für Fragen und Anregungen:

info@finanzbuchverlag.de

1. Auflage 2016

© 2016 by FinanzBuch Verlag,
ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

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

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Redaktion: Matthias Michel
Korrektur: Sonja Rose
Umschlaggestaltung: Laura Osswald
Umschlagabbildung: Getty Images
Satz: inpunkt[w]o, Haiger
Druck: Konrad Tritsch GmbH, Ochsenfurt
Printed in Germany

ISBN Print 978-3-89879-986-7
ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-915-2
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-916-9

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

INHALT

Vorwort	7
1. Einleitung	II
2. Von der Geldhortung zur Geldanlage	19
Geld als Mittel zur Wertaufbewahrung	20
Geld als Mittel zur Staatsfinanzierung	23
Inflation und Deflation im Kreditgeldsystem	26
Das Kreditgeld und der Kreditzyklus	33
Kreditgeld und Seigniorage	36
Kreditgeld und Eigentum	39
Geldanlage und Politik	42
Fazit	45
3. Der Zeitwert des Geldes	47
Was Zins ist und wie er entsteht	47
Kann der Zins auf natürliche Weise negativ werden?	64
Warum die Zentralbanken den Kreditzins manipulieren	68
Zinsberechnung	68
Was man vorhersehen kann	76
Fazit	79
4. Schuld und Eigentum	81
Eigentum und wirtschaftliche Entwicklung	81
Aktive Teilhabe an Eigentum	87
Passive Teilhabe an Eigentum	94
Staatsschuld statt Steuer	96
Fazit	98
5. Elemente der modernen Finanztheorie	99
Mean-Variance Optimization	99
Efficient Market Hypothesis	104

Capital Asset Pricing Model	109
Optionspreistheorie	114
Fazit	125
6. Auf Sand gebaut.....	127
Wesentliche Annahmen	127
Rationalität und Markteffizienz	129
Finanzmarktpreise und Risiko	134
Optionalität	145
Fazit	146
7. Wie die moderne Finanztheorie zu Finanzkrisen beigetragen hat	147
Die Illusion der Portfolioversicherung	147
Geniale Fehlleistung	151
Mutter aller Blasen	156
Moderne Finanztheorie im Umfeld von Nullzinsen	169
Fazit	178
8. Elemente einer Austrian-Finance-Theorie	181
Grundlagen von Austrian Finance	182
Von Modern Finance zu Austrian Finance	193
Von »fragil« zu »robust«	201
Fazit	202
9. Von der Theorie zur Praxis	205
Passives Portfoliomanagement	205
Hedgefonds	208
Aktives Portfoliomanagement	213
Bewertung von Finanzanlagen	217
Persönliche Vermögensverwaltung	219
Fazit	226
10. Ex Austria Lux.....	227
Anmerkungen.....	231

Für Renate

»Nirgendwo ist die Freiheit wichtiger als dort, wo unsere Unwissenheit am größten ist – mit anderen Worten, an den Grenzen des Wissens, wo niemand voraussagen kann, was einen Schritt vor uns liegt.«

Friedrich August von Hayek, *Die Verfassung der Freiheit*

VORWORT

Die Finanzkrise, die 2007 auf dem amerikanischen Immobilienmarkt ihren Ausgang nahm, sorgte für einen Bruch mit vielen althergebrachten Denkmustern. Manche Wahrheiten wurden radikal verworfen, andere nicht einmal infrage gestellt. Schnell wurden diejenigen, die Schuld an der Krise hatten, identifiziert: Je nach Perspektive waren es Banken, Ratingagenturen oder Regulierungsbehörden. Nur selten wurden Zweifel an der Angemessenheit der Geldpolitik der US-Notenbank geäußert, die den Immobilienboom erst ermöglichte.

Ein Hauptschuldiger fand sich jedoch gar nicht erst auf der Anklagebank wieder. Dabei hätten der Portfolio-Versicherungs-Crash 1987 ein erster Weckruf und der Kollaps des Hedgefonds LTCM 1998 ein finaler Warnschuss sein können. Beide Ereignisse waren Resultate der Hybris von Finanz-Alchemisten, deren Modellgläubigkeit die eigene Fehlbarkeit nicht mehr einkalkulierte. Doch die Schockwellen, die 1987 und 1998 durch das Finanzsystem liefen, blieben begrenzt, den Interventionen der Notenbanken sei Dank. Zur großen Finanzkrise kam es erst einige Jahre später. Die Ursachenanalyse aber bleibt bis heute unvollständig – obwohl die Verbriefungskaskade amerikanischer Hypothekenkredite, die vermeintlich aus Stroh Gold erzeugte, ohne die theoretische Rückendeckung der modernen Finanztheorie nicht denkbar gewesen wäre.

Im akademischen Elfenbeinturm hätte die moderne Finanztheorie keinen Schaden angerichtet, aber sie blieb der Praxis nicht verborgen. Die Probleme manifestierten sich, als die verschiedenen Modelle, die als theoretische Konstrukte durchaus ihre Daseinsberechtigung haben, von der Mehrheit der Marktteilnehmer als hinreichende Beschreibung der Realität akzeptiert wurden.

Die moderne Finanztheorie gibt dem Anleger eine Landkarte an die Hand, mit der sich das eigene Handeln stets rechtfertigen lässt.

Was aber, wenn die Landkarte gar nicht ausreicht, um eine hochkomplexe Wirklichkeit zu beschreiben – oder schlimmer, aufgrund der notwendigen Vereinfachungen eine gänzlich ungeeignete Darstellung der Realität ist?

Aus Mangel an einem geeigneten Risikomaß definieren die Finanztheoretiker die Preisschwankung einer Anlage als Risiko. Für ein theoretisches Modell ist diese Betrachtung durchaus plausibel: Die Preisschwankung ist leicht zu beobachten und scheint oftmals mit dem tatsächlichen, fundamentalen Risiko eines Wertverlustes verbunden zu sein.

Problematisch ist der Fokus auf die kurzfristige Preisschwankung aber dann, wenn der Anlagehorizont deutlich länger ist, als es die Risikobetrachtungsperiode vorgaukelt. Die Erfahrung hat gelehrt, dass Marktkorrekturphasen oftmals schnell ablaufen und nicht so träge wie die vorangegangene und die folgende Aufwärtsbewegung. Die gerade bei institutionellen Investoren beliebten Wertsicherungskonzepte laufen so stets Gefahr, prozyklisch zu agieren – ihre Aktienquoten zum Beispiel nach Korrekturen zu reduzieren und damit kurzfristig Verluste zu realisieren, obwohl (wie im Beispiel einer Pensionskasse) sehr langfristige Anlagezeiträume angemessen wären.

Im besten Fall verzichtet der Anleger mit einer solchen Herangehensweise lediglich auf Rendite. Im schlechtesten Fall werden niedrige Wertschwankungen, die fälschlicherweise als geeignetes Risikomaß betrachtet werden, aber zum Auslöser für haarsträubende Fehlallokationen. Die »risikolosen« AAA-Tranchen verbriefter Subprime-Kredite, die sich insbesondere bei deutschen Anlegern großer Beliebtheit erfreuten, sind nur eines der mahnenden Beispiele.

Die Theorie hat sich dennoch viel tiefer in den Köpfen von Finanztheoretikern und -praktikern festgesetzt, als sich die meisten unserer Zunft eingestehen würden. Nicht nur die Risikomodelle vieler institutioneller Investoren, sondern auch die Mehrzahl der Kennzahlen, mit denen eine Heerschar an Analysten den Erfolg oder Misserfolg verschiedener Anlagestrategien beurteilt, basieren auf der Preisschwankung als Risikomaß.

Selbst mit einem geeigneten Risikomaß wären die Probleme der modernen Finanztheorie jedoch nicht gelöst. Wir leben heute in einem Finanzsystem, in dem der zentrale Bewertungsanker, der

Zins, keinen Marktgesetzen gehorcht, sondern von politischen Institutionen definiert wird. Der fehlende Bezug der modernen Finanztheorie zum Geld- und Kreditsystem, dessen Rahmenbedingungen die Theorie dem Realitätstest aussetzen, ist deshalb eine ihrer größten Schwächen.

Bereits seit mehreren Jahren setzen wir uns mittlerweile im Rahmen unserer anlagestrategischen Überlegungen mit den Unzulänglichkeiten der modernen Finanztheorie und der langfristigen Stabilität unseres Finanz- und Geldsystems auseinander. Diese beiden Themen sollten nicht isoliert, sondern stets zusammen betrachtet werden: Die Überschuldung privater und öffentlicher Haushalte stellt das Konstrukt eines risikolosen Zinses infrage. Und negative Zinsen in allen Laufzeitenbereichen sind nicht nur eine Herausforderung für zentrale Annahmen vieler volkswirtschaftlicher Modelle, sondern auch für die Finanztheorie. Das Eingeständnis, dass viele der tradierten Modellbetrachtungen aktuell an ihre Grenzen gelangen und dass das derzeitige wirtschaftliche Umfeld von einer kurzfristigen Ausnahme zur langfristigen Regel werden könnte, hat sich allerdings bisher erst in Nischen der akademischen Forschung niedergeschlagen.

Die Disziplin der Finanztheorie bedarf einer Neuausrichtung in akademischer Forschung und Lehre. Wertvolle Denkanstöße liefert mein Kollege Thomas Mayer mit seinem Entwurf einer »österreichischen Finanztheorie«. Aber auch die Praxis muss sich reformieren. Voraussetzung ist zunächst die Erkenntnis, dass sich die Kapitalmärkte nicht als Spielplatz für Mathematiker eignen. Die Grundlage erfolgreicher Geldanlage bleibt die kritische Sozialwissenschaft und solides Handwerk – stets gepaart mit gesundem Menschenverstand.

Dr. Bert Flossbach

1. EINLEITUNG

Dies ist mein drittes Buch in einer Reihe kritischer Auseinandersetzungen mit der Geld- und Finanzwirtschaft seit Ausbruch der großen Finanzkrise im Jahr 2007. Im ersten Buch bin ich zu dem Schluss gekommen, dass die Europäische Währungsunion (EWU) fehlerhaft konstruiert und der Euro in seiner gegenwärtigen Aufstellung als Kreditgeld nicht lebensfähig ist.¹ Im zweiten Buch habe ich erklärt, wie unsere bestehende Kreditgeldordnung zur Finanzkrise beigetragen hat.² Ich glaube nicht, dass diese Geldordnung durch noch mehr Eingriffe in Form von Zinsmanipulationen der Zentralbanken und staatlicher Regulierung repariert werden kann. Eine neue Geldordnung ist nötig, wenn in Zukunft schwere Finanzkrisen vermieden werden sollen. In meinem zweiten Buch machte ich einen Vorschlag, der sich in wesentlichen Punkten auf die Erkenntnisse der österreichischen Schule der Wirtschaftswissenschaften stützte. Im vorliegenden, dritten Buch beschäftige ich mich nun mit der Finanztheorie aus »österreichischer« Sicht.

Der grundlegende Unterschied zwischen der österreichischen Schule und den konventionellen Wirtschaftswissenschaften, ob neoklassisch oder keynesianisch geprägt, liegt in der Art der Betrachtung des Forschungsgegenstands, nämlich des wirtschaftlichen Verhaltens von Menschen. Die österreichische Schule respektiert den Menschen als Subjekt, die konventionelle Ökonomie betrachtet ihn als Objekt. Die österreichische Schule erforscht die Bedingungen, unter denen der Mensch wirtschaftlich handelt, und die Prozesse, mit denen die Handlungen vieler Menschen koordiniert werden. Die konventionelle Ökonomie erklärt und empfiehlt wirtschaftliche Entscheidungen.

Der Objektivismus der konventionellen Wirtschaftswissenschaften führt zu einer wenig hilfreichen und oft schädlichen Besserwissererei. Der Subjektivismus der österreichischen Schule ist dagegen

ein Bollwerk gegen jede wissenschaftlich verbrämte Besserwisserei und politisch erzwungene bürokratische Gängelung. In der modernen Finanztheorie wurde die Besserwisserei auf die Spitze getrieben. Wirtschaftliches Handeln wurde dort nicht nur mit weltfremden Theorien erklärt, sondern diese Theorien wurden auch zur Grundlage praktischen wirtschaftlichen Handelns und der Wirtschaftspolitik umgemünzt. Es war, als ob Autofahrern ein mit einer Mondkarte gefüttertes Navigationsgerät für ihre irdischen Fahrten an die Hand gegeben worden wäre. Bestürzend ist, dass die Autofahrer im Finanzbereich darauf nicht reagierten, indem sie ihren gesunden Menschenverstand zur Orientierung benutzt hätten. Im Gegenteil: es scheint als ob sie die Scheiben sogar noch verdunkelt hätten, so dass sie die Irrwege auf dem Navigationsgerät besser erkennen und ihnen folgen konnten. Niemand sollte sich über die von diesen Fahrern verursachte Massenkarambolage wundern.

Was ist zu tun? Nichts weniger, als die Finanztheorie neu zu erfinden. Warum ist das wichtig? Weil ohne ein Gegenstück zur modernen Finanztheorie diese weiterhin in den Köpfen der Akteure im Finanzbereich herumspukt. Wer sie aus guten Gründen ignoriert, wird von ihren Vertretern als Ignorant belächelt. Wer als Experte in moderner Finanztheorie daherkommt, kann erwarten, dass ihm die wahren Ignoranten Finanzkompetenz zubilligen. Für dieses Buch habe ich mir vorgenommen, eine Finanztheorie aus den Prinzipien der österreichischen Schule zu entwickeln. Ich nenne sie »Austrian Finance«, obwohl ich Anglizismen in der deutschen Sprache eigentlich nicht mag. Dennoch habe ich mich dazu durchgerungen, um jede Verwechslung mit den gegenwärtig im Land Österreich betriebenen Wirtschaftswissenschaften zu vermeiden. Diese haben so gut wie nichts mit der österreichischen Schule zu tun. Die »Austrians« sind in ihrem Herkunftsland leider eine kaum wahrnehmbare Minderheit.

Die Entwicklung soll in acht Stufen (Kapiteln) erfolgen. Auf der ersten Stufe (Kapitel 2) wollen wir die Bedeutung unserer Geldordnung für die Geldanlage diskutieren. In dem unsere Geldordnung bestimmenden Kreditgeldsystem wird der innere Geldwert ausgehöhlt und im Rahmen der Kreditgeldschöpfung Eigentum von den Gläubigern zu den Schuldnern umverteilt. Geldhortung wird bestraft und Ver-

schuldung belohnt. Die Verteilungseffekte sind in der Europäischen Währungsunion besonders ausgeprägt und politisch brisant.

Aufgrund der Bestrafung der Geldhortung entsteht im Kreditgeldsystem ein ökonomischer Zwang zum Geldverleih, zur Geldanlage. Doch auch damit kann der innere Geldwert nicht immer gesichert werden. Seit dem Beginn der Finanzkrise wurde die Belastung der Geldhortung durch die Politik auf geldnahe Formen der Geldanlage ausgeweitet. Begründet wird dieser Schritt mit der Notwendigkeit, die Wirtschaft zu stimulieren. Erreicht werden stattdessen vornehmlich weitere Umverteilungen von Einkommen und Vermögen.

Im dritten Kapitel geht es um den Zeitwert des Geldes, den Zins. Der als Zeitwert des Geldes verstandene Zins muss notwendigerweise positiv sein. Eine »negative Zeitpräferenz« widerspricht der Logik wirtschaftlichen Handelns, denn diese wäre gleichbedeutend mit einer Präferenz für die Verschwendung knapper Ressourcen, in diesem Falle der dem Menschen nur begrenzt zur Verfügung stehenden Zeit. Der Zins hat eine fundamentale Bedeutung für die Bewertung von Wertpapieren. In Übereinstimmung mit der logischen Herleitung muss der für die Bewertung verwendete Zins positiv sein. Ist er null oder negativ, lassen sich Bewertungen nicht berechnen. Wir betreten also eine »Ponzi-Welt«, in der Anlagen nur noch aus Spekulation auf ständig wachsende Preise der Anlageobjekte getätigt werden. Diese Welt ist von Kredit-Boom-Bust-Zyklen geprägt, wie wir sie in den vergangenen Jahrzehnten kennengelernt haben. Die Möglichkeit der Prognose der für die Bewertung von Wertpapieren wichtigen Daten ist sehr begrenzt. Die Schlussfolgerung aus dieser Erkenntnis ist, dass man die Zukunft nicht prognostizieren, sondern nur sich für sie positionieren kann.

Im Mittelpunkt des vierten Kapitels stehen die Formen der Geldanlage als Beteiligungen an Eigentum und die Finanzierung von Schuld. Eigentum spielt eine zentrale Rolle für wirtschaftliches Wachstum und wirtschaftliche Entwicklung. Über die Geldanlage in Aktien ist eine Beteiligung an produktivem Eigentum möglich. Doch muss bei der Aktienanlage immer geprüft werden, wie das ins Auge gefasste Unternehmen aufgestellt ist und ob die Interessen der Aktionäre dort angemessen berücksichtigt werden.

Die Geldanlage in Schuldtitel erfordert weniger intime Kenntnisse über die wirtschaftlichen Umstände des Schuldners und gewährt dem Gläubiger mehr Schutz vor Verlusten als dies dem Besitzer von Eigentumstiteln zukommt. Entsprechend geringer ist auch die zu erwartende Rendite. Ein unter Anlegern besonders beliebter Schuldner ist der Staat. Doch gerade bei diesem Schuldner ist das Risiko der Begleichung der Schuld mit von ihm selbst entwertetem Geld besonders hoch.

Die Absicht des fünften Kapitels ist es, die Denkweise der modernen Finanztheorie anhand ihrer herausragenden Theoreme darzustellen. Dazu gehören die von Harry Markowitz Anfang der 1950er-Jahre entwickelte »Mean-Variance Optimization«, die von Eugene Fama in den 1960er-Jahren aufgestellte »Efficient Markets Hypothesis«, das in der gleichen Zeit von William Sharpe, John Lintner und Jan Mossin entwickelte »Capital Asset Pricing Model« und die 1973 publizierte Optionspreistheorie von Fischer Black und Myron Scholes.

Das sechste Kapitel nimmt die für die moderne Finanztheorie notwendigen Annahmen unter die Lupe. Insbesondere werden dort die Annahmen der Rationalität der Anleger und der Normalverteilung der Finanzpreise diskutiert. In beiden Fällen ist das Ergebnis der Diskussion, dass die Annahmen nicht haltbar sind. Die Folge davon ist, dass Märkte nicht »effizient« im Sinne der modernen Finanztheorie sind und das Risiko nicht wie dort beschrieben gemessen werden kann.

Das allein würde reichen, um die moderne Finanztheorie weder zur Erklärung noch zur Empfehlung für praktisches Handeln im Finanzbereich anzuwenden. Aber auch weitere, wesentliche Annahmen, die in diesem Kapitel erwähnt, aber nicht vertiefend diskutiert werden – wie permanente Liquidität in den Märkten oder die unbeschränkte Verfügbarkeit von Darlehen zum risikofreien Zins –, sind nicht erfüllt. Dennoch haben sich viele Akteure in den Märkten und der Politik auf die moderne Finanztheorie verlassen.

Was dabei herauskam, ist das Thema des siebten Kapitels. Dort wird gezeigt, wie die moderne Finanztheorie zu Finanzkrisen beigetragen hat und wie sie in der Nullzinsphase nach der großen Finanzkrise am Ende ihrer Weisheit angekommen ist. Im Aktienmarkt-

crash von 1987 wurde die »Portfolioversicherung« entzaubert, die eine Begrenzung der Buchverluste bei fallenden Preisen durch von Computern gesteuerte schnelle Aktienverkäufe versprochen hatte. Entgegen den Annahmen der modernen Finanztheorie erwiesen sich die Märkte nicht immer als kontinuierlich und liquide.

Gegen Ende der 1990er-Jahre scheiterte der mit Nobelpreisträgern ausgestattete Hedgefonds Long-Term Capital Management (LTCM) an der Unberechenbarkeit des Risikos. Wieder hatte die moderne Finanztheorie Anlagestrategien inspiriert, die in die Katastrophe führten. Man hätte erwarten können, dass die Akteure im Finanzmarkt nun von dieser Theorie genug gehabt hätten. Weit gefehlt! Im Verlauf der 2000er-Jahre verführte die Ingenieurkunst der modernen Finanztheorie zur Konstruktion von Produkten und zum Management von Risiken, mit denen jede Höhe der Verschuldung angeblich problemlos zu tragen war. Doch als die Kreditblase platzte und der Schuldenberg wackelte, war die Not groß. Die Politik machte sich auf zur Rache an den Protagonisten des Finanzbereichs und überzog sie mit neuen Regulierungen und Geldstrafen. Einzig die moderne Finanztheorie kam ungestraft davon.

Heute werden die Rezepte der modernen Finanztheorie in der Geldpolitik umgesetzt, um die Schäden zu reparieren, die mit dem Einsatz dieser Rezepte angerichtet wurden. Noch immer gelingt es den Hohepriestern dieser Lehre, Wissen vorzutäuschen und nicht der Priesterkaste angehörende Praktiker einzuschüchtern. Was ist zu tun?

Im achten Kapitel werden die Elemente einer Austrian Finance Theorie entwickelt, und diese Theorie wird mit der modernen und verhaltensorientierten Finanztheorie verglichen. Wesensmerkmale der Austrian Finance Theorie sind die Erkenntnis, dass Akteure ihre Umwelt notwendigerweise subjektiv wahrnehmen (1); die Ableitung der Kostenminimierung (2) und die Abnahme des Grenznutzens (3) aus der Logik des Handelns; die Einsicht, dass Unsicherheit unkalulierbar ist (4); sowie die Schlussfolgerung, dass auf subjektivem Wissen beruhendes Handeln und der Zustand des dynamischen Marktgleichgewichts einander bedingen (5).

Der Vergleich mit den anderen Theorien verdeutlicht diese Wesensmerkmale und zeigt weitere Unterschiede vor allem beim

Verständnis des Geldes auf. Weder die moderne noch die verhaltensorientierte Finanztheorie sind sich der Natur des Kreditgelds und seiner destabilisierenden Wirkungen auf die Wirtschaft bewusst. Dies war ein wesentlicher Grund, warum für die Vertreter dieser Theorien die große Finanzkrise völlig überraschend kam. Aus Sicht der Austrian Finance Theorie ist dagegen unsere bestehende Kreditgeldordnung krisenanfällig. Da ein Systemwechsel jedoch nicht in Sicht ist, müssen wir mit den Problemen dieser Geldordnung weiter leben. Die Austrian-Finance-Theorie schärft den Blick dafür und hilft dabei, so gut wie möglich durch die Krisen zu kommen.

Schließlich befasst sich das neunte Kapitel mit einigen praktischen Anwendungen der Austrian-Finance-Theorie auf die Einschätzung verschiedener Arten des Portfoliomanagements, den Umgang mit der Bewertung von Finanzanlagen und die Verteilung des Konsums über die Lebenszeit. Die Liste praktischer Anwendungen ließe sich beinahe beliebig erweitern und kann in diesem Buch nicht erschöpfend behandelt werden. Es besteht also viel Raum für die Anwendung von Austrian Finance auf die Fragen, mit denen sich praktisch handelnde Anleger laufend beschäftigen müssen. Schön wäre es, wenn sich der Leser angesprochen fühlte, bei der Weiterentwicklung von Austrian Finance und ihren Anwendungen mitzuarbeiten.

Dieses Buch wurde von meiner Tätigkeit am Flossbach von Storch Research Institute und meinen Seminaren zur Finanztheorie an der Universität Witten/Herdecke inspiriert. Es wendet sich an unvoreingenommene und unideologische Praktiker im Finanzbereich, an Studenten der Wirtschaftswissenschaften, denen es um die Sache statt um Prüfungsbescheinigungen geht, und an interessierte Laien, die bereit sind, sich auf dieses sperrige Thema einzulassen. Dabei sollte sich der mathematisch weniger versierte Leser von der gelegentlich vorkommenden Algebra nicht abschrecken lassen. Auch wenn er die Formeln überspringt, wird er die wesentlichen Argumente nachvollziehen können.

Für die Durchsicht früherer Versionen des Manuskripts und hilfreiche Kommentare danke ich meinen Kollegen Bert Flossbach, Agnieszka Gehringer, Philipp Immenkötter, Kai Lehmann, Ludwig Palm, Tobias Schafföner, Philipp Vorndran und Norbert Tofall.

Meine Studentinnen und Studenten an der Universität Witten/Herdecke haben mich durch ihr Interesse an diesem Thema zur Arbeit ermuntert, und ihre Nachfragen haben zur Präzisierung meiner Überlegungen beigetragen. Nicht zuletzt geht mein Dank an Georg Hodolitsch, der nun schon mein zweites Buch verlegerisch betreut und mir bei der Durchführung beider Projekte den Rücken gestärkt hat. Wie immer und überall gilt: Fehler und Dummheiten gehen zu meinen eigenen Lasten.

2. VON DER GELDHORTUNG ZUR GELDANLAGE

Geld ist ein Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung. So heißt es in den meisten ökonomischen Lehrbüchern. Vermutlich hat hier einfach eine Generation von Autoren von der anderen abgeschrieben. Denn die Eigenschaft des Geldes als Mittel zur Wertaufbewahrung, die es früher einmal gab, ist mit der Zeit verloren gegangen. Sie existiert heute nicht mehr. Heute hält man Geld, weil man einen Tausch beabsichtigt oder erwartet. Ansonsten »legt man Geld an«.

Anscheinend haben die Autoren der Lehrbücher den Wandel verschlafen. Das ist bedauerlich, denn wenn wir den Wandel nicht erkennen, dann begreifen wir nicht, was mit ihm verloren gegangen ist. Die Hortung von Geld wurde durch die systematische Verwässerung des Geldwerts unattraktiv gemacht. Außerdem wurde sie stigmatisiert. Wer heute Geld hortet, handelt politisch inkorrekt, um nicht zu sagen asozial. Er gleicht Dagobert Duck, der sein Vermögen in einem Geldspeicher verwahrt und mit Wonne in dem Meer von Münzen badet. Doch Geld soll zirkulieren, so die vorherrschende Meinung, und nicht dem Wirtschaftskreislauf durch selbstsüchtige Hortung entzogen werden. Mit dem Verlust der Möglichkeit zur Wertaufbewahrung durch Geldhortung unter allen Umständen ist uns aber auch ein Stück Freiheit verloren gegangen. Nun sind wir gezwungen, Geld anzulegen, wenn wir Werte aufbewahren wollen, um damit in der Zukunft tauschen zu können.

Geld als Mittel zur Wertaufbewahrung

Die Vorstellung von Geld als Mittel zur Aufbewahrung von Werten stammt aus einer Zeit, in der noch Waren als Tauschmittel benutzt wurden. Naturaltausch ist nicht einfach, da Tauschpartner mit spiegelverkehrten Bedürfnissen gefunden werden müssen. Wer Getreide gegen Fleisch tauschen will, braucht einen Partner, der bereit ist, Fleisch gegen Getreide abzugeben. Der Tausch kommt nicht zustande, wenn sich die passenden Partner nicht finden. Sehr viel einfacher ist es dagegen, wenn der Tauschhandel in zwei Teile zerlegt werden kann. Im ersten Teil wird die abzugebende Ware gegen eine andere, neutrale Ware eingetauscht, die als Tauschmittel allgemein akzeptiert ist. Im zweiten Teil kann dann das Tauschmittel in die eigentlich gewünschte Ware getauscht werden.

Ursprünglich wurde durch gesellschaftliche Übereinkunft festgelegt, welche Ware als Tauschmittel dienen konnte. Dabei machten bestimmte Eigenschaften einige Waren zum Tauschmittel besonders geeignet. Vorteilhaft war es, wenn die Ware von homogener Beschaffenheit und physischer Beständigkeit war. Außerdem sollte sie nicht beliebig vermehrbar, sondern knapp sein. Denn sonst war ihr Tauschwert unsicher. In unseren Breitengraden entwickelten sich Gold und Silber zu Tauschmitteln.

Diese Edelmetalle hatten die für ein Tauschmittel vorteilhaften Eigenschaften der Homogenität, physischen Beständigkeit und Knappheit. Weil sie zudem durch gesellschaftliche Übereinkunft als Tauschmittel akzeptiert waren, konnte man sich darauf verlassen, dass man gegen Gold oder Silber die gewünschten Waren eintauschen konnte. Nicht ihr Nutzwert machte den Tauschwert der Edelmetalle aus, sondern das in sie gesetzte Vertrauen, im Tausch akzeptiert zu werden. Ihre Eigenschaften und allgemeine Akzeptanz ließen Gold und Silber auch zur Aufbewahrung für Tauschgeschäfte in der Zukunft geeignet erscheinen. Der neoliberale Ökonom Walter Eucken nannte zu Tauschmitteln gewordene Waren »Warengeld«. Da Warengeld einen Vermögenswert darstellt und dieser auf der Aktivseite von Bilanzen verbucht wird, habe ich diese Art von Geld »Aktivgeld« genannt.³

Knapp ist eine Ware dann, wenn zu ihrem Erwerb Ressourcen aufgewendet werden müssen. Im Fall von Gold und Silber sind Ressourcen zum Auffinden und Schürfen der Edelmetalle nötig. Die Kosten zum Erwerb der Tauschmittel haben einen Einfluss auf ihren Tauschwert. Gemeint ist damit natürlich nicht der Tauschwert gegen eine bestimmte Ware, sondern der Tauschwert der Tauschmittel insgesamt gegen alle anderen Tauschobjekte. Dem österreichischen Ökonomen Carl Menger folgend werden wir dies im Weiteren den »inneren Wert« der Tauschmittel nennen. Davon zu unterscheiden ist der »äußere Wert«, der angibt, wie viele Einheiten des Tauschmittels zum Erwerb eines konkreten Tauschobjekts nötig sind. Der innere Tauschwert von Gold oder Silber wird durch deren Knappheit und damit durch die Kosten zum ursprünglichen Erwerb bestimmt. Waren Gold und Silber reichlich verfügbar, weil man neue Vorkommen oder Quellen entdeckt hatte, sank ihr innerer Wert. Dann war mehr Gold oder Silber insgesamt nötig, um andere Waren damit zu erwerben. Waren die Edelmetalle dagegen knapp, weil bekannte Vorkommen erschöpft waren, stieg ihr innerer Wert.

Der innere Wert der Tauschmittel, oder des »Warengelds«, wird nicht nur vom Angebot davon, sondern auch von der Nachfrage danach bestimmt. Geldhortung kann den inneren Wert des Geldes erhöhen, wenn die dadurch ausgelöste Nachfrage nach Geld größer ist als das Angebot. Insbesondere in einer wachsenden Wirtschaft, in der mehr Geld als Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung nachgefragt als durch Geldproduktion erzeugt wird, steigt der innere Wert des Geldes an.

Im 19. Jahrhundert gab es sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Großbritannien lange Phasen der Deflation der Konsumentenpreise, während denen der innere Wert des Geldes stieg (Abbildung 2.1). In den USA war dies tendenziell in der Zeit von 1815 bis 1848 und von 1869 bis 1900 der Fall.⁴ In Großbritannien herrschte Konsumentenpreisdeflation in der Tendenz von 1815 bis 1835 und von 1872 bis zur Jahrhundertwende, so dass das allgemeine Preisniveau im Durchschnitt des 19. Jahrhunderts mit einer Rate von 0,4 Prozent pro Jahr sank. Die dazwischenliegenden Phasen der Inflation waren durch neue Gold- und Silberfunde oder, im Fall der

USA, durch den zeitweiligen Ersatz des Warengelds durch Papiergeld während des Bürgerkriegs bestimmt.

In beiden Ländern ging die Deflation der Konsumentenpreise, die den Anstieg des inneren Werts des Geldes widerspiegelte, mit hohem Wirtschaftswachstum einher. Treiber des Wachstums waren der schnelle Anstieg der arbeitenden Bevölkerung und neue Technologien, die zu erheblichem Wachstum der Produktivität der Arbeit führte. Da die Menge der produzierten Güter schneller stieg als die Geldmenge, sanken die Preise. Durch die gesunkenen Preise konnten alle Konsumenten vom technischen Fortschritt profitieren. Daraus sollte man schließen, dass es keinen allgemeingültigen Grund gibt, einen Anstieg des inneren Werts des Geldes zu bekämpfen.

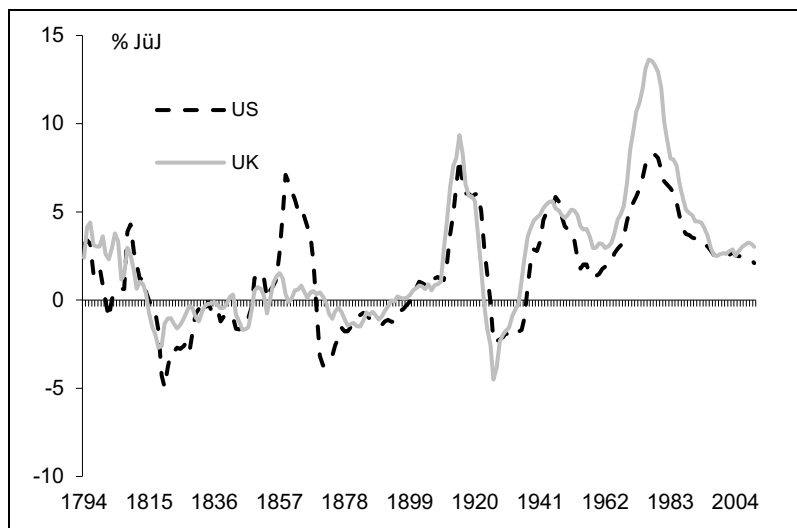


Abbildung 2.1: Inflation in den USA und Großbritannien (gleitende Durchschnitte über 11 Jahre)

Quelle: Lawrence H. Officer und Samuel H. Williamson, »The Annual Consumer Price Index for the United States, 1774–2014«, Measuring Worth, 2016 und Lawrence H. Officer, »What Were the UK Earnings and Prices Then?«, Measuring Worth, 2016

Wo der Anstieg des inneren Werts des Geldes nicht systematisch verhindert wird und damit möglich ist, kann Geldhortung eine ökonomisch sinnvolle Form der Ersparnis darstellen. Der Ertrag der Geldhortung ergibt sich aus dem Gewinn an Kaufkraft durch die Deflation der Preise aller anderen Tauschobjekte. Auch bei einem nominalen Zins von null auf gehortetes Geld kann man mit Geldhortung bei Deflation einen positiven realen Ertrag erzielen. Aus der Sicht des Sparers ist dies ideal, kann er doch in diesem Fall auf sehr einfache Weise Werte zum Tausch in der Zukunft aufbewahren. Außerdem wird ihm der Verzicht auf Konsum in der Gegenwart durch höhere Kaufkraft seiner Tauschmittel in der Zukunft entlohnt.

Wenn ein stabiler oder steigender innerer Wert des Geldes Vorteile für Konsumenten und Sparer bietet und mit starkem Wirtschaftswachstum einhergehen kann, warum wird dies dann von beinahe allen Volkswirten und Politikern verteufelt? Warum gilt die allgemeine Deflation der Preise als die schlimmste Krankheit, die eine Wirtschaft befallen kann? Zur Beantwortung dieser Fragen müssen wir uns eine weitere Funktion des Geldes näher ansehen, nämlich die eines Finanzierungsinstruments für Staaten.

Geld als Mittel zur Staatsfinanzierung

Wie erwähnt, ist Homogenität eine wichtige Eigenschaft für die Eignung einer Ware als Tauschmittel. Da Gold und Silber chemische Elemente und keine Verbindungen sind, besitzen sie diese Eigenschaft, allerdings nur in der Theorie. In der Praxis können statt der Elemente Verbindungen mit minderwertigeren Stoffen als Tauschmittel in Umlauf gebracht werden. Nicht immer ist die Manipulation leicht zu entdecken, so dass sich ein Fälscher von Tauschmitteln Vorteile beim Tausch verschaffen kann. Aus diesem Grund ist es für den Verkäufer einer Ware oder Dienstleistung von Vorteil, wenn das Tauschmittel normiert ist. Kann er sich auf die Normierung verlassen, dann kann er sicher sein, dass er bei der Annahme des Tauschmittels nicht übervorteilt wird.

Im frühen Mittelalter entstand bei uns die Praxis der Normierung von Gold und Silber zum Tauschmittel durch Gold- und Silberschmiede sowie Hoheitsträger wie Städte oder regionale Herrscher, die für dessen Werthaltigkeit mit ihrem Namen bürgten.⁵ Statt Gold- oder Silberstücke dienten Münzen als Tauschmittel, deren Werthaltigkeit mit dem Prägestempel des Herausgebers zertifiziert wurde. Dadurch wurde die Möglichkeit zum privaten Betrug erschwert, aber es wurde auch die Möglichkeit zum organisierten Betrug geschaffen. Diese ergab sich dadurch, dass die Herausgeber den Gold- oder Silbergehalt ihrer Münzen systematisch unter den darauf angegebenen Nennwert verringern konnten. Von Dauer konnte der Betrug natürlich nur sein, wenn die Herausgeber die Annahme zum Nennwert durchsetzen konnten. Dazu waren aber nur Ausüßer staatlicher Gewalt in der Lage, also vornehmlich regionale Herrscher.⁶

Die Münzverschlechterung erwies sich bald als eine wichtige, wenn nicht die wichtigste Einnahmequelle für viele Fürsten. So verdoppelte zum Beispiel eine Verschlechterung der Münzen im Jahr 1299 die Einnahmen der französischen Krone von rund 1 auf 2 Millionen Pfund. Im Jahr 1349 generierte die Münzverschlechterung drei Viertel aller Einnahmen des Königs. Diese Art der Geldbeschaffung war so lukrativ, dass es in Frankreich allein zwischen 1285 und 1490 zu nicht weniger als 123 Münzverschlechterungen kam.⁷ Vermutlich ist es kein Zufall, dass der durch die Differenz zwischen dem Nennwert und dem Warenwert entstandene Gewinn der staatlichen Geldemission mit dem französischen Wort »Seigniorage« bezeichnet wird.

Die Einführung des aus China stammenden Papiergelds in Europa zu Beginn der Neuzeit eröffnete neue, viel weiter reichende Möglichkeiten zur Staatsfinanzierung. Banken konnten gegen die Einlage von Münzgeld mehr Papiergeld ausgeben, als durch die Einlage gedeckt war, wenn sie davon ausgehen konnten, dass nur ein Teil der Einleger zu einem jeweiligen Zeitpunkt das Papiergeld in ihre ursprüngliche Einlage von Münzgeld zurücktauschen wollten. In diesem Fall konnte ein Teil des eingelegten Münzgelds weiterverliehen werden. Floss das verliehene Münzgeld wieder als Einlage zurück an die Bank, dann konnte erneut Papiergeld ausgegeben werden. So wurde es möglich, aus einer Münzgeldmenge von, sagen wir,