

## Glanz und Elend der Ökonomie

Von Karl-Heinz Thielmann

Wirtschaftswissenschaftler haben heutzutage einen schlechten Ruf. Nicht nur, dass fast alle mit ihren Konjunkturprognosen ständig schief liegen. Sie haben weder die Finanzkrise noch die Eurokrise vorhergesehen. Die meisten haben diese schwerwiegenden Probleme noch nicht einmal erahnt. Auch andere Entwicklungen wie der Aufstieg der Schwellenländer wurden zumeist erst nachträglich zur Kenntnis genommen.

Aber nicht nur, dass es mit den Prognosen nicht so richtig klappen will, bei der Analyse von Ursachen und Konsequenzen von wirtschaftlichen Entwicklungen zeigen die Vertreter der Zunft ein selten zerstrittenes Bild. Ein neutraler Beobachter kann schnell den Eindruck bekommen, dass die Ökonomie ein Panoptikum ist, aus dem sich Interessengruppen oder Vertreter bestimmter Ideologien die richtigen Argumente aussuchen können, aber keine objektive Wissenschaft.

Unterstützt wird der negative Eindruck von noch der Rolle, die man den Ökonomen in der modernen Medienwelt zgedacht hat: diejenige der Spaßbremse. Falls in Informationssendungen ein mahnender Experte gebraucht wird, der glaubwürdig versichert, dass alles Böse enden wird, nimmt man einen Ökonomen. Wenn man in Fernsehtalkshows einen völlig humorfreien Teilnehmer braucht, der ständig den belehrenden Zeigefinger hebt, lädt man einen Ökonomen ein. Wenn man will, dass sich in einer Talkshow zwei Diskutanten gegenseitig der kompletten Inkompetenz bezichtigen, lädt man zwei Ökonomen unterschiedlicher Lager ein.

Woran liegt dieses augenscheinliche Elend der heutigen Ökonomie? Ist der Zustand dieser Wissenschaft wirklich so erbärmlich oder unterliegt die Öffentlichkeit einem Zerrbild?

Vor wenigen Jahrzehnten jedenfalls war die Ökonomie noch eine hoch angesehene Wissenschaft, deren Vordenker als herausragende Menschen bewundert wurden. Adam Smith, John Maynard Keynes, Nikolai Kondratjew, Friedrich von Hayek, Joseph Schumpeter und viele andere mehr; sie alle galten als bewundernswerte Geistesgrößen, die Grundlegendes zum Verständnis von Wirtschaft und Gesellschaft beigetragen haben. Was hat dann den beispiellosen Absturz der Wirtschaftswissenschaften in der öffentlichen Wahrnehmung bewirkt?

Für mich hat das fragwürdige Erscheinungsbild der Ökonomie heutzutage vor allem vier Ursachen:

1. der mangelnde Austausch mit anderen Wissenschaftsrichtungen und der Wirtschaftspraxis;
2. die einseitige Ausrichtung des Wissenschaftsbetriebes auf amerikanische Spitzenuniversitäten;
3. die unnötige Zerstrittenheit der Ökonomen in wirtschaftspolitischen Fragen;
4. die verzerrte mediale Aufmerksamkeit für ökonomische Aussagen.

### 1. Die Ökonomie, die Praxis und die übrige Wissenschaft

Eine viel beklagte Ursache für das große Elend der Ökonomie ist die Mathematisierung dieser Wissenschaft. Sie begann in den 50er Jahren getrieben von einer zunehmenden Orientierung an den scheinbar so präzisen Naturwissenschaften: Eine Formalisierung sollte den Aufstieg zur seriösen Wissenschaft bewirken. An sich wäre gegen die Verwendung der Mathematik nichts einzuwenden, sollte doch der Umgang mit mathematischen Formeln das logische Denken schärfen. Eine Nebenwirkung der Mathematisierung war aber auch eine zunehmende Abgrenzung zu anderen Sozialwissenschaften, die auf einmal zu unpräzise erschienen. Ökonomen begannen alles, was sich nicht in Formeln pressen ließ, nicht mehr ernst zu nehmen. Damit unterlief ih-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nen aber ein entscheidender Fehler: Indem die Formalisierung wichtiger wurde als die Inhalte, bewegte die Ökonomie sich unaufhaltsam von der Realität weg. Dies wiederum bewirkte, dass eine Abkoppelung weiter Teile der Forschung von der wirtschaftlichen Praxis stattfand und die Wissenschaftler sich im Elfenbeinturm isolierten.

Als besonders fatal hat sich dabei das Postulat von Milton Friedman erwiesen, dass in ökonomischen Modellen unrealistische Annahmen erlaubt sind, wenn dies zu aussagekräftigen Ergebnissen führt. Dies hat dann als perfekte Ausrede für allen möglichen Kokolores gedient, mit dem viele Ökonomen ihre Wissenschaft dann vor allem als „l'Art pour l'Art“ betrieben.

Inzwischen ist die Entwicklung teilweise umgekehrt. Durch Behavioural Finance und experimentelle Ökonomie hat insbesondere die Psychologie Einzug in die ökonomische Forschung gehalten. Andere Richtungen, wie z. B. die Wirtschaftssoziologie, werden aber nach wie vor von den meisten Ökonomen naserümpfend ignoriert, obwohl gerade hier Fortschritte in Hinblick auf ein tieferes Verständnis von konkreten wirtschaftlichen Problemen wie z. B. der letzten Finanzkrise zu erwarten sind.

Verbesserungsfähig ist insbesondere auch der Gedankenaustausch mit der Praxis. Kontakte zwischen Wissenschaft und Praxis finden heute vor allem statt, wenn der Vertreter einer Interessengruppe einen Ökonomen sucht, der sowieso schon die erwünschte Meinung vertritt. Die meisten Wissenschaftler selbst haben ein auffälliges Desinteresse an Gesprächen mit Praktikern, es sei denn, sie vermuten einen Sponsor für Forschungsgelder. Dass diese Konstellation einer objektiven und innovativen Wissenschaft nicht gerade förderlich ist, versteht sich von selbst.

## 2. Der amerikanische Herrenklub der Spitzenökonomien

Wenn alljährlich der Nobelpreis für Ökonomie vergeben wird, sind die Namen zwar ungewiss, eine Prognose hat sich aber bisher als relativ sicher erwiesen: Es handelt sich um einen älteren Herren weißer Hautfarbe, der an einer amerikanischen Spitzenuniversität entweder tätig ist oder tätig war.

Wie in keiner anderen Wissenschaft gibt es in der Ökonomie eine Dominanz von Forschern einiger weniger amerikanischer Universitäten. Kurioserweise bezieht sich diese Dominanz nicht nur auf den Mainstream. Selbst die wichtigsten originellen Denker, die vom Mainstream abweichen (wie z. B. Steven D. Levitt mit seinen Freakonomics), sind an einer führenden US-Institution beschäftigt.

Diese Entwicklung hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass heutzutage der Erfolg eines Wissenschaftlers daran gemessen wird, ob er in renommierten Fachzeitschriften publiziert und wie oft er dann zitiert wird. Die Auswahl der Artikel erfolgt in einem sogenannten Review-Verfahren, in dem etablierte Wissenschaftler die eingehenden Beiträge bewerten und gegebenenfalls Revisionen fordern. Insofern scheint vor allem ein Rezept Erfolg versprechend, um Karriere zu machen: Man muss a) Artikel veröffentlichen, die von einem bereits relativ breit erforschten Thema handeln; denn sonst ist die Gefahr zu groß, dass man keinen Reviewer findet und später zu selten zitiert wird; und b) der Artikel muss so formuliert sein, dass er potenziellen Reviewern möglichst gut gefällt. Da die Reviewer i.d.R. etablierte Ökonomieprofessoren sind, wird Letzteres dadurch erreicht, dass sich der Beitrag weitestgehend am bereits veröffentlichten ökonomischen Mainstream orientiert, also am besten nicht mit neuen Ideen eine Zurückweisung riskiert. „Keine Experimente“ ist aber ein offensichtlich ungeeignetes Motto für Forscher. Fachidioten hingegen, die bereits bekannte Inhalte neu verpacken, sind hingegen die Gewinner eines solchen Mechanismus.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine Veröffentlichung abseits des Mainstreams kann sich eigentlich nur ein Forscher leisten, der bereits eine etablierte Position hat und deshalb gedruckt wird, egal was er schreibt. Dies sind aber i. d. R. nur Forscher an den US-Topunis. Insofern erscheint logisch, dass US-Bildungsinstitutionen sowohl den Mainstream wie auch den Nichtmainstream beherrschen.

Ein weiterer innovationsfeindlicher Faktor in der Ökonomie ist, dass sich viele Universitäten und Forschungseinrichtungen zu kafkaesken Systemen mit sinnentleerten bürokratischen Ritualen entwickelt haben. Viele Professoren streben ihr Amt nur an, um die Privilegien von Berufsbeamten genießen zu dürfen. Wenn diese dann darüber entscheiden, was wissenschaftlicher Fortschritt ist und was nicht, ist klar, dass nichts Originelles dabei herauskommen kann. Gegenwärtig gilt insbesondere interdisziplinäres Arbeiten (also gedanklicher Austausch zwischen unterschiedlichen Wissenschaftsrichtungen) noch als Karrierekiller, da es die klare Einordnung in fachspezifische Denkschemata erschwert. Auch hier werden Fachidioten bevorzugt, die vor allem schon bekannte Inhalte reproduzieren, weil sie sich so schön einfach einordnen lassen.

Konsequenz ist, dass nur das als Fortschritt eingestuft wird, was in bisherige Denkmuster hineinpasst; aber nicht, was neu und innovativ ist. Ausnahmen sind auch hier wieder einige englischsprachige Eliteunis, deren relativ offene Diskussionskultur es doch manchmal ermöglicht, kreative Querdenker hervorzubringen. Auch dies ist ein Grund, warum gerade die Denkfabriken des Mainstreams auch die Vordenker des Nichtmainstreams hervorbringen.

### 3. Ökonomie als Hahnenkampf

Raghuram Rajan, heute Chef der Notenbank Indiens und davor Finanzprofessor in Chicago, beklagte sich im August dieses Jahres in einem weit beachteten Artikel über den „paranoiden Stil“, der in ökonomischen Debatten Einzug gehalten habe. Als Beispiel führte er die verletzende persönliche Kritik des Nobelpreisträgers Paul Krugman an Ken Rogoff und Carmen Reinhart an, bei denen in einen vormals als bahnbrechend angesehenen Artikel schwere statistische Mängel bemerkt worden waren.

Raghuram Rajan hat recht: Gerade Ökonomen, die von der Öffentlichkeit stark wahrgenommen werden wie Paul Krugman, vermitteln immer mehr den Eindruck von paranoiden Egozentrikern. Dies gilt auch für den Kontrahenten Rogoff, der sich inzwischen gerne öffentlich als Opfer einer Verschwörung selbst bemitleidet. Vielleicht hängt dies mag mit den Mechanismen des Medienbetriebes zusammen, nach denen nur noch derjenige mit Aufmerksamkeit bedacht wird, der am lautesten „Skandal“ schreit. Hierzu mehr im folgenden Abschnitt. Wenn sich Ökonomen auf der Jagd nach Publicity zum lauten Poltern verführen lassen, schadet dies aber letztlich nur dem Ruf der Wissenschaft und ihrer Vertreter. Dies ist insbesondere bei Paul Krugman sehr schade, dem wir schon viele wichtige und auch innovative Einsichten verdanken.

Als insbesondere ärgerlich hat sich das Gezänk der Ökonomen in Hinblick auf die richtige Wirtschaftspolitik bei den jüngsten Problemen erwiesen, wie unlängst wieder bei der Eurokrise. Marktliberale und keynesianisch geprägte Ökonomen bekämpften sich erbittert im Streit um die richtige Therapie. Jeder hatte ein Patentrezept, und dieses war anders als die anderen. Insofern wurden auch diejenigen, die eine andere Meinung hatten, immer als komplette Idioten dargestellt.

Bei dem ganzen Streit war leider in den Hintergrund getreten, worum es bei guter Wirtschaftspolitik eigentlich geht: um Vertrauen in die Zukunft. Denn das Vertrauen von Investoren und Konsumenten in die Zukunft ist zentral für die wirtschaftliche Entwicklung. Nur wer das richtige Maß an Vertrauen hat, investiert produktiv und konsumiert die angemessene Menge an Gütern. Zuviel Vertrauen ist allerdings genau so schädlich wie zu

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wenig. Übermäßiger Optimismus verleitet zu exzessiven Ausgaben und Überschuldung, zu starker Pessimismus hat ein Verharren in der Depression zur Folge.

Der Kerngedanke liberaler Wirtschaftspolitik von Adam Smith bis zu von Hayek ist, dass der Staat Vertrauen durch einen stabilen Rahmen schafft, in dem die Bürger frei ihren wirtschaftlichen Aktivitäten nachgehen können. Insbesondere von Hayek thematisierte die Konsequenzen, wenn der Staat z. B. durch lockere Geldpolitik zu viel Vertrauen erzeugt. Der Kerngedanke keynesianisch geprägter interventionistischer Wirtschaftspolitik ist, dass der Staat Vertrauen schafft, indem er dann eingreifen soll, wenn der Markt versagt, d. h. nicht von selbst zu optimalen Ergebnissen kommt. Beide Grundideen stehen für mich nicht im Widerspruch, da sie offensichtlich unterschiedliche Sachverhalte beschreiben: Die Liberalen behandeln die Fragestellung, wie man zu optimalen Ergebnissen kommt, wenn die Bedingungen für freie Marktwirtschaft erfüllt sind, die Interventionisten behandeln die Frage, was man machen muss, wenn die Erfolgsvoraussetzungen für freie Märkte verletzt sind. Warum also das wutentbrannte aneinander vorbeireden?

Leider tragen zerstrittene Ökonomen nicht gerade zur Vertrauensbildung bei. Trotzdem tobt der Kampf der Anhänger beider Lager nach wie vor erbittert. Dies mag mit zwei Faktoren zusammenhängen:

- Beide Richtungen lassen sich prima für die Zwecke von Sonderinteressengruppen zweckentfremden. Wer Marktmacht hat und diese missbraucht, singt gerne das Loblied des freien Marktes, selbst wenn dieses in seinem Fall unzutreffend ist. Bürokraten hingegen haben ein großes Interesse an Interventionen, selbst wenn diese im Gesamtergebnis eher schaden, und bemühen die Ökonomie gerne als Ausrede für überflüssige staatliche Eingriffe. Leider lassen sich Ökonomen immer wieder gerne für die eine oder die andere Sache instrumentalisieren.
- Die Anhänger beider Lager haben eine verzerrte Wahrnehmung bezüglich der Vorteile und Nachteile der jeweiligen Konzepte. Dabei vergessen sie, dass ökonomische Aussagen immer nur in Zusammenhang mit bestimmten Annahmen gelten. Wer als Ökonom aber darauf beharrt, dass die von ihm vertretene Richtung nicht nur situationsspezifische Lösungen liefert, sondern als Patentrezept für alle Weltprobleme propagiert, macht sich insgesamt unglaubwürdig.

Wenn die Streitereien der Ökonomen überhaupt zu etwas beigetragen haben, dann dazu, dass das Vertrauen in die Zukunft eher noch weiter abgenommen hat. Während die ersten beiden Gründe für den Niedergang der Ökonomie vor allem als Effizienzmängel angesehen werden können, ist das Gezänk regelrecht gefährlich; sowohl für die Wissenschaft wie auch für die Gesellschaft: Den eine nicht mehr Ernst genommene Ökonomie wird selbst dann nicht mehr beachtet, wenn sie einmal recht hat; was dann sogar Schaden anrichten kann.

## 4. Ökonomie als Medieninszenierung

Die vorangegangenen Zeilen mögen vielleicht den Eindruck vermittelt haben, dass es keinen Fortschritt in der Ökonomie gegeben habe. Dies wäre jedoch zu undifferenziert. Es hat gerade in den letzten Jahren viele interessante Entwicklungen in den Wirtschaftswissenschaften gegeben, nur hat kaum jemand davon etwas bemerkt. Dies hängt einerseits damit zusammen, dass sich zwar die meisten Ökonomen dem Mainstream und den Mechanismen des Wissenschaftsbetriebes unterordnen, aber beileibe nicht alle. Abseits des Einheitsbreis der Top-Journals gibt es viele bemerkenswerte Forschungsergebnisse, man muss nur intensiv suchen, um sie zu finden.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Viel schwerwiegender für das öffentliche Zerrbild dürfte allerdings sein, dass sich das Medieninteresse sehr einseitig auf die „Kampfökonom“ konzentriert, die versuchen, mit extremen Aussagen Publicity zu generieren. In einer Mediengesellschaft, in der Wettstreit um öffentliche Aufmerksamkeit eine differenzierte Berichterstattung immer weiter zurückdrängt, brauchen Journalisten Lieferanten von Schockeffekten. Seriös aussehende Experten mit verstörenden Prognosen eignen sich besonders gut für diese Rolle. Beliebt hierfür sind Volkswirte, die Katastrophenszenarien entwerfen wie z. B. „Dr. Doom“ Nouriel Roubini. Seine deutschen Kollegen, die in den letzten Jahren die Eurokrise zur Entwicklung von apokalyptischen Visionen genutzt haben, möchte ich an dieser Stelle nicht namentlich erwähnen. Großes Medienecho finden aber auch diejenigen Wissenschaftler, die sich bei der Kritik gegenüber ihren Berufskollegen oder Politikern im Ton vergreifen, wie in dem schon angesprochenen Beispiel Paul Krugman gegenüber Ken Rogoff und Carmen Reinhart.

Wenn dann in der Öffentlichkeit das Bild von Ökonomen als geifernden Besserwissern entsteht und keiner sie mehr für seriöse Wissenschaftler hält, ist es nicht erstaunlich, aber sehr schade. Jeder Volkswirt, der sich zum Komplizen eines auf Sensationsgier ausgerichteten Medienbetriebs macht, sollte bedenken, was er anrichtet.

## **Doch was müsste sich ändern?**

In der Presse war schon öfters die Forderung nach einer „neuen Ökonomie“ zu lesen. George Soros hat eigens zu diesem Zweck das „Institute for New Economic Thinking“ (INET) gegründet. Ich halte ehrlich gesagt wenig von diesem Ansatz. Keiner weiß, wie eine neue Ökonomie tatsächlich aussehen soll. Zudem hat die „alte Ökonomie“ ja auch vieles Gute hervorgebracht. Wer auf die Website des INET geht, stößt auf das bekannte Problem: Ein kleiner Kreis von Forscher dominiert, die von englischsprachigen Eliteunis geprägt sind, ihre Texte sind Variationen bereits hinlänglich behandelter Themen. Die neue Ökonomie von George Soros ist lediglich anders verpackte alte Ökonomie. Dies ist aber keine Lösung für die angesprochenen Probleme.

Edward Fullbrook, Direktor der World Economics Association und prominenter Kritiker der etablierten Ökonomie, hat schon vor Längerem die Forderung erhoben, dass die Wirtschaftswissenschaften eine Methodenvielfalt wie in der modernen Physik zulassen. Diese begnügt sich damit, dass ihre Theorien keine Weltbilder vermitteln, sondern jeweils nur ganz konkrete Probleme erklären, während akzeptiert wird, dass diese Ansätze sich nicht zur Klärung anderer Sachverhalte eignen. Fullbrocks Vorschlag erscheint auf den ersten Blick als logischer Schritt, ist aber durchaus tückisch. Denn die Orientierung an den Naturwissenschaften ist eine zweischneidige Sache. Dort gibt es auch einen fragwürdigen Wettbewerb um Anerkennung durch Veröffentlichungen in Top-Journals, allerdings mit anderen Konsequenzen. Zwar wird nicht immer wieder das Gleiche in neuer Form reproduziert. Dafür werden zunehmend Skandale durch gefälschte oder nicht nachvollziehbare Forschungsergebnisse bekannt. Möglicherweise wird dieser Missbrauch durch die Methodenvielfalt stark begünstigt.

Die Ökonomie braucht aber dringend eine Erneuerung durch Entideologisierung und das Aufbrechen der verkrusteten Strukturen. Ökonomen müssen lernen, dass, wenn sie Ideen haben, die sie für richtig halten, diese deswegen nicht immer und unter allen Umständen richtig sind. Wenn sie in den Medien auftreten, wäre es sicher auch hilfreich, wenn sie weder die Wiedergeburt von Nostradamus noch den verbohrten Weltverbesserer spielen würden, sondern sich auf ihre Rolle als seriöse Forscher zurückbesinnen.

Des weiteren sollten sie sich vom Mainstream-Wiederkäuer als Ideal abkehren. Wenn man wissenschaftliche Bedeutung nur über Publikationen in etablierten Zeitschriften definiert, ist klar, dass neue Ideen nur auf der Strecke bleiben können.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Vor allem aber müssen Ökonomen lernen, dass auch Nichtökonomien gute Ideen zur Wirtschaft haben können und sollten sich für Anregungen aus andern Sozialwissenschaften und der wirtschaftlichen Praxis öffnen. Was heutzutage oft vergessen wird: Viele der Stammväter der modernen Ökonomie kamen von anderen Wissenschaftsrichtungen oder aus der Praxis bzw. hatten zumindest engen Kontakt mit der wirtschaftlichen Realität: Adam Smith war Moralphilosoph, David Ricardo war Börsenspekulant, John Maynard Keynes arbeitete parallel als Fondsmanager. Gerade weil diese Leute mit einem unverstellten Blick an ökonomische Sachverhalte herangingen, waren sie in der Lage, die herrschenden Dogmen infrage zu stellen und die Wissenschaft voranzubringen.

Auch die Geldgeber des Wissenschaftsbetriebes, das heißt Bildungspolitiker, Stifter und andere Verteiler von Forschungsmitteln sollten überlegen, was sie eigentlich finanzieren. Sie, wie übrigens die Ökonomen selbst auch, sollten sich die Frage stellen: Was ist eigentlich der Zweck der Ökonomie? Laut Lehrbüchern besteht der Zweck darin, zu klären, wie eine optimale Allokation von Ressourcen funktioniert. Bereits Adam Smith hatte herausgefunden, dass unter bestimmten Bedingungen freie Märkte die effizienteste Form des Wirtschaftens sind. Allerdings gelang es bisher nicht wirklich zu erklären, wie Märkte als Schauplätze der Wirtschaft funktionieren.

Auch 240 Jahre nachdem Smith sein Modell der „unsichtbaren Hand“ als Wirtschaftslenker vorgestellt hat, versteht man in der Ökonomie den Mechanismus hinter diesem Modell immer noch nicht richtig: Was treibt Märkte wirklich an; wie kommen Preise zustande? Wenn man aber nicht richtig versteht, wie Märkte funktionieren, hat man insbesondere dann Schwierigkeiten, wenn Märkte einmal versagen. Weder gelingt eine aussagekräftige Analyse des Problems noch kann man aufzuzeigen, was besser zu machen wäre. Gerade die Finanzkrise hat erneut deutlich gemacht, wie diese Ratlosigkeit gegenüber realen Märkten die Ökonomie ins Abseits befördert.

Friedrich von Hayek hatte schon vor Jahrzehnten erkannt, dass das Problem der Wissenskoordination die „zentrale Frage“ hierbei ist: „Wie kann das Zusammenwirken von Bruchstücken von Wissen, das in den verschiedenen Menschen existiert, Resultate hervorbringen, die, wenn sie bewusst vollbracht werden sollten, aufseiten des lenkenden Verstandes ein Wissen erfordern würden, das kein einzelner Mensch besitzen kann?“ Von Hayeks Meinung, dass die unbeeinflusste Marktwirtschaft irgendwie schon alles richten werde, erscheint heute im Zeitalter von Globalisierung, Moral Hazard und bewusst geschaffenen Informationsasymmetrien allerdings als zu einfach. Doch wie könnte eine Lösung aussehen, die auch in einer komplexen Welt gilt?

Dabei werden uns nur neue Erkenntnisse darüber, wie Konsumenten, Unternehmer und Investoren mit ihrem Wissen bzw. Nichtwissen über die Zukunft umgehen, weiterhelfen, wenn wir die Fehlentscheidungen, die zur nächsten großen Krise führen können, vermeiden wollen. Sowohl empirische Sozialforschung und Verhaltenspsychologie wie auch Physik und Evolutionsbiologie können hier der Ökonomie wertvolle Anregungen geben.

Es gibt durchaus Ökonomen, die derzeit in viele interessante Richtungen forschen, auch wenn sie keine Chance haben, damit in die American Economic Review zu kommen. Aber vielleicht wird sich das ja einmal ändern. Und möglicherweise wird sogar einmal ein Nobelpreis dafür verliehen, vielleicht sogar (und jetzt geht meine Phantasie mit mir durch) an eine nichtenglischsprachige Wissenschaftlerin, die an einer deutschen Universität forscht. Dann könnte ganz eventuell sogar die Chance bestehen, dass die Ökonomie wieder zu ihrem alten Glanz als Profession herausragender Denker zurückfindet. Schön wäre es!

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: [info@long-term-investing.de](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:  
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.  
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
  - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
  - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
  - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
  - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
  - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

## b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

## Rechtliche Hinweise:

### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beige-steuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Albert Einstein wurde zitiert nach: <http://www.zitate-online.de/sprueche/wissenschaftler/287/zwei-dinge-sind-unendlich-das-universum.html>. Das Zitat „Der Weg zur Hölle ist mit guten Vorsätzen gepflastert“ geht auf „Die göttliche Komödie“ von Dante Alighieri (1265 bis 1321) zurück. Alan Greenspan hat seine Äußerung zum 0% Ausfallrisiko bei US-Treasuries in einem TV-Interview 2012 gemacht, das unter <http://www.youtube.com/watch?v=8lStG2d50IQ> abgerufen werden kann.

Raghuram Rajan wurde zitiert nach: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-declining-quality-of-public-economic-debate-by-raghuram-rajan/german>; F. A von Hayek wurde zitiert nach seinem Buch: "Individualismus und wirtschaftliche Ordnung"; Salzburg (1937).

Zum Institute for New Economic Thinking vgl.: <http://ineteconomics.org/>. Zu Edward Fullbrook vgl. z. B. seinen Blog: <http://rwer.wordpress.com/author/fullbrook/>



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zur Firmengeschichte von BASF vgl.: <http://www.basf.com/group/corporate/de/about-basf/history/index>; bei GKN vgl.: <http://www.gkn250.com/1800.html>

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 19.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 4.11.2013.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

**Interessenkonflikte:** Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: BASF-Aktien
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Disclaimer:**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.