

EDITORIAL



Endlich ein Ökonom, der Tacheles redet. Und dazu kein geringer, immerhin ist er die Nummer 3 unter den Top-Betriebswirten Deutschlands: Martin Weber.

Vor kurzem sagte er einer Wochenzeitung: "Die Wissenschaft zeigt doch ganz deutlich, dass Kurse dem Zufall gehorchen und nicht irgendwelchen schlaun Bewertungsmo- delln. Deshalb sind auch Prognosen Scharlatanerie." (Die Zeit, 04.01.2007, S. 23)

Wer jede Art von Timing vermeiden will, tut sich mittlerweile am derzeitigen Markt schwer: Die einfachen, "guten" Indexzertifikate und Index-ETFs gehen fast unter in der Flut von teils bizarren Ideen und finanztechnischen Konstruktionen. Das jüngst erschienene Schwarzbuch Börse 2006 geht mit dem Zertifikatemarkt hart ins Gericht, nur: Zertifikat ist nicht Zertifikat. Die Kritik ist gut gemeint, um uns—die Privatanleger—zu schützen. Aber vielleicht macht es genau das Gegenteil: und treibt viele zurück in die Arme der geirigen Fonds und des sinnlosen *Stockpickings*.

Dr. Thomas Winderl

PS: Zum kostenlosen Erhalt zukünftiger Newsletters schicken Sie bitte ein e-Mail an office@portfoliotheorie.com. Damit erhalten Sie den Newsletter eine Woche vor der eigentlichen Publikation per e-Mail.

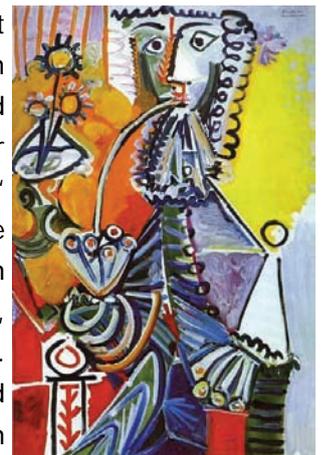
Klasse Dinge?

Überlegungen zu Dingen als Anlageklasse

Containerschiffe, Öl, moderne Kunst, Elektrizität, Gold, Nanotechnologie, Schweinebäuche: die Liste an Dingen, in die wir direkt über ETFs und Zertifikate investieren können, wird immer länger. Anlagen in US-amerikanischen ETFs stiegen 2006 um ganze 40% auf \$418 Milliarden. Nach meiner letzten Zählung gibt es Indexzertifikate für Gold, Silber, Platin, Palladium, Aluminium, Blei, Kupfer, Nickel, Zink, Kunststoff, Baumwolle, Kaffee, Brent Crude Öl, Orangensaft, Kakau, Mais, Sojabohnen, Weizen, Zucker, Mastrind, mageres Schwein, Lebendrind, Benzin und zwei mir unbekannte Arten von Raps. Was bringt diese Diversifizierung in andere, manchmal schon sehr exotische Anlageklassen? Und: was heißt es für die Gesamtreite unserer Portfolios?

Wertsteigerung, aber keine Rendite

Kaufen Sie ein Unternehmen (=Aktien), bekommen Sie auch etwas vom Gewinn ab (Dividende). Leihen Sie einem Unternehmen oder dem Staat Geld (Anleihe), bekommen Sie Zinsen. Beteiligen Sie sich an einer Immobilie (REITs), zahlen die Mieter Ihnen eine Miete. Aber: Wenn Sie eine Sache besitzen, bekommen Sie weder Dividenden noch Zinsen: Sie können nur auf eine Preissteigerung hoffen. Das ist der wesentliche Unterschied zwischen den Anlageklassen Aktien, Anleihen und Immobilien und dem Kauf von Dingen. Dinge sind—so der Investmentguru Burton Malkiel—eine „sterile“ Investition. Zur Klarstellung: es gibt viele wunderschöne Dinge, die es sich aus den vielfältigsten Gründen lohnt zu kaufen: Diamantenringe, Penthauswohnungen, moderner Kunst, ein Porsche. Wovon hier aber ausschließlich die Rede ist, sind Dinge, die wir nur zum Zwecke des Investieren kaufen.

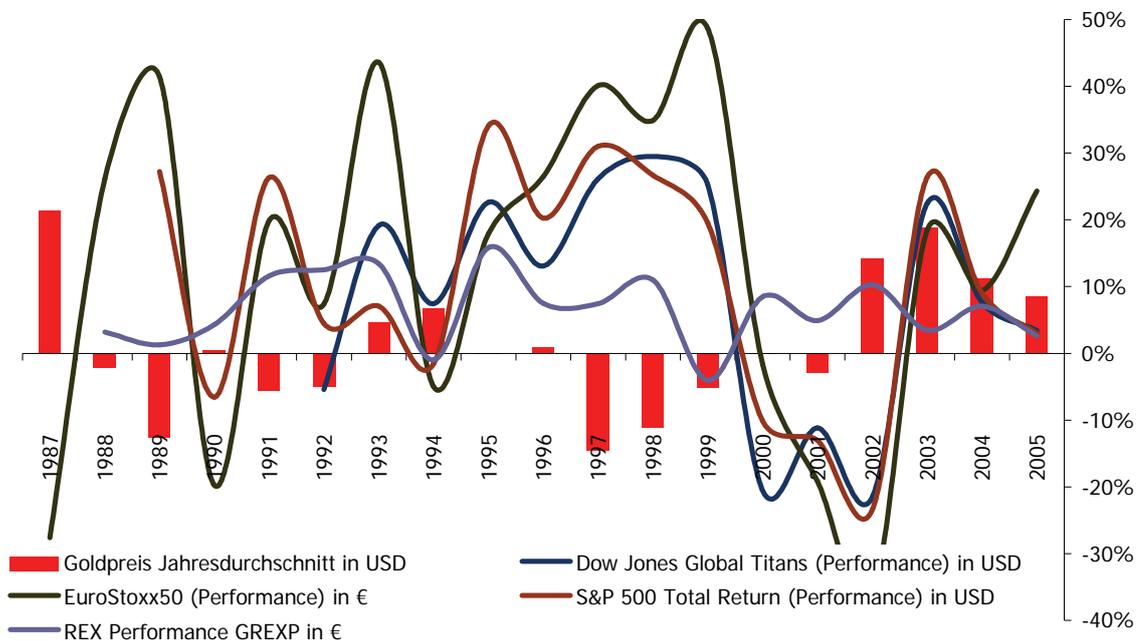


Da die moderne Portfoliotheorie davon ausgeht, daß Preisänderungen (zumindest kurzfristig und von Leuten wie Ihnen und mir) prinzipiell nicht vorhersehbar sind, wäre die Schlußfolgerung vorneweg klar: Hände weg

von „Sachen“ als Anlageklasse, da sie keine Rendite abwerfen und die vage Hoffnung auf Preissteigerungen in der Zukunft lupenreine Spekulation, aber keine Investition darstellt.

Edelmetalle

Wie viele andere Edelmetalle und Metalle ist Gold mittlerweile direkt über Zertifikate und ETFs zu kaufen. Damit fällt ein Argument gegen den Kauf von Metallen—der teure Erwerb und Verkauf, die (bei größeren Mengen) teure Aufbewahrung und das Risiko eines Diebstahls—weg. Trotzdem sind weder Gold noch Silber Investments mit einer guten Rendite: Seit 1986 hat Gold (in Unzen, rund 31,1 Gramm und in USD berechnet) eine sehr magere Preissteigerung von 1,5% pro Jahr verzeichnet. Interessant dabei ist, daß die Standardabweichung mit 10% relativ gering ist. Die größte Jahressteigerung verzeichnet die Unze Gold 1987 mit einer Steigerung von 21%, während sie 1997 um 17% nachgab. As Investment war Gold in den letzten zwei Jahrzehnten also ein Reinfall. Francis und Ibbotson (*Investment—A Global Perspective*, 2002, S.881) schließen aus einer Untersuchung der letzten 200 Jahre: Die langfristigen Renditen von Gold und Silber liegen—wenn die Inflation berücksichtigt wird—bei Null. Beim Abzug von Managementgebühren und An- und Verkaufskosten verliert die Anlage sogar real an Wert.



Die Grafik deutet uns aber einen anderen Vorteil an: Gold ist offensichtlich mit Aktien negativ korreliert: -0,29 mit dem weltweiten Dow Jones Global Titans, -0,55 mit dem europäischen EuroStoxx50 und -0,42 mit dem amerikanischen S&P Total Return. Sogar mit dem deutschen Rentenindex REX ist die Korrelation mit 0,05 extrem gering. Dazu kommt, daß physisches

Gold in Falle einer Krise den Wert besser erhält als konventionelles Geld oder Anlagen. Im Gegensatz zu Immobilien ist es auch transportierbar. Fazit: Gold bringt kaum Rendite und taugt als Inflationsschutz nur wenig, hat aber die außergewöhnliche Eigenschaft, kaum bzw. negative mit Anleihen und Aktien zu korrelieren. Ein kleiner Anteil von Gold (etwa um die 5%) kann also ein Portfolio stabilisieren.

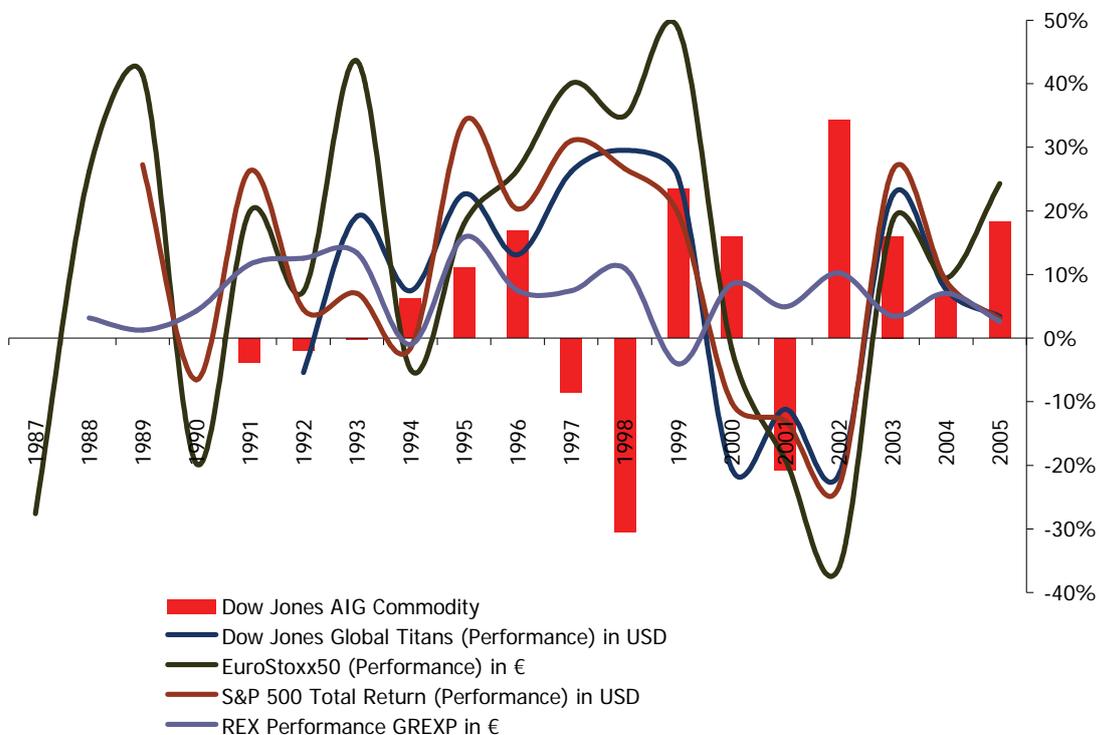
Trotzdem ist Gold eng mit der Geschichte der Menschheit und des Kapitals verstrickt. Peter L. Bernstein hat die wahrscheinlich packendste Geschichte des Goldes geschrieben ([Die Macht des Goldes. Auf den Spuren einer Faszination](#), Finanzbuch, 2005)



Rohstoffe

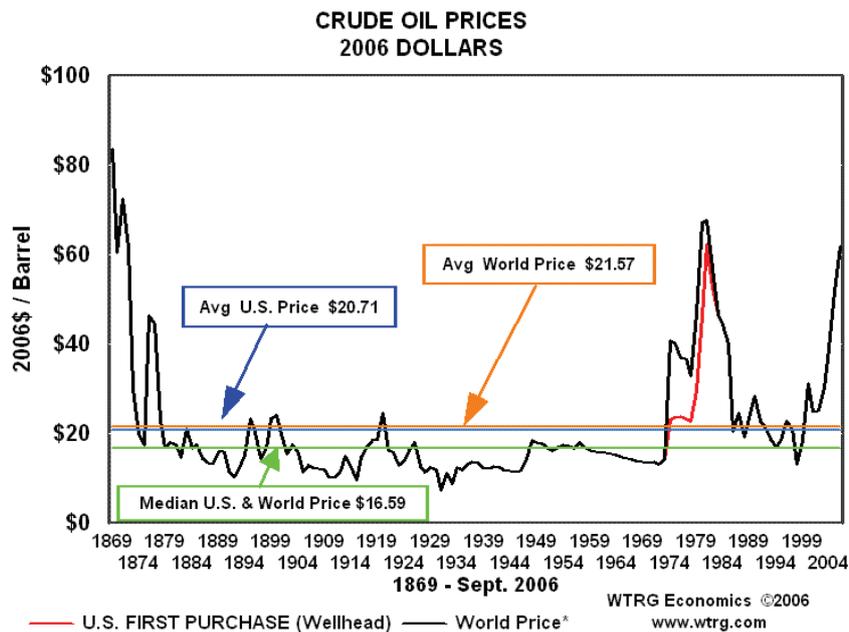
Edelmetalle und Rohstoffe wurden in letzter Zeit immer wieder als Mega-Trend gehyped: Die generelle Verknappung an Rohstoffen und der Heißhunger Chinas und Indiens wurden immer wieder als Grund für unumkehrbare Preissteigerungen angeführt. Werfen wir also einen Blick auf einen breiten Rohstoffindex, den Dow Jones AIG Commodity Index. Der DJAIG verwendet eine doppelte Strategie der Gewichtung: nach weltweiter Produktion und Liquidität. Die Performance des DJAIG seit 1987 ist mit 5,5% nicht berauschend, und die hohe Volatilität von 16% birgt signifikantes Risiko. Da würde sogar ein REXP Anleihenwertpapier mit 6,7% Rendite pro Jahr mehr bringen—und das bei einer stark reduzierten Standardabweichung von nur 5%.

Was auch Rohstoffe als Beimischung interessant macht, ist die geringe und negative Korrelation:



minus 0,28 mit dem DJ Global Titans, minus 0,19 mit dem EuroStoxx 50, minus 0,25 mit dem S&P 500 und minus 0,27 auf den deutschen Anleihenindex REXP.

Mit Öl, dem wohl wichtigsten Rohstoff, ist es nicht anders. Eine langfristige Betrachtung seit 1869 zeigt eine große Schwankungsbreite in Zeiten der Ölkrisen, aber—angepaßt an die Inflation— keine wirkliche Wertsteigerung. Wer dummerweise in den 1870er Jahren um umgerechnet 40\$ ein Fass Öl kaufte, mußte hundert Jahre warten, bis das Öl wieder den gleichen Wert erreichte—etwas zu lange auch für den langfristigen Investor. Der inflationsbereinigte Wert eine Fasses *Crude Oil* bewegt sich im langfristigen Schnitt bei \$21,57 Dollar berechnet auf Basis von 2006.



Öl korreliert—wie zu erwarten—stark mit dem Dow Jones AIG Commodity Index (0,68) und gering positiv mit dem Goldpreis. Öl korreliert negativ mit Aktien (minus 0.25 mit dem Dow Jones Global Titans, minus 0,09 mit dem Eurostoxx50 und minus 0,13 mit dem S&P 500) und Anleihen (minus 0,30 mit dem deutschen REXP).

Währungen

Was ist dann mit Währungen als „Sache“? Währungen werfen ebenfalls keine direkte Rendite ab, denn sie sind ja per Definition ein Nullsummenspiel: Geht eine Währung noch oben, fällt die andere. Und da auch Währungsschwankungen prinzipiell unvorhersehbar sind, gehören sie in den Bereich der Spekulation. Es gibt zwar Versuche, das „dumme Geld“ in den Währungstransaktionen zur Renditesteigerung zu nutzen, allerdings noch ohne überzeugenden Erfolg (Produkte der Deutsche Bank und Merrill Lynch versuchen etwa, den *carry trade* - das Leihen von Geld in einer Währung und die Anlage in einer anderen, höherverzinsten Währung—und das Momentum bei Währungen auszunutzen). Allerdings kann mit Währungszertifikaten ein Zinssatz erreicht werden, der durchaus der Rendite von Aktien entspricht. Seit 2001 konnte man in türkischen Lira einen Tagesgeldsatz von bis zu 100%, in mexikanischen Pesos bis 18% und in südafrikanischen Rand

bis 16% erhalten. Allerdings ist das Abwertungsrisiko bei Währungen mit hohen Zinsen auch traditionell hoch. Wenn wir davon ausgehen, daß die Richtung von volatile Währungen grundsätzlich nie vorhergesagt werden kann (und ganz sicher nicht vom jugendlichen Berater unserer Hausbank), erweist sich das Spiel mit Währungszertifikaten als äußerst riskant, auch wenn die hohen Zinsen diese Risiko teilweise wieder wettmachen.

Allerdings haben auch konvertierbare Währungen den Vorteil, kaum mit Aktien und oft negative mit Anleihen zu korrelieren. Aber während Währungszertifikate und ETFs auf Währungen nichts mit Investieren zu tun haben, können wir uns die zusätzliche Diversifizierung des Portfolios über nicht währungsgesicherte Indexzertifikate und ETFs durchaus ins Portfolio holen. Bei einer langfristigen Anlage von mehr als fünf Jahren spielt die Währungskomponente kaum ein Risiko mehr, auch weil Unternehmen mit einer schwachen Währung leichter exportieren können. Solche währungsgesicherten Zertifikate—oft *Quanto* genannt—kosten zu dem auch mehr: häufig wird dabei die Dividende einbehalten.

Alternative Betas

Die englische Wochenzeitung *The Economist* bemerkte vor kurzem zynisch, daß in der Finanzwelt wohl nichts ohne griechische Buchstaben geht. Während *Beta* den gesamten Markt darstellt, symbolisiert *Alpha* die zweifelhafte Fähigkeit, besser als der Durchschnitt zu sein. Neu ist nun der Ausdruck *alternatives Beta*, der sich auf nichtkonventionelle Anlageklassen bezieht. Der Phantasie sind dabei keine Grenzen gesetzt: Fußballclubs, Private Equity, Containerschiffe, Kraftwerke in Not, die Volitalität von Märkten, Kreditkarten in Schwierigkeiten, Friedhofsgräber etc., alles wird zu einer *Commodity*—einer genormten Ware—und potenziell handelbar. Und in Zeiten wie diesen (d.h. in Zeiten einer anhaltenden Hausse mit immer geringeren Gewinnspannen von Anleihen) werden immer

Tabelle: Ausgewählte Indexzertifikate und ETFs auf Rohstoffe und Währungen

Indices	Indexzertifikat	ETF
Edelmetalle		
Gold	CH0017003036 (UBS)	CH0024391002 DE000A0LP781*
Silver	CH0017003044 (UBS)	-
Rohstoffe		
DJ-AIG Commodity	DE000HV16F03 (GOS)	-
Reuters/Jeffries CRB Total Return	-	FR0010270033
GSCI Commodity Index	DE000GS0CCU1 (GOS)	LU0203243414
RICI Rogers Commodity	NL0000427805 (ABN)	LU0249326488
WTI Cruide Oil	DE000GS8T6X3 (GOS)	-
Brent Crude Oil	DE000GS0CC08 (GOS) NL0000202109 (ABN) NL0000407625 (ABN)	-
Währungen		
Russischer Rubel	NL0000737310	-
Tschechische Krone	NL0000412039	-
Ungarischer Forint	DE0009186072	-
Türkische Lira	DE0009187229	-
Südafrikanischer Rand	DE0009185561	-
Mexikanischer Peso	NL0000476554	-
Asiatischer Währungskorb ohne Zinsen (China, Singapur, Südkorea, Taiwan und Thailand)	NL0000308989	-
* Exchange Traded Gold (ETG)		
Quelle: teilweise basierend auf http://www.zj-allocationadvisory.ch		

exotischere *Betas* gesucht, die die dünnen Zinsen aufmöbeln. Allerdings gilt besonders bei exotischen Anlageideen, daß wir nicht investieren sollen, wenn wir etwas nicht zu 100% verstehen (und ich zumindest habe keine Ahnung von Kraftwerken oder Fußballclubs) und wenn nicht wenigstens 10 bis 15 Jahre historische Daten vorliegen. Und wenn ein Investment zu gut klingt, um wahr zu sein, ist es das auch: zu gut, um wahr zu sein. *There's no free lunch*. Obgleich mit Latein geschmückt, sind alternative *Betas* reine Spekulation, die dazu noch völlig der Mode und der technologischen Veränderung unterliegen: die Gewinnchancen stehen eindeutig besser im Casino.

Fazit

Generell ist bei der langfristigen Investition in Dinge (entweder direkt oder indirekt über Derivate wie Zertifikate oder Fonds) große Zurückhaltung angeraten. Für den passiven, klugen Investor ergeben sich fünf goldene Regeln im Umgang mit Sachen:

REGEL 1: Gold—und noch weniger Silber—schafft es kaum, die Inflation auszugleichen. Aber da eine geringe Korrelation mit Anleihen und Aktien viel Wert ist, ist zu einem Portfolioanteil von maximal 5% zu raten.

REGEL 2: Rohstoffe und Metalle—einschließlich Öl—sind ebenfalls schwach bei der Rendite, aber ebenso gering korreliert mit Anleihen und Aktien. Ein kleiner Anteil am Portfolios kann ebenfalls zur Stabilisierung dienen, ohne daß viel an Rendite verlorenggeht. Allerdings sollte Öl nur unter oder bei knapp 20 Dollar (zu Preisen von 2006) gekauft werden, weil bei einem Kauf über diesem historischen Schnitt Spekulationsverluste in Kauf genommen werden müssen.

REGEL 3: Kaufe keine währungsgesicherten Indices („quanto“), da Währungsschwankungen sich langfristig ausgleichen, keine Extrakosten für die Absicherung anfallen und gleichzeitig eine zusätzliche Diversifizierung über Währungen ins Portfolio geholt wird.

REGEL 4: Kaufe vor allem Anleihen in Euro oder währungsgesichtere Anleihen, da die Währungsschwankungen bei Anleihen—relativ gesehen—viel mehr Einfluß als bei Aktien haben.

IMPRESSUM: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter ist ein privates Informations- und Diskussionsforum von Dr. Thomas Winderl, c/Alfons Sala 40-44, Tel. +43-664-9566642, E-Mail info@portfoliotheorie.com; Erscheinungsweise: monatlich oder alle zwei Monate (ohne Rechtsanspruch); Bezug: kostenfreies E-Mail-Abonnement;

URHEBERRECHTLICHE HINWEISE: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung von Inhalten, der Nachdruck oder die Vervielfältigung (auch auszugsweise) bedarf der ausdrücklichen schriftlichen Einwilligung der Herausgeber. **DISCLAIMER:** Sämtliche Inhalte der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter werden nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert und formuliert. Dennoch kann der Herausgeber keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit dieser Informationen gegeben werden. Die Ausführungen im Rahmen des Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter stellen im Übrigen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Eine Haftung des Herausgebers für Vermögensschäden, die durch Anwendung von Hinweisen und Empfehlungen auf persönliche Investitionsentscheidungen eventuell auftreten, ist kategorisch ausgeschlossen.