

DOWN TO THE WIRE

By Weston Wellington
Vice President
Dimensional Fund Advisors



Mai 2013

„Gold muss im Portfolio dabei sein“

Alle von uns würden erfolgreichere Investoren sein wenn wir unser Investmentverhalten besser verstehen würden. Oft entscheiden wir mit unseren Emotionen und nicht mit unserem Verstand – speziell wenn es um Gold geht.

- *„Wir leben in einem Zeitalter des Gelddruckens... Deshalb muss ich wieder und wieder Gold empfehlen... Wenn Gold einmal die 1.800 USD/Unze überschritten hat, steigt es auch in die unteren bis mittleren Zweitausender weiter.“ Zitat, das Felix Zulauf von Zulauf Asset Management zugeschrieben wird: „Here’s What’s Cooking for 2013,” Barron’s, Januar 21, 2013.*
- *„Investoren können wählen zwischen künstlich bewerteten Finanzanlagen oder echten Anlageformen wie Öl oder Gold oder - um ganz sicherzugehen – Bargeld ... Meine erste Empfehlung ist GLD – der SPDR Gold Trust.“ Zitat nach Bill Gross von PIMCO: „Stirring Things Up,” Barron’s, February , 2013.*
- *„Ich empfehle Gold, wie ich es schon seit vielen Jahren tue. Ich werde Gold auch weiter empfehlen, bis beim Goldpreis die Stimmung umkippt, was aber nirgends in Sicht ist. Die Gesamtsituation für Gold könnte nicht besser sein... Gold könnte auf 5.000 USD, wenn nicht sogar 10.000 USD steigen.“ Zitat nach Fred Hickey in The High-Tech Strategist. „Stirring Things Up,” Barron’s, Februar 2, 2013.*

Jeden Januar treffen sich in New York prominente Investmentprofis als Mitglieder des Barron’s Roundtable, um Geschichten, Aktienideen und Aussichten für die Märkte und Wirtschaftstrends weltweit auszutauschen. Barron’s - ein Finanzwochenblatt mit einer kleinen aber überzeugten Anhängerschar aus professionellen und Do-it-Yourself Investoren - veröffentlicht das Protokoll dieser Beiträge jeweils in den darauffolgenden drei Ausgaben. Die oben genannten Zitate sind Ausschnitte aus der diesjährigen Diskussionsrunde. Nach unserem besten Wissen ist dies die bisher einzige Runde, bei der drei von neun Teilnehmern der Runde in ihren Empfehlungen für die Wertsteigerung von Kapital besonders auf Gold bezogene Investitionen für das kommende Jahr hervorgehoben haben.

Obwohl das Jahr noch lange nicht vorbei ist, hatten die Goldenthusiasten einen relativ schlechten Start. Ein heftiger Ausverkauf Mitte April ließ den Preis für Goldbarren am 15. April auf 1.395 USD sinken, 15,7% unter dem Preis seit Jahresbeginn, und 26,4 % unter dem Spitzenwert von Anfang September 2011 (Preise auf Basis des Londoner Nachmittagskurses). Für den

10-Jahreszeitraum bis zum 31.März 2013 war die Welt für Goldenthusiasten noch in Ordnung: Die auf das Jahr umgerechnete Rendite für Spitzenpreise für Gold lag bei 16,83%, verglichen mit nur 8,53% jährlicher Gesamtrendite für den S&P 500 Index, 10,19% für den MSCI EAFE Index, 17,41% für den MSCI Emerging Markets Index, und 2,34% für den S&P Goldman Sachs Commodity Index.

Betrachtet man noch längere Zeiträume, wie z.B. die vierzig Jahre vor dem 31.März 2013, rentierte Gold in etwa wie die häufig herangezogenen Benchmarks für festverzinsliche Anlagen, während es im Vergleich zu den meisten Aktienindizes zurücklag. Darin liegt eine feine Ironie: Die Rendite von Gold ließ sich in den letzten vierzig Jahren praktisch nicht von der Rendite fünfjähriger US Staatsanleihen unterscheiden, welche von Goldbefürwortern oft als „Beschlagnahme-Zertifikate“ verspottet wurden.

Betrachtet man die Volatilität des Goldpreises sind sogar vierzig Jahre zu kurz, um belastbare Beweise für die zukünftige Rendite von Gold zu finden. Zusätzliche Unklarheit entsteht dadurch, dass der Besitz von Gold in der Vergangenheit nicht immer legal war und sich dessen Rolle in den weltweiten Geldsystemen immer wieder geändert hat. In seinem Buch „The Golden Constant“ (University of California, 1977) untersuchte der Berkeley-Professor Roy Jastram das Verhalten

von Gold in England und Amerika über einen Zeitraum von mehr als 400 Jahren und wies darauf hin, dass die wirkliche Langzeitrendite von Gold nahe Null war. Obwohl er eine Datenbasis von mehreren Jahrhunderten vorliegen hatte, drückte er seine Ergebnisse immer noch sehr vorsichtig aus.

Als wir das letzte Mal im Februar 2012 über Gold geschrieben haben („Who has the Midas Touch?“ – Wer macht alles zu Gold wie König Midas?), ging das mysteriöse Metall für 1.770 USD/Unze über den Tisch. Wir machten die Leser auf den Jahresbericht 2011 von Berkshire Hathaway Inc. aufmerksam, in dem sich der Vorsitzende Warren Buffet in einem Beitrag mit der langfristigen Anziehungskraft von Gold bzw. - aus seiner Sicht - deren Mangel, auseinandersetzte. Seitdem hat sich im Kreis der Anleger eine heftige Debatte um die Rolle von Gold in einem Anlageportfolio entwickelt. Auf beiden Seiten stehen umsichtige, wortgewandte und erfolgreiche Investoren, einschließlich dreier milliardenschwerer Manager von Hedgefonds, die sich für Gold stark machen.

Man könnte meinen, dass sich das Verhalten des Goldpreises nie einer rationalen Analyse erschließen wird. Wer es trotzdem versuchen will, dem könnte der kürzlich überarbeitete Aufsatz von Claude Erb und Campbell Harvey einen nützlichen Diskussionsrahmen bieten, ohne jedoch den Fall damit unbedingt zu

GOLD IM VERGLEICH ZU BENCHMARKS, 1973–2013*

INDEX	JÄHRLICHE RENDITE (%)	WACHSTUM FÜR \$1
Dimensional Large Cap Value Index	12.89	\$127.75
Dimensional US Small Cap Index	12.67	\$117.96
S&P 500 Index	10.18	\$ 48.30
MSCI EAFE Index (gross div.)	9.05	\$ 31.96
Barclays US Credit Index	8.31	\$ 24.33
S&P Goldman Sachs Commodity Index	8.21	\$ 23.51
Barclays US Government Bond Index	7.85	\$ 20.53
Fünfjährige US Treasury Notes	7.69	\$ 19.40
Gold Spot Preis	7.63	\$ 18.95
Einmonatige US Treasury Bills	5.29	\$ 7.86
Verbraucherpreis Index	4.30	\$ 5.39

*40-Jahreszeitraum bis 31.März 2013.

lösen. Nebenbei findet man beim Lesen einige hochinteressante Anekdoten von historischem Interesse wie z.B. einen Vergleich der heutigen Besoldung von Offizieren der US-Armee mit der Besoldung von Centurionen unter Kaiser Augustus. (Offensichtlich hat sich in den letzten 2000 Jahren wenig geändert.)

Die Autoren zeigen eine Reihe von Gründen auf, die häufig zu Gunsten von Goldbesitz vorgebracht werden: Absicherung gegen Inflation, sichere Zuflucht in Stresszeiten, Alternative zu Anlageformen mit niedriger Realrendite, und dass Gold in den Portfolios der Investoren unterrepräsentiert ist. Obwohl das Argument der Absicherung gegen Inflation der wohl meistverwendete Anreiz für Goldinvestoren ist, finden die Autoren kaum Beweise dafür, dass Gold jemals ein wirksamer Schutzwall gegen unerwartete Inflation war. Sie erschüttern auch den Glauben, dass Gold sich als wirklich sicherer Zufluchtsort erweisen kann oder in einer Welt niedriger Realrenditen eine attraktive Alternative bietet.

Der interessanteste Diskussionspunkt ist ihrer Ansicht nach die Behauptung, dass Gold in den Portfolios der Investoren unterrepräsentiert („under-owned“) ist und dass schon eine kleine Veränderung in den Anlagestrategien dieser Personen zu einem signifikanten Anstieg des realen Goldpreises führen würde. Lässt man die Zweideutigkeit des Begriffes „under-owned“ einmal kurz außer Acht (schließlich gehört alles Gold der Welt irgendjemandem), so halten die Autoren es doch für möglich, dass individuelle Anleger oder auch Zentralbanken sich stärker dem Gold zuwenden könnten. Wenn sie sich nicht an Preisen stören, könnte diese Wahl den realen Goldpreis wirklich steigen lassen – besonders wenn die Goldproduzenten nicht willens oder in der Lage sind, ihre Produktion zu erhöhen. (Dazu gehört auch, dass ein signifikanter Realpreisanstieg die Entwicklung von Methoden zur elektrochemischen Extraktion von geschätzten 8 Millionen Tonnen Gold aus den Ozeanen

vorantreiben würde, die die bisherige Versorgung winzig erscheinen lassen würden.)

Das Argument, dass Gold „under-owned“ ist, wurde von einem Kreis von vernünftigen Investoren vorgebracht und man muss abwarten, ob die beschriebene Verschiebung der Anlagestrategien wirklich stattfindet und tatsächlich die von ihnen vermuteten Konsequenzen hat. Die Autoren erkennen die preistreibenden Auswirkungen für den Goldpreis in diesem Szenario durchaus an, weisen aber auch darauf hin, dass die Goldpreise im Verhältnis zur gegenwärtigen Inflationsrate in etwa auf dem Doppelten des Langzeitdurchschnittes liegen, seit 1975 mit dem Handel von Gold-Futures begonnen wurde. Sie schlagen vor, dass 800 USD/Unze ein vernünftiges Ziel für diese Methode der Bewertung seien. Was ist eher zu erwarten – dass die Preise sich um ihren historischen Durchschnitt bewegen werden oder dass sich eine neue Weltordnung entwickelt, die einen ganz anderen Bewertungsmaßstab verlangen wird? Niemand kann sich sicher sein und deshalb betiteln die Autoren den Beitrag wohl auch mit „Das goldene Dilemma“.

Was sollten Investoren also aus all dem lernen? Unserer Ansicht nach resultieren langfristige Investitionsergebnisse für jedermann aus der Kombination verfügbarer Kapitalmarktrenditen und dem Verhalten bzw. der Gemütslage des Investors. Wie Warren Buffet beobachtet hat, sind Aufregung und Kosten die Feinde jedes Investors. Wir könnten alle davon profitieren, wenn wir einmal überlegen würden, ob wir unsere Investitionsentscheidungen nicht meistens eher mit dem Bauch als mit dem Kopf treffen. Die Entscheidung, Gold zu besitzen, ist oft durch eine gefühlsmäßige Reaktion auf laufende Geschehnisse geprägt und führt zu abrupten Änderungen in der Anlagestrategie und verhindert das Erreichen der Renditen auf den Kapitalmärkten. Wenn die Entscheidung, stets 5% in Gold anzulegen, Investoren

ermutigt, mit den restlichen 95% ihres Portfolios eine 'Buy-and-hold' - Strategie zu fahren, ist dies vielleicht die vernünftigste Lösung für manche. Viele andere sind ohne Zweifel auch damit zufrieden, ihr Portfolio mit Wertpapieren auszustatten, welche Zinsen und Dividenden ausschütten - und mit Gold nur ihr angeborenes Bedürfnis nach seltenen und schönen Objekten der Bewunderung zu befriedigen.

REFERENZEN

Jastram, Roy W. *The Golden Constant*, John Wiley & Sons, 1977.

Erb, Claude B., and Campbell R. Harvey. "The Golden Dilemma." <http://ssrn.com/abstract=2078535>.

Barclays Daten, ehemals Lehman Brothers, zur Verfügung gestellt von Barclays Bank PLC.

Stocks, Bonds, Bills and Inflation Yearbook. Chicago: Ibbotson Associates.

MSCI Daten copyright MSCI 2013, alle Rechte vorbehalten.

S&P Daten zur Verfügung gestellt von Standard & Poor's Index Services Group.

Dimensional Index Daten zusammengestellt von Dimensional.

London festgesetzte Goldpreise: London Bullion Market Association. Abgerufen am April 24, 2013. www.lbma.org.uk.

Gold Kassakurse: Bloomberg Renditen aus Mischpreisen.

Weitere englische Artikel finden Sie auf Dimensionals Kundenseite unter my.dimensional.com/insight/thewire.

Man kann nicht direkt in Indizes investieren. Ihre Performance enthält daher nicht die mit einem tatsächlichen Portfoliomanagement verbundenen Kosten. Die Performance in der Vergangenheit darf nicht als Indikator auf die künftige Performance verstanden werden.

Die Unterlagen dienen der Information und nur zu Ihrer Verwendung. Sie stellen keine Einladung dazu dar, hier genannte Produkte oder Dienstleistungen anzubieten, sich solchen zu verpflichten oder solche zu erwerben. Die angebotenen Informationen sollen keine ausreichende Basis für Anlageentscheidungen schaffen und stellen weder eine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung dar. Soweit in diesen Unterlagen vorgestellte Informationen und Meinungen aus Quellen stammen, hält Dimensional Fund Advisors Ltd diese für zuverlässig, übernimmt jedoch keinerlei Garantie für deren Richtig- oder Vollständigkeit. Im Übrigen reflektieren die Einschätzungen, Meinungen und Bewertungen ausschließlich die Auffassung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung.

Dimensional Fund Advisors Ltd ist im Vereinigten Königreich zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority beaufsichtigt (FCA- Referenznummer des Unternehmens: 150100).

www.dimensional.com



AMSTERDAM
AUSTIN

BERLIN
LONDON

SANTA MONICA
SINGAPORE

SYDNEY
TOKYO

VANCOUVER