

## Vernünftig Investieren

## Vermögensverwalterbrief 7

„About one hundred years ago, John Ruskin told the story of a man who boarded a ship carrying his entire wealth in a large bag of gold coins. A terrible storm came up a few days into the voyage and the alarm went off to abandon ship. Strapping the bag around his waist, the man went up on deck, jumped overboard, and promptly sank to the bottom of the sea. Asks Ruskin: Now, as he was sinking, had he the gold? Or had the gold him?“

Peter L. Bernstein: The Power of Gold, The History of an Obsession, Wiley, 2000

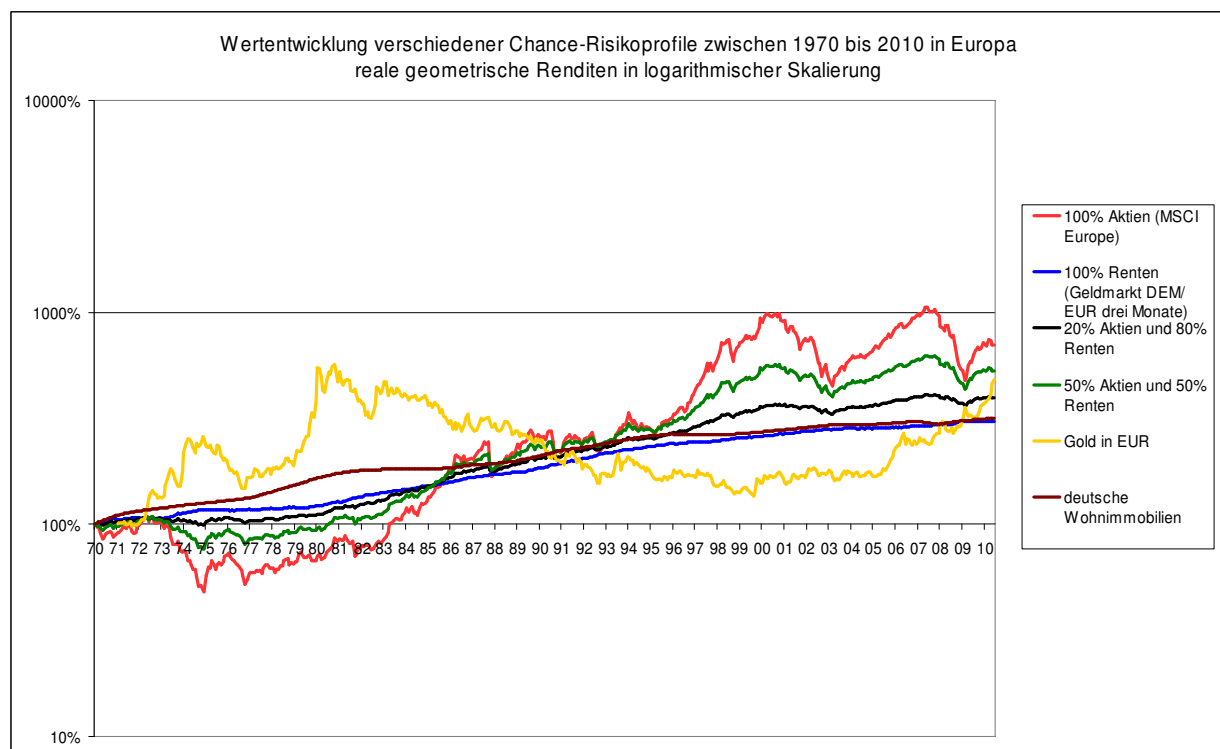
„What the wise man does in the beginning, the fool does in the end.“

Warren Buffet: Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.” 2012

### Ist Gold in einem Portfolio wirklich Gold wert?

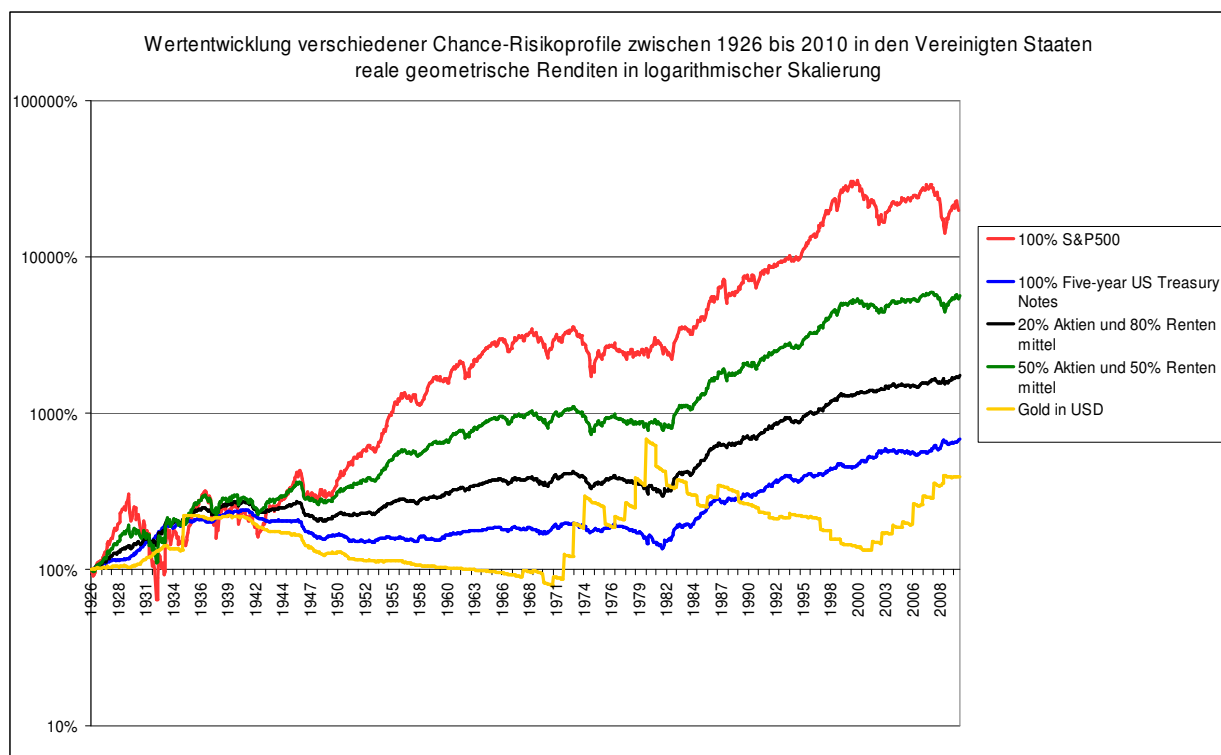
Die langfristige historische Rendite von Gold liegt real bei Null. Die Schwankungsintensität von Gold ist hoch und höher als bei breit diversifizierten Aktienanlagen. Aus Sicht eines Anlegers ist Gold deshalb keine investive Anlage, die eine langfristig positive reale Rendite erwirtschaftet, sondern eine reine Spekulation auf die schwankenden Preisbewegungen.

Die Rendite von Gold schwankt heftig um eine reale Nulllinie. Man könnte dazu neigen, einen Kursanstieg von mehreren Jahren als dauerhaft anzusehen (2005 bis 2011). Man hätte jedoch auch in 1999 den Kursverfall von 1981 bis 1999 als dauerhaft ansehen können. „This time is different“ ist wohl eine der gefährlichsten Meinungen, die man als Anleger treffen kann.



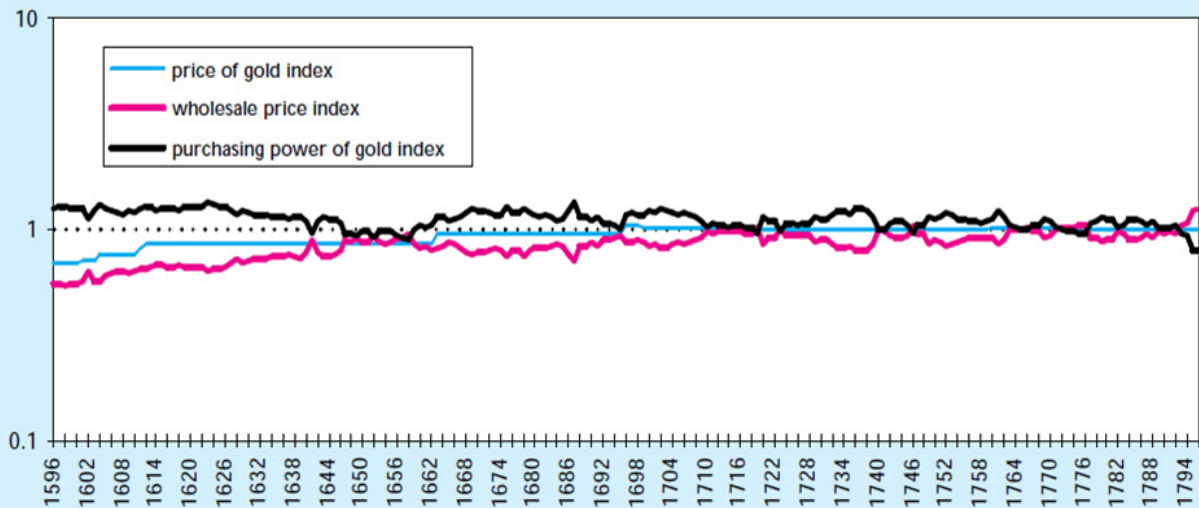
Die ökonomische Erklärung ist einfach: Gold zahlt keine Zinsen und Dividenden. Nur etwa die Hälfte der Jahresproduktion wird einer gewerblichen Nutzung zugeführt. Und davon wird der größte Teil zur Herstellung von Schmuck verwendet. Der andere Teil verschwindet in den Tresoren von Anlegern. Das Fehlen einer gewerblichen Nutzung für einen Großteil der jährlichen Produktion unterscheidet Gold von normalen Rohstoffen. Bei anderen Edelmetallen ist die gewerbliche Nutzung wesentlich höher als bei Gold. Weiterhin wird Gold nicht verbraucht, so daß alles geförderte und gefundene Gold auf der Welt noch vorhanden ist.

Längere Zeitachsen, als Beispiel der reale Goldpreis in USD von 1926 bis 2010 in den USA, zeigen sehr deutlich das Schwanken um eine reale Nulllinie. Irgendwann scheint der reale Goldpreis wieder auf das Ursprungsniveau zurückzukehren. Interessanterweise finde ich ähnliche Zusammenhänge auf einem der ältesten Goldmärkte der Welt in London. Der reale Goldpreis in London ist real sei dem 16. Jahrhundert bis heute gleich geblieben. Selbstverständlich schwankte der nominale Goldpreis heftig. Der reale Wert hat jedoch eine erstaunliche reale Stabilität.

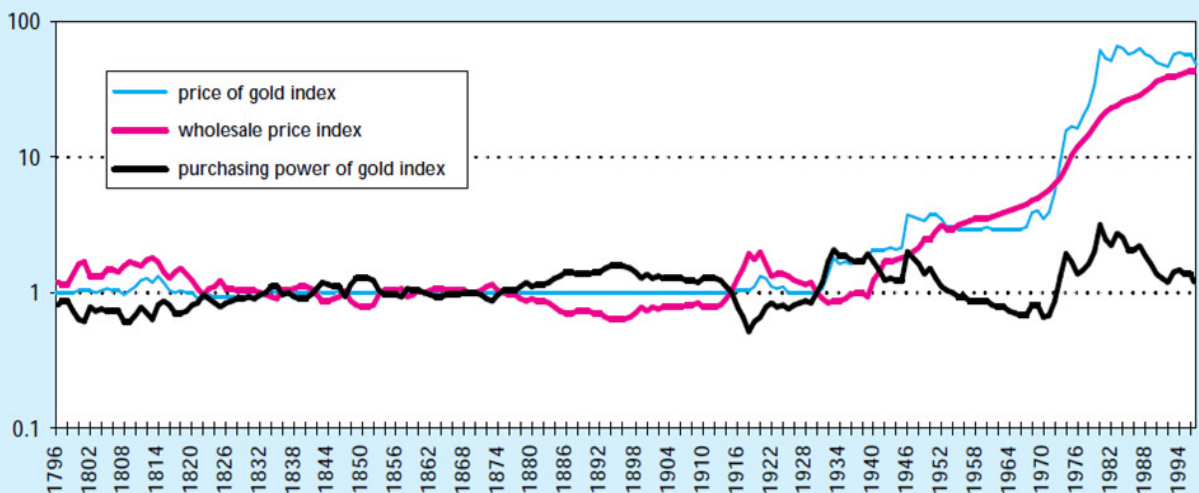


Aufgrund dieser Eigenschaften, keine reale erwartete Rendite und hohe Schwankungsintensität, ist Gold kein Vermögensgegenstand, der als Investition geeignet ist. Ihm fehlen die Eigenschaften, die Anlagen, die Zins, Dividende oder Mietertrag liefern, ausmachen. Sie können bei einer Goldanlage nur spekulativ hoffen, bei niedrigen Preisen zu kaufen und bei teuren zu verkaufen. Dies ist nur zufällig richtig oder falsch. Investieren ist dies jedenfalls nicht.

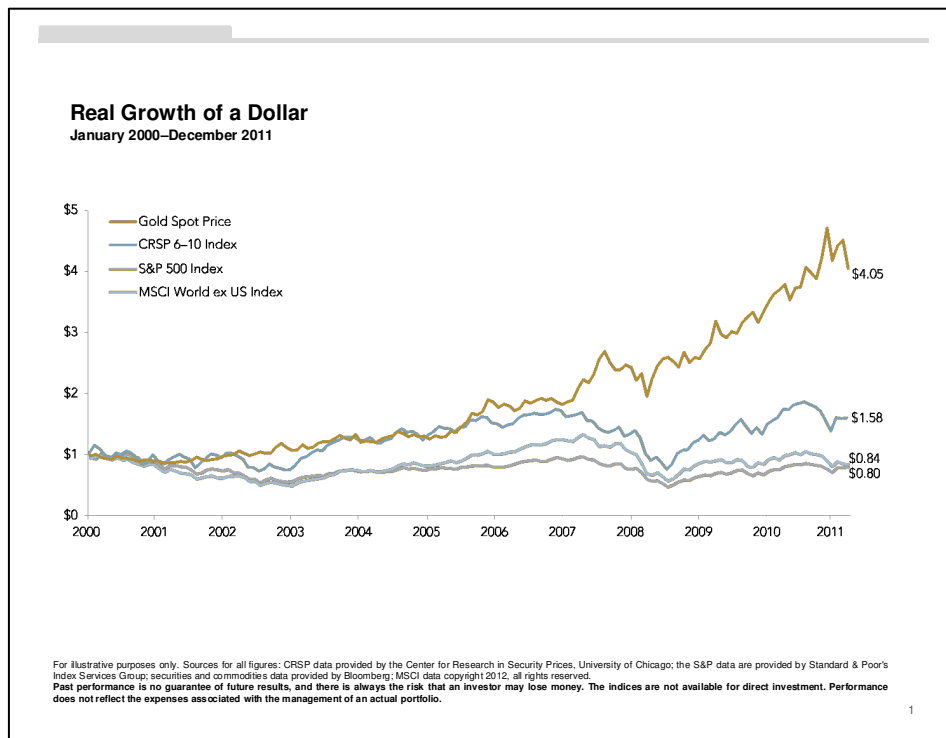
**FIGURE 1.3**  
**GOLD PRICE, WHOLESALE PRICES, AND GOLD'S PURCHASING POWER IN BRITAIN, 1596-1796.**  
Indices, 1930 = 1, logarithmic scale.



**FIGURE 1.4**  
**GOLD PRICE, WHOLESALE PRICES, AND PURCHASING POWER IN BRITAIN, 1796-1997.**  
Indices, 1930 = 1, logarithmic scale.



Im Folgenden eine Beurteilung der Goldanlage durch DFA Dimensional Fund Advisors. Die Sichtweise ist die eines US-Amerikaners. Diese unterscheidet sich jedoch nicht von der eines deutschen Anlegers:



„In Zeiten schwächelnder Weltwirtschaft und unsicherer Finanzmärkte preisen viele Investoren die Vorteile von Gold. Manche Befürworter behaupten, Gold verdiene eine starke Gewichtung in einem Portfolio. Die viel zitierten Vorteile von Gold in einem Portfolio sind unter anderem die gute langfristige Rendite, eine Absicherung gegen Inflation und in stürmischen Zeiten ein sicherer Hafen.

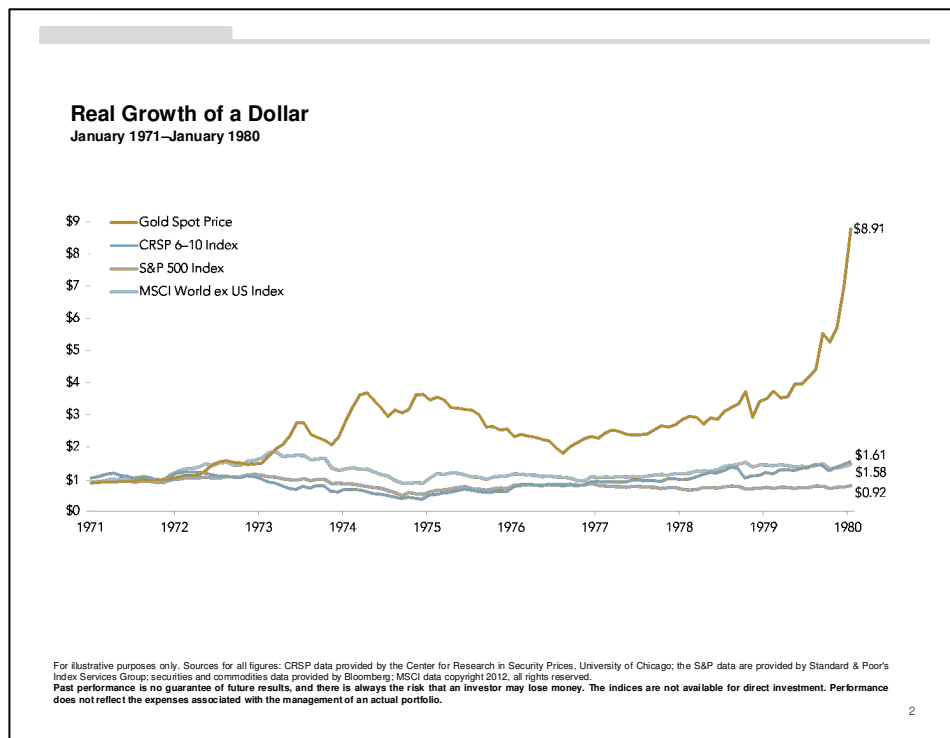
Doch sind die Beweise belastbar genug, um Gold als eigene Anlageklasse zu rechtfertigen? Schauen wir uns zur Beantwortung dieser Frage die Rendite in der Vergangenheit an.

Die Behauptung einer guten Goldrendite wird auf zwei Phasen mit starker Performance in den letzten vierzig Jahren – das gerade vergangene Jahrzehnt und die 1970er Jahre – gestützt. Die wesentliche Wertsteigerung von Gold fand in diesen Phasen statt.

Die oben abgebildete Grafik dokumentiert die gute Wertentwicklung von Gold seit 2000. Nachdem es 1999 ein Zwanzigjährestief erreicht hatte, verzeichnete es in den folgenden zehn Jahren einen steten Anstieg, wobei der Großteil des Wachstums seit 2008 erfolgte.

Von 2000 bis 2011 schnitt Gold besser ab als die großen Aktienindizes weltweit. In realen Zahlen ausgedrückt erhielt man für Gold pro investiertem Dollar 4,05\$ Rendite, bei US-amerikanischen Small-Cap-Aktien (in Form des CRSP 6-10 Index) brachte ein Dollar 1,58\$, während der S&P 500 Index und der MSCI World ex US Index an Wert verloren.

Gold brachte eine annualisierte Realrendite von 12,3%, verglichen mit -1,88% beim S&P 500 Index, -1,4% beim MSCI World ex US Index und 3,9% beim CRSP 6-10 Index.



Reisen wir nun zurück in das andere starke Jahrzehnt für Gold – die 1970er.

Die oben abgebildete Grafik zeigt die Performance von Gold im Verhältnis zu Aktien, nachdem die USA 1971 den Goldstandard aufgehoben hatten. Gold, das 1971 einen Dollar wert war, stieg bis zum Januar 1980 real auf 8,91\$. Zu diesem Zeitpunkt erreichte es mit 850 \$ pro Unze einen Höchststand und brachte eine Rendite von 27% pro Jahr. Damit übertraf es die Performance anderer Anlageklassen.

Allerdings geschah ein wesentlicher Teil dieser rasanten Wertsteigerung unter besonderen Umständen, unter denen US-amerikanische Investoren nicht direkt davon profitieren konnten:

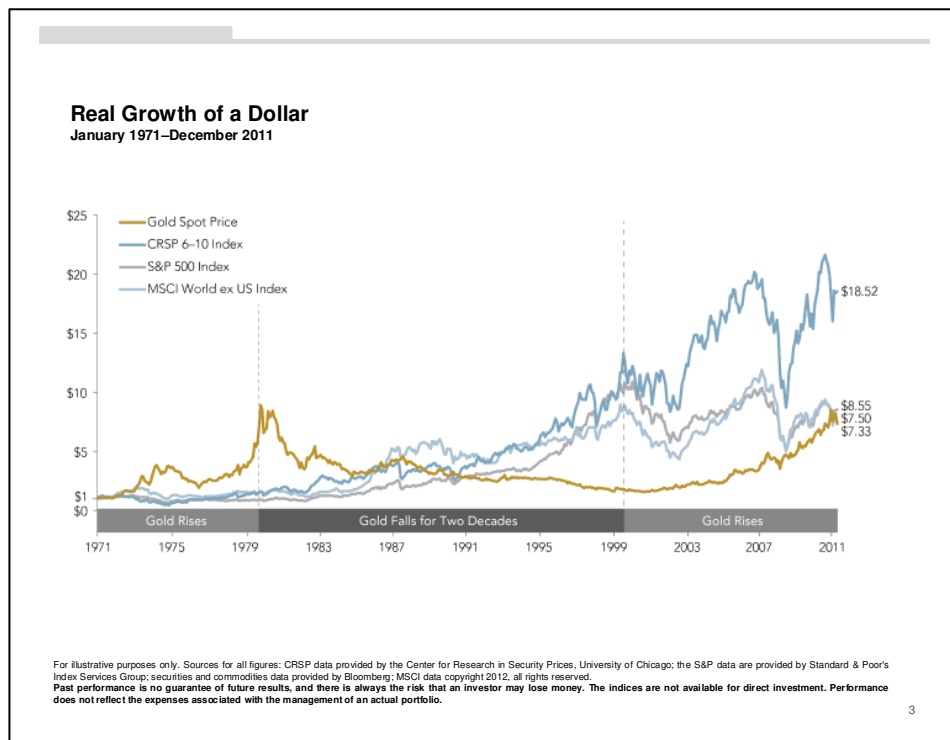
Im August 1971 kündigte Präsident Nixon die Bindung der USA an den Goldstandard auf und der Preis wurde auf 38\$ pro Unze zurückgesetzt. 1973 entkoppelte die US-Regierung den Wert des Dollars vom Gold und der Wechselkurs konnte nun frei schwanken. Im Laufe des Jahres 1974 schoss der Goldpreis auf dem freien Markt rasch auf 120\$ pro Unze. Von 1975 an hob die Regierung die Eigentumsbeschränkungen auf, so dass US-Bürger zum ersten Mal seit 1933 wieder direkt Gold besitzen konnten.

Amerikanische Investoren konnten also an der Wertsteigerung des Goldes in der ersten Hälfte der 1970er Jahre gar nicht teilhaben. Lässt man diese frühen Jahre mit guter Performance einmal außer Acht, verliert das Gold schon viel von seinem Glanz. Von 1975 bis 1980 brachte ein in Gold investierter Dollar nur 2,37\$ (verglichen mit 8,91\$), was einer annualisierten Realrendite von 18,4 % entspricht – deutlich weniger als die 27% Rendite für das gesamte Jahrzehnt. Im Vergleich

dazu betrug die annualisierte Realrendite für den kürzeren Zeitraum für US-amerikanische Small-Cap-Aktien (CRSP 6-10 Index) 28,9%, für den S&P 500 6,9% und für nicht-amerikanische Aktien (MSCI World ex US Index) 9,4%.

Manche Investoren, die alt genug sind, um sich noch an die 70er Jahre zu erinnern, assoziieren die höhere Nachfrage nach Gold mit turbulenten Zeiten. Die Dekade war durch politische Unruhen, Krieg, die Baisse von 1973–74, zwei weltweite Ölkrisen (1973 und 1979), Stagflation, den Nahostkonflikt und die Spannungen des Kalten Krieges gekennzeichnet. In gewisser Weise ähnelten die 1970er Jahre dem ersten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts.

Isoliert betrachtet vermitteln diese Phasen den Eindruck, dass Gold in Zeiten einer angespannten Wirtschafts- und Marktlage eine zuverlässige Renditequelle bietet. Doch die Details zeigen, dass die steigende Goldnachfrage in den USA nicht nur auf die wirtschaftliche Unsicherheit zurückzuführen war, sondern auch auf die geänderte Geldpolitik und Gesetzgebung hinsichtlich des privaten Goldbesitzes.

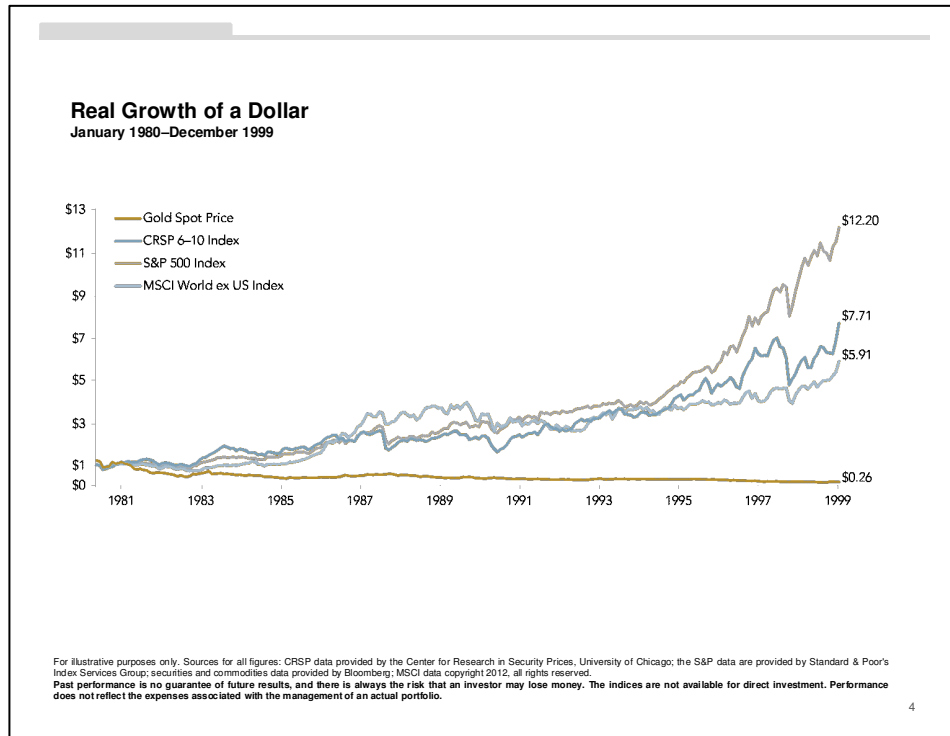


Glücklicherweise besserten sich die Zeiten schließlich wieder – und bei Betrachtung des größeren historischen Zusammenhangs hat Gold nicht die langfristige Performance gezeigt, die sich manche Investoren vorstellen, besonders in Zeiten größerer wirtschaftlicher Stabilität.

Diese Grafik zeigt das reale Wachstum eines in Gold bzw. in Aktien investierten Dollars über den gesamten Zeitraum – von 1971 bis 2011. Gold bot ein geringeres inflationsbereinigtes Wachstum als andere Anlagen (7,33\$ pro investiertem Dollar) und eine niedrigere durchschnittliche Rendite – 4,9% pro Jahr gegenüber 5,3% für den S&P 500, 5,0% für nicht-amerikanische Aktien und 7, % für amerikanische Small-Cap-Aktien.

Lässt man den Zeitraum von 1971–1974 außer Acht, in dem US-Investoren nicht direkt Gold besitzen durften, fällt die langfristige Performance des Goldes dras-

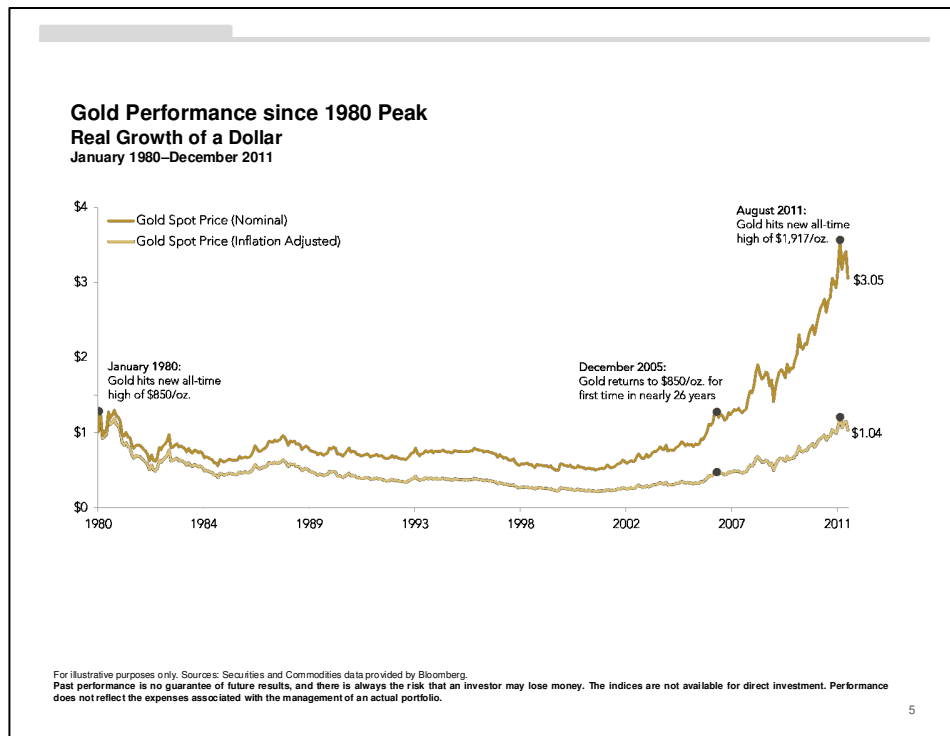
tisch ab. Von 1975 bis 2011 brachte es eine annualisierte Realrendite von gerade einmal 1,82%, und ein investierter Dollar stieg lediglich auf 1,95\$ (verglichen mit den oben genannten 7,33\$). US-amerikanische Small-Cap-Aktien brachten eine Rendite von 10,6 % (41,73\$), der S&P 500 brachte 7,1% (13,07 \$) und nicht-amerikanische Aktien brachten 5,5 % (7,49 \$).



Betrachten wir nun die zwanzig Jahre zwischen den beiden Phasen mit der guten Gold-Performance in den 1970ern und 2000ern. Diese Grafik zeigt das Wachstum eines Dollars für die gleichen Anlageklassen von 1980 bis 1999, während der Zeit, in der die Performance des Goldes äußerst schlecht war. Diese Jahrzehnte werden allgemein mit einer Expansion der Weltwirtschaft und positiven Aktienmarktrenditen in Verbindung gebracht. Gold verlor mit einer annualisierte Rendite von -6,5 %, verglichen mit plus 10,7% für US-amerikanische Small-Cap-Aktien, 13,3% für den S&P 500 und 9,2% für nicht-amerikanische Aktien (MSCI World ex US Index). Ein in Gold investierter Dollar sank real auf 26 Cents, während alle anderen Anlagen deutlich zulegen konnten.

Langfristig betrachtet zeigte Gold also keine zuverlässige oder nachhaltige Wertsteigerung. Eigentlich war seine Wertsteigerung sogar auf unvorhersehbare, isolierte Episoden mit großer Nachfrage beschränkt. Investoren, die versucht haben, diese Phasen zeitlich abzuschätzen, setzten ihr Vermögen einem potenziell höheren Risiko und den Opportunitätskosten durch das verpasste Wachstum an den Aktienmärkten aus.





## Gold als Inflationsschutz

Manche Investoren halten Gold für einen guten Schutz gegen Inflation und führen als Beweis die jüngsten Rekordpreise an.

Die oben abgebildete Grafik zeigt die Performance von Gold in nominalen und inflationsbereinigten Werten seit dem Höchstpreis im Jahr 1980 bis 2011. Nominal ist der Goldpreis stark gestiegen. Doch inflationsbereinigt war ein in 1980 in Gold investierter Dollar Ende 2011 nur 1,04 \$ wert.

Natürlich variiert die Performance von Gold im Verhältnis zur Inflation je nach gemessenem Zeitraum. In manchen Phasen war der Goldpreis der Inflationsrate voraus, in anderen jedoch war er ihr unterlegen. Zum Beispiel haben sich die Verbraucherpreise zwischen 1970 und 2005 mehr als verdoppelt, während Gold 20% seines Werts verlor. Die unzuverlässige Performance von Gold im Verhältnis zur Inflation bringt außerdem eine deutlich höhere Volatilität mit sich. Seit 1970 lag die Standardabweichung bei über 19%, verglichen mit 1,2% beim Verbraucherpreisindex (VPI). So gesehen ist Gold mehr als 15 Mal schwankungsanfälliger als der VPI.

## Gold für die Portfoliodiversifikation

Es wird behauptet, Gold biete aufgrund seiner in der Vergangenheit geringen Korrelation mit Aktien einen Vorteil für die Portfoliodiversifikation (Die Korrelation gibt an, wie eng die Performance zweier Wertpapiere oder Anlageklassen über einen bestimmten Zeitraum aneinander gebunden ist.).

Wenn Gold als zusätzlicher Bestandteil im Rahmen einer breiter diversifizierten Rohstoffstrategie im Portfolio gehalten wird, kann dies richtig sein. Doch die Korrelation ist nicht der einzige Faktor, den es bei der Diversifikation zu berücksichtigen gilt.



Auch die Volatilität spielt eine Rolle, und die Vergangenheit hat gezeigt, dass Gold eine Volatilität besitzt, die beinahe so hoch ist wie die von US-amerikanischen Small-Cap-Aktien, einer Anlagenklasse, die bei höherem Risiko auch eine höhere durchschnittliche Rendite bringt. Ein Portfolio kann also durch Gold als Anlageklasse deutlich schwankungsanfälliger werden, was den potenziellen Vorteil einer geringen Korrelation wieder aufheben könnte.

Nach heutigen finanzwissenschaftlichen Grundsätzen sollten die Komponenten eines Portfolios eine positive reale erwartete Rendite haben. Gold hat jedoch als Rohstoffanteil nicht das Potenzial, Erträge oder Gewinne zu generieren. Seine einzige Renditequelle ist die Wertsteigerung durch die Verschiebung von Angebot und Nachfrage. Wie anhand der Performance in der Vergangenheit gezeigt werden konnte, ist die Preissteigerung jedoch alles andere als sicher.

Diese Eigenschaften machen Gold zu einer spekulativen Anlage wie Devisen oder Sammelobjekte. Legt man Gold in einen Tresor und wartet ein paar Jahrzehnte, entsteht daraus nichts, und sein Wert wird immer dem aktuellen Spotmarktpreis entsprechen. Genau genommen kann der physische Besitz von Barren durch die Kosten für Lagerung, Versicherung usw. sogar zu einem negativen Cashflow führen.

Im Gegensatz zu Gold spiegeln Aktien die Eigentumsverhältnisse in einem Geschäftsunternehmen, das bestrebt ist, Gewinne zu erzielen und weiteren Reichtum zu erzeugen, wider. Investoren, die ihr Kapital produktiv anlegen, erwarten eine Rendite durch Cashflow und Wertsteigerungen.

Es bestehen ernsthafte Zweifel am Sinn von Gold in einem Portfolio. Im Zeitverlauf hat Gold im Verhältnis zu Aktien kein signifikantes Wachstum gezeigt. Zwar hat Gold real seinen Wert behalten, über einen kürzeren Zeitraum könnte es aber der Inflationsrate hinterherhinken. Des Weiteren sollte die frühe und jüngste Performance nicht über die beiden Jahrzehnte hinwegtäuschen, in denen Gold deutlich an Wert verloren hat. Gold ist außerdem schwankungsanfälliger als andere Anlageklassen und erzeugt keinen positiven Cashflow, wodurch seine potenziell stabilisierende Wirkung auf Portfolios geschmälert wird."

Warren Buffett beschreibt das spekulative Wesen, die Unproduktivität und die hohen Opportunitätskosten von Gold in seinem Brief an die Anteilseigner von Berkshire Hathaway aus dem Jahr 2012 sehr treffend

(<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>, S. 18 bis 19):

"The second major category of investments involves assets that will never produce anything, but that are purchased in the buyer's hope that someone else – who also knows that the assets will be forever unproductive – will pay more for them in the future. Tulips, of all things, briefly became a favorite of such buyers in the 17th century. This type of investment requires an expanding pool of buyers, who, in turn, are enticed because they believe the buying pool will expand still further. Owners are not inspired by what the asset itself can produce – it will remain lifeless forever – but rather by the belief that others will desire it even more avidly in the future. The major asset in this category is gold, currently a huge favorite of investors who fear almost all other assets, especially paper money (of whose value, as noted, they are right to be fearful). Gold, however, has two significant shortcomings, being neither of much use nor procreative. True, gold has some industrial and decorative utility, but the demand for these purposes is both

limited and incapable of soaking up new production. Meanwhile, if you own one ounce of gold for an eternity, you will still own one ounce at its end. What motivates most gold purchasers is their belief that the ranks of the fearful will grow. During the past decade that belief has proved correct. Beyond that, the rising price has on its own generated additional buying enthusiasm, attracting purchasers who see the rise as validating an investment thesis. As "bandwagon" investors join any party, they create their own truth – for a while. Over the past 15 years, both Internet stocks and houses have demonstrated the extraordinary excesses that can be created by combining an initially sensible thesis with well-publicized rising prices. In these bubbles, an army of originally skeptical investors succumbed to the "proof" delivered by the market, and the pool of buyers – for a time – expanded sufficiently to keep the bandwagon rolling. But bubbles blown large enough inevitably pop. And then the old proverb is confirmed once again:

"What the wise man does in the beginning, the fool does in the end."

Today the world's gold stock is about 170,000 metric tons. If all of this gold were melded together, it would form a cube of about 68 feet per side. (Picture it fitting comfortably within a baseball infield.) At \$1,750 per ounce – gold's price as I write this – its value would be \$9.6 trillion. Call this cube pile A. Let's now create a pile B costing an equal amount. For that, we could buy all U.S. cropland (400 million acres with output of about \$200 billion annually), plus 16 Exxon Mobils (the world's most profitable company, one earning more than \$40 billion annually). After these purchases, we would have about \$1 trillion left over for walking-around money (no sense feeling strapped after this buying binge). Can you imagine an investor with \$9.6 trillion selecting pile A over pile B? Beyond the staggering valuation given the existing stock of gold, current prices make today's annual production of gold command about \$160 billion. Buyers – whether jewelry and industrial users, frightened individuals, or speculators – must continually absorb this additional supply to merely maintain an equilibrium at present prices. A century from now the 400 million acres of farmland will have produced staggering amounts of corn, wheat, cotton, and other crops – and will continue to produce that valuable bounty, whatever the currency may be. Exxon Mobil will probably have delivered trillions of dollars in dividends to its owners and will also hold assets worth many more trillions (and, remember, you get 16 Exxons). The 170,000 tons of gold will be unchanged in size and still incapable of producing anything. You can fondle the cube, but it will not respond. Admittedly, when people a century from now are fearful, it's likely many will still rush to gold. I'm confident, however, that the \$9.6 trillion current valuation of pile A will compound over the century at a rate far inferior to that achieved by pile B.

Our first two categories (Anmerkung: Festgeld oder Anleihen und Gold) enjoy maximum popularity at peaks of fear: Terror over economic collapse drives individuals to currency-based assets, most particularly U.S. obligations, and fear of currency collapse fosters movement to sterile assets such as gold. We heard "cash is king" in late 2008, just when cash should have been deployed rather than held. Similarly, we heard "cash is trash" in the early 1980s just when fixed-dollar investments were at their most attractive level in memory. On those occasions, investors who required a supportive crowd paid dearly for that comfort. My own preference – and you knew this was coming – is our third category: investment in productive assets, whether businesses, farms, or real estate. Ideally, these assets should have the ability in inflationary times to deliver output that will retain its purchasing-power value while requiring a minimum of new capital investment.

Farms, real estate, and many businesses such as Coca-Cola, IBM and our own See's Candy meet that double-barreled test. Certain other companies – think of our regulated utilities, for example – fail it because inflation places heavy capital requirements on them. To earn more, their owners must invest more. Even so, these investments will remain superior to nonproductive or currency-based assets. Whether the currency a century from now is based on gold, seashells, shark teeth, or a piece of paper (as today), people will be willing to exchange a couple of minutes of their daily labor for a Coca-Cola or some See's peanut brittle. In the future the U.S. population will move more goods, consume more food, and require more living space than it does now. People will forever exchange what they produce for what others produce. Our country's businesses will continue to efficiently deliver goods and services wanted by our citizens. Metaphorically, these commercial "cows" will live for centuries and give ever greater quantities of "milk" to boot. Their value will be determined not by the medium of exchange but rather by their capacity to deliver milk. Proceeds from the sale of the milk will compound for the owners of the cows, just as they did during the 20th century when the Dow increased from 66 to 11,497 (and paid loads of dividends as well). Berkshire's goal will be to increase its ownership of first-class businesses. Our first choice will be to own them in their entirety – but we will also be owners by way of holding sizable amounts of marketable stocks. I believe that over any extended period of time this category of investing will prove to be the runaway winner among the three we've examined. More important, it will be by far the safest."

Wir empfehlen:

Es gibt Investoren, die gerne einen kleinen Anteil Gold besitzen, und sei es als Ruhekissen für schlechte Zeiten, oder die Gold im Rahmen einer breiteren Rohstoff-Strategie als eine von mehreren Komponenten einbeziehen. Sie sollten es sich jedoch gut überlegen, ehe sie einen großen Teil ihres Vermögens darin investieren. Wenn Sie in Werte investieren wollen, die Sie physisch greifen können, überlegen Sie den Kauf einer Immobilie. Diese Anlageform hat zwar ebenfalls erhebliche Nachteile für einen Privatanleger, wie die eines Klumpenrisikos in Immobilien, Sie erzielen aber wenigstens einen –hoffentlich angemessenen - Mietertrag.

## Rechtliche Hinweise:

Dieses Material ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch und rein zu Informationszwecken erstellt worden. Die Informationen in dieser Präsentation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch kann deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantiert werden.

Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben.

Die Weitergabe sowie Vervielfältigung dieser Unterlage, Verwertung und Mitteilung ihres Inhalts an unberechtigte Dritte, z.B. Personen außerhalb der Firma des Vertriebspartners, ist unzulässig. Sämtliche Rechte sind vorbehalten.

Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die in dieser Präsentation diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und deren Finanzpositionen für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Die Chance-Risiko-Klassen beziehen sich auf die Sicht eines Euro-Anlegers.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen.

Im Gegensatz zu einer wirklichen Wertentwicklung beruhen Simulationen nicht auf tatsächlichen Transaktionen. Es kommt Ihnen daher eine begrenzte Aussagekraft zu. Da die Geschäfte nicht wirklich abgeschlossen werden, kann es nur zu einer unzureichenden Berücksichtigung des Einflusses bestimmter Marktfaktoren kommen.

Eine Anlageentscheidung für die in der Präsentation erwähnten Investmentfonds sollte in jedem Fall auf Basis der Verkaufsprospekte getroffen werden, diese enthalten auch ausführliche Risikohinweise und sind allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Den aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt und gegebenenfalls den vereinfachten Verkaufsprospekt erhalten Sie bei uns.

Stand (sofern nicht anders angegeben): 09.11.2012