

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



# Silber

## Fakten

## Gerüchte

## Meinungen

**AUSTRALIEN:**  
„Aussiland“ in  
Bullenhand

**INTERVIEW:**  
John Bollinger über  
Technik & Fundamentals

**PRINZIPIEN DES MARKTES:**  
Der Breakout und seine  
Bedeutung für den Investor



## EDITORIAL

# Silberstreifen am Horizont

Mit obiger Redewendung wird im deutschen Sprachgebrauch angedeutet, daß es im Hinblick auf einen bisher im Argen liegenden Sachverhalt Anzeichen von beginnender Besserung gibt. Insofern paßt dieser Ausdruck gleich zweifach für das vor Ihnen liegende Heft. Erstens geht es in unserer Titelgeschichte im wahrsten Sinne der obigen Redewendung um das Edelmetall Silber, und zwar auf ganzen 16 Seiten. Der Grund dafür, warum wir diesem scheinbar so unwichtigen Thema so viel Platz einräumen, ist so einleuchtend wie er – zweitens – in der Überschrift nur angedeutet werden kann. Wir gehen davon aus, daß Edelmetalle im allgemeinen und eben Silber im speziellen nach einer 20jährigen Baisse nun wieder eine lange Zeit des Anstiegs vor sich haben werden. Und weil Silber im Vergleich zu Gold in den Börsenmedien meist stiefmütterlich behandelt wird, haben wir diesem Spezialthema daher überdimensional viel Platz eingeräumt.

Edelmetalle berührten die Menschen schon immer, und so verwundert es nicht, daß es an den entsprechenden Märkten so volatil zugeht wie sonst wohl nirgendwo – hier sei nur der dramatische Einbruch beim Silber im April dieses Jahres erwähnt. Uns geht es mit der diesmaligen Titelseite explizit nicht darum, die Trommel für Silber zu rühren, sondern um Aufklärung und durchdachte Analysen zu einem Thema zu bieten, mit welchem man sonst nur Manipulations- oder Verschwörungstheorien verbindet. Wohlwissend um die Emotionalität, die mit dieser Thematik einhergeht, möchte ich Sie ausdrücklich bitten, nach der Lektüre der entsprechenden Artikel nicht sofort Silberbarren-, -münzen oder -aktien zu ordern. Schlafen Sie zunächst drüber, machen Sie sich Ihre eigenen Gedanken oder betreiben Sie weiterführende Recherchen. Für ein Investment in Silber ist keine Eile geboten.

*Die Redaktion des Smart Investor beurteilt einmal wöchentlich die kurzfristigen Entwicklungen an den Märkten im kostenlosen Newsletter Smart Investor Weekly. Dieser kann jeden Dienstag nachmittag ab ca. 17 Uhr unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) abgerufen werden. Dort haben Sie auch die Möglichkeit, sich für eine zeitnahe Zusendung in einen eMail-Verteiler einzutragen.*



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Aufmerksame Leser werden es vielleicht bemerkt haben: Der Smart Investor wurde einem Face-Lift unterzogen. Zahlreiche gestalterische Neuerungen wurden am Heft vorgenommen, allerdings ohne die typische Aufmachung des Smart Investor allzu sehr zu verändern. Bei den Modifizierungen am Layout haben wir nicht zuletzt viele Vorschläge aus der Leserschaft umgesetzt. So wurden zum Beispiel die Seitenränder vergrößert, die Zweitfarbe petrol durch blau ersetzt und der schwarze Rubriken-Balken weggelassen. Ziel war es, den Smart Investor etwas farbenfroher und aufgelockerter zu gestalten. Ich hoffe, wir haben damit Ihren Geschmack getroffen.

Eine interessante Lesezeit wünscht Ihnen

Ralf Flierl

## RENDITE & MEHR

### MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagensumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.



Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Rohstoffe Plus Depot

### Ihre Vorteile im MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC)

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagensumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB  
Herterichstraße 101  
81477 München

Telefon 0 89 - 79 08 63-50  
E-Mail [info@mic-online.de](mailto:info@mic-online.de)  
Internet [www.mic-online.de](http://www.mic-online.de)



MÜNCHNER INVESTMENT CLUB



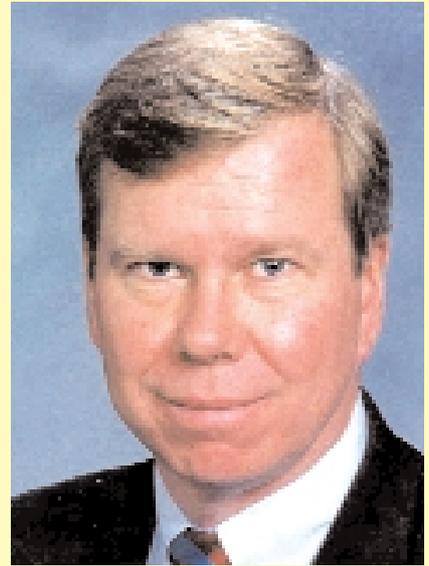
*Titelstory: Silber – Fakten, Gerüchte, Meinungen*

Über kaum einen Rohstoff gehen die Meinungen so weit auseinander wie beim Silber. Wird der Markt manipuliert oder handelt es sich dabei um viel Lärm um nichts? Unsere Titelstory umfaßt mehrere Beiträge, ein Interview, die Rubrik „Aktie(n) im Blickpunkt“ sowie die Kolumne: Seiten 9 bis 19, 29/30 und 40/41.



*Australien: günstig bewertete Small- und Mid Caps in „Down under“*

Ein exzellentes wirtschaftliches Umfeld, politische Stabilität und trotz einer auf Allzeithoch notierenden Börse in Sydney attraktive Bewertungen: In Australien, einem der rohstoffreichsten Länder der Erde, lassen sich weiterhin zahlreiche günstige Titel finden. Welche, das lesen Sie auf den Seiten 6 bis 8.



*Interview mit John A. Bollinger, dem Namensgeber der „Bollinger-Bänder“*

John A. Bollinger hält die einfachsten Werkzeuge sowohl in der Fundamental- als auch der Technischen Analyse für die besten. Wer erfolgreich am Markt agieren will, darf aber auch sentimenttechnische Gesichtspunkte nicht außen vor lassen – das Interview auf den Seiten 42/43.

#### Märkte

- 6** Australische Small & Mid Caps  
Aussiland in Bullenhand
- 9** **Titelstory:**  
Die große Silberkontroverse:  
Historischer Tiefstpreis, manipulierter Markt oder viel Lärm um nichts?
- 12** **Titelstory:**  
Kampf um den längeren Hebel – Angebot und Nachfrage am physischen Silbermarkt
- 15** **Titelstory:**  
„Die Silberhaube steht erst am Anfang“;  
Interview mit Reinhard Deutsch
- 16** **Titelstory:**  
Das Silber/Gold-Produktions-Ratio;  
von Richard Mayr

#### Hintergrund

- 18** **Titelstory:**  
Gewußt wie: Silberinvestments in Barren & Münzen;  
von Robert Hartmann, pro aurum GmbH & Co. KG
- 20** **Prinzipien des Marktes:**  
Breakouts

- 22** **Derivate:**  
„Nicht irgendein Spielzeug“;  
Interview mit Dirk Piethe,  
Director E\*TRADE Germany
- 23** **Derivate:**  
Smart Investor Sonderausgabe  
„Derivate 2004“ ist erschienen
- 24** **Nachhaltiges Investieren:**  
Grüne Gentechnik – Gefahr erkannt, aber nicht gebannt

#### Research

- 25** **Das große Bild:**  
Antwort auf Fragen
- 27** **Sentimenttechnik:**  
Mittelzuflüsse in US-Fonds – Top noch nicht bestätigt
- 28** **Relative Stärke:**  
Modern ist, wer gewinnt!
- 29** **Aktie im Blickpunkt:**  
Silberaktien – Über Unternehmen, die von einer Renaissance des weißen Edelmetalls profitieren
- 32** **Externe Analyse:**  
Photovoltaikproduzent SolarWorld – Hohe Dynamik in prosperierendem Umfeld
- 34** **Emerging Markets-Aktie:**  
Thai Telephone & Telecom (Thailand)

- 35** **Turnaround:**  
KarstadtQuelle – Totale Neuordnung
- 36** **Musterdepot:**  
Schmerzhaft, aber noch zu ertragen
- 38** **MoneyTalk:**  
Marco von Maltzan,  
Vorstandsvorsitzender des Automobilzulieferers Beru
- 39** **Buy & Good Bye:**  
Lufthansa und SCM Microsystems

#### Potpourri

- 40** **Kolumne:**  
„Explodiert der Silberpreis?“  
von Hans-Jörg Müllenmeister
  - 42** **Interview mit einem Investor:**  
„Entscheidend ist, was Sie erreichen wollen“; John A. Bollinger von Bollinger Capital Management
  - 44** **Buchbesprechung:**  
„Der große Ausverkauf“  
von Paul Krugman
  - 46** **Zitate:**  
Silber – das Metall, das die Geister scheidet
- 
- 45** **Unternehmensindex**  
Vorschau *Smart Investor* 9/2004  
Impressum



Skyline von Sydney, der größten Stadt Australiens

# Australische Small & Mid Caps

## *Aussiland in Bullenhand*

Läßt der Anleger den Blick über die östliche Hemisphäre schweifen, dann fällt sofort auf, daß neben China und den Tigerstaaten mit Australien ein weiteres Land in dieser Region mit einem exzellenten wirtschaftlichen Umfeld, vor allem aber mit politischer Stabilität aufwarten kann. Basierend darauf konnte sich die Börse in Sydney in den letzten Jahren zu einem Geheimfavoriten entwickeln, der praktisch unbeeindruckt von den Turbulenzen der Weltaktienmärkte stetig seinen Aufwärtstrend fortschreiben konnte. Seit zudem noch die Rohstoffpreise zu steigen begonnen haben, hat sich die Palette an interessanten Werten schlagartig um eine wahre Vielfalt an Rohstoffunternehmen erweitert. Australien stützt seinen volkswirtschaftlichen Erfolg nämlich nicht nur auf den Dienstleistungssektor, sondern ist als extrem rohstoffreiches Land zum Haus- und Hoflieferanten der aufstrebenden Volkswirtschaften avanciert.

### **Wirtschaftliche und fiskalische Reformen – es geht also doch**

Das Phänomen dieses positiven wirtschaftlichen Umfelds geht zurück auf eine ganz ähnliche Mischung an Problemen, wie wir sie heute in Deutschland und weiten Teilen Europas vorfinden. Australiens Wirtschaft litt bis in die 90er Jahre hinein unter Starrheit, Unflexibilität und Überregulierung. Dank teilweise tiefgreifender Strukturreformen gelang es dem Land aber, die Voraussetzungen für wirtschaftliche Prosperität zu schaffen. Den Startschuß gab der Arbeitsmarkt, der zu diesem Zweck flexibilisiert und die Lohnsetzung an die Situation des Unternehmens angepaßt wurde. Mit der Auflegung der Superannuation, einer Versicherungskasse, in die jeder Einwohner 9 % seines Einkommens einzahlen muß, begegnete der australische Staat zudem frühzeitig den demographischen Herausforderungen (Überalterung, Erwerbstätigenrückgang), die auch die australische Be-

völkerung nicht verschonen. Heute ist der wirtschaftliche Zahlenkranz solide genug, um in Australien ein Vorbild für Reformbemühungen zu sehen.

### **Von diesem Zahlenkranz träumen die Deutschen**

Australien gehört zurecht zu den drei Ländern mit dem weltweit höchsten Lebensstandard. Das BIP-Wachstum liegt seit etwa 10 Jahren bei durchschnittlich 3 bis 3,5 %, die Arbeitslosenquote konnte von 11 % im Jahr 1992 bis auf aktuell 5,9 % gesenkt werden. Die Staatsverschuldung verringerte sich auf 2,9 % des BIP, der Finanzierungssaldo des Haushalts bewegt sich damit im neuen Jahrtausend vorwiegend im positiven Bereich. Da auch die Inflation auf Werte um 2 % herum heruntergeschleust wurde, ließ die Notenbank die Zinszügel investitionsfördernd schleifen. Den Aussagen Wilhelm Schröders, Analyst beim australischen



Der ASX notiert nahe seinem Allzeithoch

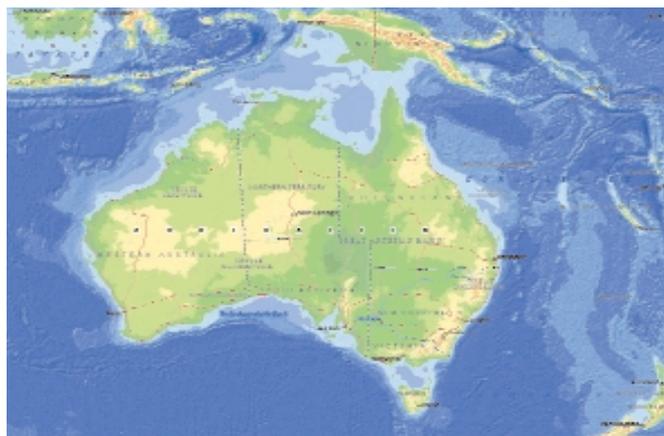
Researchhaus Macquarie, zufolge deuten die beiden Zinserhöhungen dieses Jahres auf 5,25 % an, daß die Notenbank aber etwas Luft aus der Immobilienblase ablassen möchte. Mit weiteren Zinsschritten sei erst wieder im nächsten Jahr zu rechnen.

### Solidität, Sicherheit, Rohstoffe

Genau diese drei Faktoren sprechen für eine kontinuierliche Fortsetzung des Aufwärtstrends. Zunächst einmal vermittelt die Politik der australischen Regierung durch die verantwortungsvolle Verschuldungspolitik ein hohes Maß an Solidität. Ein zweites Argument ist die relative Sicherheit, welche die Börse in Sydney den weltweit agierenden Anlegergemeinden bieten kann. Die guten Unternehmensergebnisse, die darauf fußende weiterhin günstige Bewertung und die hohen Ausschüttungen in Form von Dividenden sprechen hierbei eine deutliche Sprache. Nicht zuletzt beinhalten die kletternden Rohstoffpreise einen weiteren Treibsatz für steigende Börsenkurse, zumal der Hauptabnehmer der australischen Rohstoffkonzerne mehr oder weniger vor deren Haustür liegt: Asien, im speziellen China. Unser Augenmerk liegt dabei auf den Werten aus der zweiten Reihe, denn Analysen zu den australischen Blue Chips Rio Tinto und BHP Billiton bergen in Wirklichkeit nicht mehr viel Neues.

### Basismetalle: Zink, Blei, Nickel

Mit Perilya gehört ein alter Favorit von Smart Investor zu den aussichtsreichsten Aktien mit Basismetallbezug. Die in Perth ansässige Minengesellschaft überzeugt durch gute Fundamentaldaten, die gerade durch anziehende Zinkpreise noch unterstrichen werden und die Aktie mit einem KGV von unter 5 nicht nur optisch günstig erscheinen lassen. Als Kerninvestment gilt die Broken Hill-Mine, ermöglicht sie doch die Förderung von 165.000 Tonnen Zinkerz pro Jahr zu Kosten von 0,35 US-\$/lbs (lbs=US-Pfund) (derzeitiger Marktpreis ca. 0,55 US-\$/lbs). Neben Perilya gilt Jubilee Mines im Nickelsektor als das Paradebeispiel eines günstig bewerteten und aktionärsfreundlichen Minenkonzerns. Das ursprünglich als Goldmine gegründete Unternehmen betreibt im Westen Australiens das Cosmos Nickel Projekt, welches bis ins Jahr 2008 hinein die Förderung von jährlich bis zu 12.000 Tonnen Nickelerz und darüber hinaus die Erschließung neuer Vorkommen ermöglicht. Sehr aussagekräftig sind die Zahlen der Gesellschaft, denn ein Nettogewinn von 53,5 Mio. Aus-\$ bei einem Umsatz von 128,5 Aus-\$ im ersten Halbjahr des zum 30. Juni 2004 endenden Geschäftsjahres sowie 9 % Dividendenrendite p.a. zeugen von enormer Profitabilität.



Australien aus der „Vogelperspektive“

### Funkelnde Aussichten mit Goldproduzenten

Der drittgrößte Goldproduzent Australiens, Croesus Mining, verfügt zwar nicht über den größten Gewinnhebel, dafür aber über das Potential, bei steigenden Goldpreisen stetige Gewinnzuwächse zu erzielen. Dies liegt vor allem an den im Vergleich mit ausländischen Goldförderern günstigen operativen Abbaukosten in Höhe von 229 US-\$, zu denen die avisierten 275.000 Unzen pro Jahr produziert werden. Insgesamt verfügt Croesus über Reserven von knapp 3,5 Mio. Unzen, von denen bis jetzt etwa 11 % gesichert sind und abgebaut werden. Gänzlich anders ist das Bild bei Newcrest Mining, dem größten Goldförderer Australiens. Dem Unternehmen werden mit etwa 58 Mio. Unzen die achtgrößten Goldreserven der Welt nachgesagt bei extrem günstigen Abbaukosten, womit bei deren Aufdeckung Umsatz- und Gewinn sprünge damit nur eine Frage der Zeit sind. Natürlich weckt dies Begehrlichkeiten seitens ausländischer Konzerne, zumal das Unternehmen mit einem KGV von 17 als günstig eingestuft werden darf. Positiv zu werten ist bei steigenden Goldpreisen auch die Bereinigung der Absicherungspositionen, die die als konservativ einzustufenden australischen Goldförderer traditionell aufweisen.

### Value aus dem Tagebau: Kohleproduzenten

Kohle wird von den Australiern vor allem für den Eigenverbrauch produziert, mithin werden 44 % der eigenen Energie aus dem fossilen Brennstoff erzeugt. Insgesamt werden demnach 80 % der landesweit produzierten Kohle im Inland verfeuert, 20 % sind für den Export, vor allem in den asiatischen Raum, bestimmt. Centennial Coal ist dabei ein Branchenvertreter, der sich vor diesem Hintergrund hervorragend positioniert hat. Der Konzern betreibt 12 Kohleminen in New South Wales und drei Umschlaghäfen, die den reibungslosen Abtransport des immer wertvoller werdenden Gutes garantieren. Aufgrund des Umsatzschubes im letzten Jahr erlöste das Unternehmen im vergangenen Jahr 448,6 Mio. Aus-\$ und erwirtschaftete dabei einen Nettogewinn von 40,2 Mio. Aus-\$. Selbst wenn einzelne Minen Produktionsprobleme haben sollten, ist dies für den Konzern verschmerzbar. Für den Kauf der Aktie sprechen vor allem die robuste Nachfrage aus Asien, zwei Projekte zur Ausweitung der für den Export bestimmten Produktionsmenge und die Dividendenrendite in Höhe von 4 %. Mit einer jährlichen Kohleproduktion von gut 5 Mio. Tonnen scheint auch der halb so große, aber mit wesentlich weniger Minen produzierende

AUSTRALISCHE SMALL- UND MID CAPS

NAME:	KURS*	WKN	BRANCHE	MCAP**	UMSATZ GJ 03/04**	KGV 04	DIV-REND. (%)***
PERILYA	0,77	876 505	BASISMETALLE	126,3	176,6	4,8	EVTL. AB GJ 04/05
JUBILEE	4,31	884 326	BASISMETALLE	537,2	235,4	10,8	9,3
CROESUS	0,47	871 679	GOLD	156,2	173,4	13	3,2
NEWCREST	14,28	873 365	GOLD	4.659	635,5	17	0,3
CENTENNIAL COAL	3,28	907 723	KOHLE	641	462,2	12	3,4
MACARTHUR COAL***	2,30	675 540	KOHLE	355	162,6	7,3	0,4
AWB	4,60	755 319	WEIZEN	1.573	5.700	12,4	3,6
AACo	1,27	763 858	VIEHZUCHT	254	118,7	13,2	3,2

\*Alle Kurse in Aus-\$ vom 23.07.04; \*\*Alle Angaben in Mio. Aus-\$; \*\*\*geschätzt für GJ 03/04

Konkurrent Macarthur Coal unter spekulativen Gesichtspunkten einen Blick Wert zu sein. Läuft bei der Produktion alles glatt und bleiben die Preise auf hohem Niveau, dann ist die Argumentationslinie nahezu identisch.

**Weizen und Rindfleisch als Alternative**

AWB, ein Weizenvermarkter, oder besser Weizenbroker, ist deshalb interessant, weil auch agrarische Rohstoffe zunehmend in den Focus der Investorengemeinde geraten. Der Konzern vermarktet den im Inland produzierten Weizen praktisch rund um den Globus. Ausgehend von einer mittelfristig zunehmenden Nachfrage aus den bevölkerungsreichen Entwicklungsländern bei gleichzeitig knapper werdenden Angebotsmengen zeichnet sich schon heute ein steigender Preis für sämtliche weichen Rohstoffe ab. Zuzüglich der günstigen Bewertung (KGV 13, KUV ca. 0,55, Div-Rend. 6 %) leiten wir daraus weiterhin nicht unerhebliche Kurschancen für die Aktie ab. Ein in Deutschland zu Unrecht gänzlich unbekanntes Unternehmen ist die Australian Agricultural Company, kurz AACo. Das Kerngeschäft der in Brisbane beheimateten Gesellschaft ist die Produktion von Rindfleisch und dessen weltweiter Vertrieb. Mit seinen 460.000 Rindern erwirtschaftete AACo im vergangenen Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von 118 Mio. Aus-\$ und einen Nettogewinn von 18,3 Mio. Aus-\$. Auf Basis des aktuellen Kurses ergibt sich ein KGV von 12 und eine Dividenden-

rendite von 5 %, wobei die Aktie unter ihrem Buchwert von 1,50 Aus-\$ notiert. AACo ist sicherlich ein langfristig interessantes Investment, profitiert das Geschäft doch von der weltweit durch das Bevölkerungswachstum steigenden Nachfrage nach Fleisch.

**Fazit**

Auch wenn sich Australien nicht gegen ökonomische Unwetter wie z.B. SARS immunisieren kann, so steht das Land doch im Vergleich zu anderen Industriestaaten verhältnismäßig gut im Futter. Die diversifizierte und inzwischen sogar Bildung exportierende Volkswirtschaft, deren Stärke es zum Ende des letzten Jahrzehnts hin war, IT-Boom-bedingte Überkapazitäten nicht aufzubauen, zieht ihre Kraft aus der stabilen Binnenkonjunktur, die durch die streng gesteuerte Nettozuwanderung noch gestützt wird. Auch trägt der Staat mit Sonderzahlungen und Babyprämien ein Übriges dazu bei, den Motor nicht abzuwürgen. Kauft der Anleger also australische Werte, dann sichert er sich eine Wachstumsstory, deren Charme sich vor allem durch die langfristigen ökonomischen Trends entfaltet. Bis auf Perilya, Jubilee und Newcrest, deren Handelbarkeit in Deutschland durch ausreichende Volumina gewährleistet ist, empfiehlt es sich für den Anleger, Orders an der Heimatbörse in Sydney zu platzieren.

Tobias Karow

Anzeige

**+17%**

**High-Performer**

Mit dem Bonus-Zertifikat Euro Stoxx Bonus 1530 erzielen Sie bis zur Fälligkeit des Zertifikates eine Performance von mindestens 17%. Bedingung ist, daß der Index bis zur Zertifikatsfälligkeit nie unter 1.531 Punkten liegt. Weitere attraktive Bonus-Zertifikate finden Sie mit dem Bonuswatch-Tool von Finanztreff.de

Zertifikat	Euro Stoxx 50 Bonus 1530
Emittent	Société Générale
WKN	55062D
Fälligkeit	30.09.2006
Barriere	1.530
Bonus-Level	3.300
Basiswert	Euro Stoxx 50

Diese Informationen stellen keine Anlageberatung. Mögliche Risiken sollten stets beachtet werden.

Stand Index: 2004 Punkte (16.06.2004)

## TITELSTORY

# Die große Silberkontroverse

*Historischer Tiefstpreis, manipulierter Markt oder viel Lärm um nichts?*



Spekulantentriumph  
oder ...



... Lemming-Tragödie

Über kaum einen Rohstoff divergieren die Meinungen so stark wie beim Silber. Auf der einen Seite stehen die „Silberbugs“, die von historisch unterbewertetem Silber sprechen und als Hauptargument ein langjähriges Produktions-/Nachfragedefizit anführen. Einige von ihnen gehen außerdem von einer Manipulation an den Futuresmärkten durch exzessives Leerverkaufen weniger großer Marktteilnehmer aus. Sie erwarten weiterhin, daß Silber in einem inflationären Umfeld eine der bestmöglichen Anlagen darstellt. Einige träumen sogar von der Remonetarisierung des Silbers infolge eines Vertrauensverlustes in das bestehende „Papiergeldsystem“. Auf der anderen Seite stehen die Skeptiker. Sie sprechen von fallender Industrienachfrage und immer noch großen Lagerbeständen, insbesondere in den asiatischen Ländern. Außerdem wird eine höhere Silberproduktion als Nebenprodukt der möglicherweise steigenden Industriemetallproduktion als bearishes Argument angeführt.

## Silber als monetäres Metall

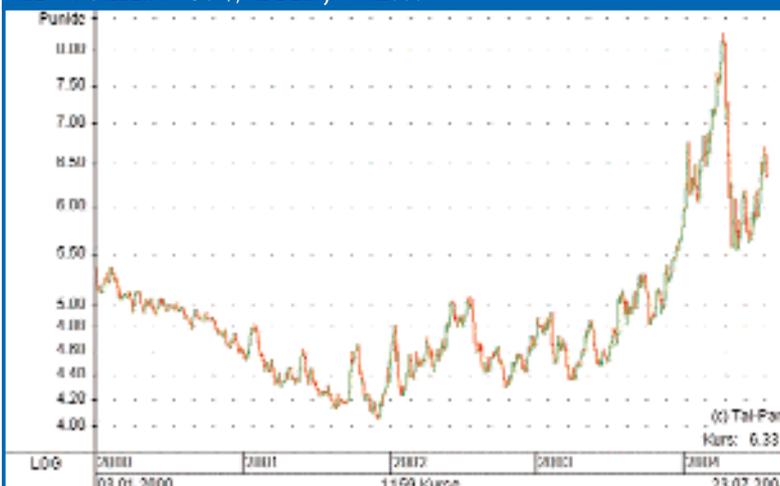
Die Verwendung des Silbers als Zahlungs- und Tauschmittel wurde erstmals in der alten Zivilisation Mesopotamiens (heute Zentralirak) dokumentiert, die häufig als Wiege der modernen Zivilisation bezeichnet wird. Sowohl im antiken Griechenland als auch im Römischen Reich waren Silbermünzen Zahlungsmittel. Auch das englische Pfund Sterling war eine ursprünglich auf Silber basierende Währung. In China und Mexiko gab es ebenfalls „silbergedeckte“ Währungen. Zwischen 1792 und 1965 waren „Silver Dollars“ offizielles Zahlungsmittel in den USA. Es

wurde sogar ein ganzes Land (Argentinien) nach seinem Silberreichtum benannt. Heute wird ein erbitterter Streit geführt: Die eine Seite bezeichnet das heutige Geldsystem als Papiergeld und Betrug, da „Gelddruckpressen“ in Staats- und Beamtenhand seien und diesen Institutionen kein Vertrauen zu schenken sei. Sie führen an, daß ausschließlich selten vorkommende Edelmetalle als Tauschmittel taugen, da man die vorhandene Menge nicht so einfach steigern könne. Die andere Seite erachtet die „Edelmetall-Fetischisten“ als rückwärtsgewandte, realitätsfremde Verrückte und hält ein modernes, seriös verwaltetes Geldsystem ohne Edelmetalldeckung für effizienter. Die Wertschätzung von Edelmetallen als „besseres Geld“ hängt eindeutig mit dem Vertrauen in das vorhandene Geldsystem und die es betreuenden staatlichen Institutionen zusammen. Eine mögliche Remonetarisierung des Silbers hängt sicherlich vom zukünftigen Vertrauen der Weltbevölkerung in ihr derzeitiges Papiergeld, vor allem in die Leitwährung US-Dollar, ab.

## 14 Jahre Produktionsdefizit

Die Silberhaussiers führen an, daß 14 Jahre lang mehr Silber konsumiert als durch Minenproduktion oder Recycling gewonnen wurde. Der Fehlbetrag kam aus Lagerbeständen und dem Verkauf von Investmentbeständen. Aus ihrer Sicht sollten schwindende Lagerbestände bald für höhere Preise sorgen. Die Gegenseite kontert mit dem Argument, daß es wohl noch große kaum dokumentierte Lagerbestände in Asien geben könne. Außerdem weisen sie darauf hin, daß das Produktionsdefizit in den letzten Jahren tendenziell wieder rückläufig war und die Produktion besonders als Nebenprodukt anderer Metallproduk-

ABB. 1: SILBER IN US-\$, AB DEM JAHR 2000



tionen in den nächsten Jahren steigen könnte. Ob demnächst wirklich mehr Silber als Nebenprodukt produziert wird, ist unter Analysten umstritten. Es sind mehrere „Bergbau-Megaprojekte“ in der Planungs- und Genehmigungsphase, diese werden wohl aber erst in fünf bis sieben Jahren mit der Produktion beginnen. Andere langjährig produzierende Zinkminen, die viel Silber als Nebenprodukt abwerfen, stehen vor der Schließung. Inwieweit eine mögliche Ausweitung der Zinkproduktion in China mehr Silber als Nebenprodukt auf den Markt bringen würde, ist aufgrund fehlender Dokumentation kaum einzuschätzen.

## Fallende Industrienachfrage?

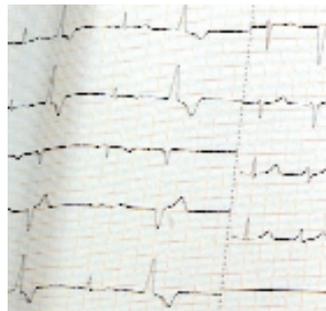
Der größte Anteil der industriellen Nachfrage kommt aus der „alten“ Photoindustrie. Diese wird zunehmend von der digitalen Photographie verdrängt. Silberskeptiker gehen hier von einer stark fallenden Nachfrage aus. Die Silberbullen entgegnen, daß mit der digitalen Photographie auch das Silberrecycling zurückgehen werde und dies fast ein Nullsummenspiel sei. Ein beträchtlicher Teil des nachgefragten Silbers würde zudem für Röntgenaufnahmen und militärische Photographie verwendet, hier sei ein kurzfristiger Nachfragerückgang eher unwahrscheinlich. Außerdem würden auch digitale Photos häufig auf silberhaltigem Spezialpapier ausgedruckt. Als weiteres Argument werden neue Anwendungen in der Medizintechnik oder Elektronik, beispielsweise in der Photovoltaik (Solarenergie), angeführt, die für neue industrielle Nachfrage sorgen sollten.

## Industrienachfrage oder Investmentnachfrage als Preistreiber?

Ob die Industrienachfrage steigen, fallen oder stagnieren wird, ist zum jetzigen Zeitpunkt kaum abzusehen. Der entscheidende Faktor bei der zukünftigen Preisentwicklung dürfte jedoch ohnehin die Investmentnachfrage sein. Um die Silbernachfrage deutlich nach oben zu treiben, müßte Silber seine Rolle als monetäres Edelmetall wieder einnehmen. Hierbei ist anzumerken, daß Silber in der Vergangenheit sehr stark positiv auf Inflation und ähnlich wie Gold auf Dollarschwäche reagiert hat. Im Gegensatz zu Gold hat Silber jedoch im deflationären Umfeld, das meist Banken Krisen und Vertrauensverlust gegenüber bestehenden Strukturen beinhaltet, nicht profitieren können und ist mit anderen Rohstoffen und Anlageklassen eher im Preis gefallen.



Eines der beliebtesten Sammlerstücke: der australische Kookaburra



## Hohe Volatilität am Silbermarkt

Nachdem der Silberpreis nach einem parabolischen Anstieg im Februar eine Art „Blow-off“-Hoch erreichte, fiel der Preis crashartig um fast 3 US-\$ zurück. Hier stellt sich nun die Frage, ob dies bereits ein langfristiges Top nach dem Platzen einer Spekulationsblase oder nur ein Rücksetzer innerhalb einer längerfristigen Aufwärtsbewegung war. Sentimenttechnisch ist festzustellen, daß Silber zwar in der „Edelmetallgemeinde“ einen gewissen „Hype“ erlebte, die breite Masse der Anleger währenddessen aber kaum Interesse zeigte. Auffällig ist, daß die Edelmetalle nach dem „Blow-off“-Top besonders bei Silber und Platin nur in die Nähe ihrer 200 Tage-Linien und unteren Begrenzungslinien ihrer langfristigen Aufwärtstrends gefallen sind. Das sind typische Korrekturmuster, die häufig auftreten. Der Anleger sollte in den nächsten Monaten beachten, ob die langfristigen Aufwärtstrends und 200-Tage-Linien „halten“ oder durch einen klaren „Bruch“ eine längere Korrektur oder ein Trendwechsel ansteht. Der Silbermarkt hat in der Vergangenheit immer wieder eine starke Volatilität aufgewiesen, antizyklisches Verhalten hat sich hier besonders gelohnt.

## Manipulation an den Futures-Märkten?

Der Silberkurs wird durch den Futures-Handel an der New Yorker Commodity Exchange (COMEX) gemacht. Dort steht derzeit eine außergewöhnlich große Short-Position der registrierten kommerziellen Händler einer großen Long-Position, gehalten von Hedgefonds und Kleinspekulanten, gegenüber. Normalerweise ist das eine klassisch bearische Ausgangslage. Manche Analysten behaupten jedoch, daß es sich hier um eine Manipulation handele, bei der wenige große Marktteilnehmer am „Papiermarkt“ jede Nachfrage zu niedrigen Preisen bedienen, jedoch über nicht genügend physisches Silber verfügen, um einer möglichen Auslieferung nachzukommen. Nach Meinung der Silberadvokaten werden diese großen Marktteilnehmer von der Leitung der COMEX begünstigt, die erst kürzlich die margin requirements (Einschußverpflichtungen bei Futures-Kontrakten) erhöhten und so die weniger finanzstarken Marktteilnehmer zur Liquidierung ihrer Long-Positionen zwangen. Einige bullische Kommentatoren vertreten die Meinung, daß sich durch dieses seit Jahren immer wieder wiederholende Spiel an den „Papiermärkten“ der Silberpreis völlig von den fundamentalen Voraussetzungen entfernt habe und physische Nachfrage früher oder später zum Verhängnis der Leerverkäufer werden könnte.

## China und Indien, die großen Unbekannten

Während man in den letzten Monaten kaum an der China-Story und dem unstillbaren Rohstoffhunger des asiatischen Riesens vorbeikam, sollte man wissen, daß China Silberexporteur ist, dieses Silber meist als Nebenprodukt heimischer Zinkproduktion gewonnen wird und möglicherweise noch große Lagerbestände vorhanden sind. Die Silberbären gehen davon aus, daß China den Weltmarkt durchaus noch einmal mit günstigem



Diese drei Legenden haben sich bereits vor geraumer Zeit am Silbermarkt engagiert (von oben nach unten):

- Bill Gates beteiligte sich am kanadischen Silberproduzenten Pan American Silver.
- George Soros kaufte wesentliche Anteile von Apex Silver.
- Warren Buffett erwarb knapp 130 Mio. Unzen Silber.



Silber überschwemmen könnte. Die Silberbullen weisen daraufhin, daß bei inländischer Kaufkraft die chinesische Silbernachfrage anziehen und China nach Abwicklung des Kommunismus sogar zur traditionellen Silberdeckung der chinesischen Währung zurückkehren könnte. Sie erwarten, daß ähnlich wie beim Erdöl aus dem chinesischen Produktionsüberschuß längerfristig ein Defizit werden könnte. Die Zweifler merken an, daß das „Papiergeld“ in China erfunden wurde und man kaum zu einer silbergedeckten Währung zurückkehren wird. Einige Verschwörungstheoretiker vermuten die chinesische Regierung sogar hinter einer Silberpreismanipulation, die die Dollarbindung der chinesischen Währung unterstützen soll.

In Indien spart die Landbevölkerung meist in Edelmetallen, nach guten Ernten vergraben Bauern Silberbarren in ihren Feldern als Vorsorge für schlechtere Jahre. Außerdem wird traditionell Gold- und Silberschmuck bei Hochzeiten verschenkt, Edelmetallschmuck spielt kulturell bedingt eine außerordentlich wichtige Rolle. Auch hier divergiert die Interpretation der Zukunftsaussichten durch die Silberhaussiers und Skeptiker. Die Silberbären gehen bei einer Modernisierung der indischen Gesellschaft von einer deutlich rückläufigen Nachfrage nach Edelmetallen aus, die Bullen glauben bei einer steigenden Kaufkraft der Bevölkerung an eine anziehende Nachfrage.

### Das Gold-Silber Ratio und andere Vergleiche

Analysten vergleichen gerne, wie sich bestimmte Asset-Klassen historisch zueinander verhalten haben. Bei Edelmetallanalysten sind hier das Gold/Silber-Ratio, welches von 1792 bis 2002 im Durchschnitt bei ca. 31 lag und im Juni 2004 bei ca. 67 (nicht zu verwechseln mit dem Silber/Gold-Produktions-Ratio, welches im Artikel auf Seite 16 behandelt wird), das Dow-Gold Ratio (Januar 1980/Edelmetall-Bullenmarkthoch: 1,3; Juni 2004: ca. 26) oder das Gold-Öl Ratio (Januar 1999: ca. 23; Juni 2004: ca. 11) besonders beliebt. Einige Marktbeobachter nehmen diese Indikatoren zum Anlaß, von einer Edelmetall-Unterbewertung, insbesondere einer Unterbewertung des Silbers, zu sprechen. Die Edelmetallbären halten diese Relationen für unsinnig und behaupten,

daß man hier „Äpfel mit Birnen“ vergleichen würde. Ob man diese Indikatoren als wirklich sinnvoll und nützlich erachtet, bleibt jedem selbst überlassen.

### Prominente Silber-Investoren

1997/1998 sorgte der legendäre Value Investor Warren Buffett für Schlagzeilen, als bekannt wurde, daß er ca. 130 Mio. Feinunzen Silber für sein Unternehmen Berkshire Hathaway gekauft hatte, von denen allerdings nur ca. 90 Mio. Unzen ausgeliefert wurden. Mittlerweile geht das Gerücht um, daß er einen Teil dieses Silbers verliehen habe, eine offizielle Bestätigung gibt es dafür nicht. George Soros, Gründer des legendären Quantum-Hedgefonds, der einstmals erfolgreich auf eine Abwertung des britischen Pfundes spekulierte, ist Großaktionär der Silberminen-Gesellschaft Apex Silver Mines. Und schließlich stieg auch Microsoft-Gründer Bill Gates vor einigen Jahren mit einem Investment bei der Gesellschaft Pan American Silver ein.

### Geldanlage in physischem Silber

Beim deutschen Anleger kommt beim Silberkauf keine allzu große Freude auf, da der Staat im Gegensatz zu Gold 16 % Mehrwertsteuer kassiert und die meisten Banken noch hohe Aufgelder auf den Silberpreis aufschlagen. Seit einiger Zeit gibt es jedoch die Möglichkeit, Silber in Online-Accounts zu halten. So bietet beispielsweise die Firma e-gold (<http://www.e-gold.com>) Edelmetallkauf und Verwahrung an, die Metalle werden dann in London gelagert. Wissenswertes zum Kauf von physischem Silber erfahren Sie im Artikel von Robert Hartmann, Edelmetallhändler der pro aurum GmbH & Co. KG in München, auf den Seiten 18-19.

### Fazit

Sowohl die „Silverbugs“ als auch die Skeptiker haben veritable Argumente auf ihrer Seite. Silber ist eines der Metalle mit der volatilsten Preisentwicklung überhaupt, das unerfahrenen und zittrigen Anlegern oftmals Kopfschmerzen bereitet. Es gibt nur wenige Möglichkeiten, in Silberinvestments anzulegen, und nach einem kurzen „Hype“ im letzten Winter ist das Interesse fast schon wieder auf einen Nullpunkt gesunken. Sicher erscheint, daß Silber sich in einem inflationären Umfeld besonders wohl fühlt und nur dort Investmentnachfrage generiert.

Matthias Kemnitz

## TITELSTORY

# Kampf um den längeren Hebel

## Angebot und Nachfrage am physischen Silber-Markt

von Dietmar Siebholz

Seit Jahren – genauer gesagt seit 1996 – verfolge ich die Entwicklung an den Märkten für Gold und Silber und versuche, den Einfluß der Termin- und Derivatmärkte auf die Spotpreise für physisches Edelmetall zu bewerten. Hunderte von Essays aus den USA habe ich daraufhin überprüft, wie weit die dort enthaltenen Informationen Hilfen für die Beurteilung der Preisentwicklung bei Gold und Silber geben können. Nach Abschluß dieser Arbeiten bin ich der festen Überzeugung, daß die großen Einflüsse, die durch die Terminkontrakte und die Derivate auf den Spotpreis ausgeübt werden, nur durch Engagements in physischen Anlagen begrenzt werden können. Bedingt durch die Tatsache, daß Silber ein überwiegend industriell verbrauchter Rohstoff ist, müßte der Markt durch physische Engagements äußerst einflußbar sein.

### Unterschiede zum Goldmarkt

Bei der Bewertung der Marktfaktoren für Silber habe ich auch die Erfahrungen des weitaus bedeutenderen Marktes für Gold einfließen lassen, denn einige der Fakten sind beiden Märkten gemein. Was jedoch beide voneinander unterscheidet, sind zwei wesentliche Größen: Gold steht aufgrund seiner früher bedeutenden Funktion als Geld mehr im Mittelpunkt als Silber, und es ist noch heute ein wesentliches Element der Reservehaltung der Notenbanken. Es ist u.a. der intensiven Untersuchungen der GATA (Gold Anti-Trust Action Committee aus den USA) zu verdanken, daß wir heute viele Details kennen, wie z.B. die Notenbanken durch Verleihen von Gold, durch Derivate und Terminkontrakte und durch (häufig verdeckten) Verkauf ihres Goldes versuchen, sich entweder des Goldes zu entledigen oder die Bewertung des Goldes in Relation zu den Währungen der Länder

zugunsten der Papiergeld-Währungen zu verändern. Da die Notenbanken keiner kaufmännischen Ausrichtung unterliegen, sondern eher politische Arbeit leisten müssen, ist also das größte Problem für Gold darin zu sehen, daß das physische Angebot durch die Notenbanken jederzeit nach deren Gutdünken (jedenfalls solange die Notenbank-Bestände noch vorhanden sind) erhöht werden kann, also reine marktübliche Nachfrage- und Angebotsstrukturen, die sich aus Investitionen in Edelmetallen oder in Münzen, in Schmuck oder durch industrielle Nutzung ergeben, nicht vorhanden sind.

### Erklärungsmuster greifen oft zu kurz

Auf die Tatsache, daß anders als beim Gold Silber nur in geringstem Umfang in physische Hortung übernommen wird (z.B. beim Ankauf von Silbermünzen, im gewissen Sinne auch beim Kauf von Schmuck und Tafelsilber), wurde schon seit Jahren hingewiesen. Die Preisvorstellungen einiger Analysten haben sich dennoch nicht erfüllt. Haben sich diese Analysten geirrt, haben sie falsche Schlüsse gezogen oder gar wichtige Komponenten übersehen? Als Ergebnis meiner Studien lautet meine Antwort: Die Fakten wurden überwiegend richtig ermittelt, jedoch wurden einige Komponenten übersehen bzw. falsch beurteilt. Es steht fest, daß der Silberverbrauch sich seit Jahren durch immer neue industrielle Einsätze – natürlich auch konjunkturabhängig – stetig nach oben entwickelt. Ferner ist gerade wegen des für die Entwicklung neuer Minen uninteressanten Preisniveaus festzustellen, daß im Gegensatz zu dem sich stetig erhöhenden Verbrauch die Entwicklung neuer Silbervorkommen oder Minen nicht vorangekommen ist, und sich daher die



**Dietmar Siebholz**, 62, war zehn Jahre lang Bankkaufmann, Börsenhändler und Vermögensverwalter. Heute managt er Immobilien-Fonds sowie Edelmetall- und Rohstoffdepots. Siebholz ist Mitglied der amerikanischen Vereinigung GATA (Gold Anti-Trust Action Committee) sowie deren Repräsentant in Deutschland, er gilt als einer der wenigen deutschen Kenner der weltweiten Edelmetallszene.



Gediegenes Silber, ausgebildet als rötliche Locke  
Quelle: LAPIS-Archiv, Chr. Weise-Verlag, München



Gediegenes Silber, ausgeprägt als Drahtsilber  
Quelle: LAPIS-Archiv,  
Chr. Weise-Verlag, München

Förderung eher auf der Stelle bewegt. Viele Analysten machen für diese aus ihrer Sicht „Marktverzerrung“ die Terminbörsen und die Derivate verantwortlich. Ich meine, diese Beurteilung greift zu kurz. In einem Markt, der vom industriellen Verbrauch bestimmt wird, können Derivate und Terminkontrakte nicht einen derartigen Einfluß ausüben. Es müssen wohl weitere Faktoren berücksichtigt werden.

#### Zahlenkranz für das Jahr 2003

Vom Silberverbrauch des Jahres 2003 (Daten vom Silver Institute) in Höhe von 880 Mio. Unzen wurden 351 Mio. Unzen in der industriellen Fertigung insbesondere für Elektrik, Elektronik u.a. verbraucht sowie 196 Mio. Unzen für die Photographie. Als Verbrauch voll anzusetzen sind die Silbermengen für die Herstellung von Silberwaren (Tafelsilber) von ca. 115 Mio. Unzen und für Schmuck von ca. 162 Mio. Unzen. Pro Jahr werden bei einem Angebot an Silber aus Minenförderung von ca. 596 Mio. Unzen insgesamt 721 Mio. Unzen „verbraucht“, d.h. nicht mehr in den Metallkreislauf zurückgeführt. Der Ausgleich an physischem Silber erfolgt durch das Einschmelzen vorhandener Silbermünzen, von Silberschmuck sowie Tafelsilber. Dieses Schrottmateriale und die neue Minenförderung erreichten zusammen 685 Mio. Unzen; es war also eine Unterdeckung von mindestens 36 Mio. Unzen festzustellen. Dazu kommt noch die Nachfrage nach Silber für die Münzen-Herstellung, immerhin 35 Mio. Unzen im Jahre 2003. Diese Unterdeckung wurde wie in den Vorjahren aus staatlichen Beständen, nämlich bis zum Jahre 2002 überwiegend aus US-Lagerhaltung und in den letzten Jahren aus chinesischen Lagern ausgeglichen. Nachgewiesenermaßen sind aber die US-Staatsreserven geleert, denn im Jahre 2003 wurde ein Gesetz verabschiedet, das es der US-Münze erlaubte, das für die Silbermünz-Programme erforderliche Silber am freien Markt, u.a. aus Mexiko, zu kaufen.

#### „Überhang“ auch tatsächlich marktwirksam einsetzbar?

Wo befinden sich nun noch Vorräte an physischem Silber, die auf den Markt drängen können? Der Bericht des Silver Institute gibt darüber nur vage Auskünfte. Das Institut vermutet noch ca. 600 Mio. Unzen an Vorräten bei europäischen Institutionen und in staatlichen chinesischen Lagern; das chinesische Silber soll nach Auffassung von Marktkennern noch aus der Zeit des Silbergeldes in China und aus eigener laufender Minenproduktion

stammen. Es stellt sich die Frage, ob dieser vermutete „Überhang“ an physischem Material marktwirksam eingesetzt werden kann. Ich meine: nein, weil die chinesische Produktion aufgrund der extrem dynamischen Entwicklung der chinesischen Wirtschaft als Industriemetall benötigt wird und somit für den Weltmarkt kaum zur Verfügung steht.

#### Das „Nebenprodukt“ Silber

Bekanntlich wird Silber zu mehr als 70 % als Nebenprodukt bei der Gewinnung von Blei, Kupfer, Zink und Gold gewonnen; für die Rohstoffunternehmen ist Silber also kein wesentlicher Teil der wirtschaftlichen Kalkulationen. Viele der großen Minenunternehmen wie z.B. BHP Billiton, Rio Tinto u.a. sichern sich ihre Erlöskalkulation auch dadurch ab, daß sie das noch nicht geförderte Silber verkaufen, bevor es gefördert ist, und dies häufig im Voraus für mehrere Jahre. Die Unternehmen leihen sich von Investment-Banken physisches Silber, verkaufen es am Markt und sichern sich so über die Silberleihe den Verkaufserlös des Silbers künftiger Produktionsjahre. Diese Absicherung gibt einen Sinn, wenn man die erratischen Schwankungen der Rohstoffpreise berücksichtigt. Die Rohstoff-Produzenten wollen angesichts der stark schwankenden Preise ihrer Hauptprodukte zumindest die Einnahmen aus dem Nebenprodukt Silber absichern.

Anzeige

## Edelmetallkontor

Maple Leaf \$5, 9999er Silber eine Unze, diverse Jahrgänge. ab 200 Stück in 10er Folien	7,90 € / Münze
Silver Eagle \$1, 999er Silber eine Unze, 2002 & 2003 500 Stück in grüner Originalbox	8,40 € / Münze
Feinsilbermünzen & Silberbarren von ein bis hundert Unzen. Feingold, Platin & Palladium auf Anfrage. Keine Numismatik.	
Postfach 11311 82328 Berg	Tel.: 08151 – 971 9907 Fax: 08151 – 971 9908
Druckfehler & Irrtümer vorbehalten. Preise können sich täglich ändern. Stand 26.7.2004. In den Preisen sind 7% Umsatzsteuer enthalten. Inhaber: Bjoern Kubin	



Silber: nicht nur für Exoten anziehend

### Aufschlußreiche Aussagen und Daten

Ross Beaty, Präsident des Silver Institute bis 2003 und jetzt Vorstandsvorsitzender des Silberproduzenten Pan American Silver, schätzte in einer Aussage gegenüber meinen GATA-Partnern in den USA diese Vorausverkäufe auf mindestens 300 Mio. Unzen. Dieses vorausverkaufte Silber, unabhängig davon, ob es vorher geliehen wurde oder nur auf Spekulation leerverkauft wurde, ist aber nach der Gewinnung nicht mehr für den industriellen Verbrauch verfügbar, denn es muß zur Aufstockung der Lager der Verleiher verwendet werden. Die Fachleute nennen dies „Einlieferung in das Hedgebuch“. Allerdings darf unterstellt werden, daß die Minen ihre Vorausverkäufe oder Derivate-Engagements bei Silber ebenso lückenhaft melden wie bei den Gold-Vorausverkäufen. Meine eigenen Recherchen haben ergeben, daß allein von den großen Rohstoffproduzenten, die ihr Nebenprodukt Silber im Voraus verkaufen, mehr als 320 Mio. Unzen vorab verkauft oder über Terminlieferungsverträge gebunden sind. Barrick z.B. hat Silber-Vorausverkäufe von mehr als 45 Mio. Unzen bekanntgegeben, BHP von mehr als 65 Mio. Unzen aus ihrer Cannington-Mine. Da aber nur etwa 55 % der Unternehmen die Anfrage des Silver Institute beantwortet haben, dürfte die Gesamtmenge wesentlich höher liegen. Ich schätze die Anzahl der voraus verkauften Unzen auf mehr als 600 Mio. ein. Die Vorausverkäufe egalisieren daher die noch vermuteten Bestände an physischem Silber. Lieferbares Silber für den industriellen Verbrauch wird immer rarer, wenn man die Lieferverpflichtungen aus den Vorausverkäufen und die vermuteten weltweiten Lagerbestände gegeneinander aufrechnet.

### Resümee

Die Märkte haben sich seit mehr als 20 Jahren auf den Ausgleich des fehlenden Angebotes durch die Auflösung staatlicher Lagerbestände eingestellt. Die bislang noch nicht im Detail bekannten Vorausverkäufe der Minengesellschaften sind in diese Betrachtungen nicht eingeflossen, Veröffentlichungen über diese Vorausverkäufe sind erst in den letzten zehn Monaten bekannt gemacht worden. In das Bewußtsein der Marktteilnehmer sind diese Fakten aber noch nicht eingeflossen. Ebensovwenig hat der

Markt realisiert, daß weitere neue industrielle Anwendungen von Silber stattgefunden haben, die nun mit Aufnahme von Fertigungen weitere industrielle Nachfrage hervorrufen werden. Jede Nachfrage aus diesen neuen Anwendungen stößt auf leere Märkte, deren Ausgleich durch die Auflösung staatlicher Reserven nicht mehr gewährleistet ist.

### Gefahren lauern

Die Industrie benötigt aber für ihre Produkte physisches Silber, ein Ersatz für physische Lieferungen durch Terminkontrakte oder Derivate ist nicht möglich. Daher gilt: Physische Lieferungsanforderungen können die Pyramide der Terminkontrakte und Derivate durchaus zum Einsturz bringen. Zumal vermutet werden muß, daß nicht nur Minengesellschaften und Silberverbraucher sich am Derivate- und Terminkontrakt-Markt engagiert haben, sondern auch Spekulanten wie z.B. Hedgefonds.

### Und wenn die Weltkonjunktur wieder schwächelt?

Abschließend noch ein Wort zu Ansichten, daß Silber als Industriemetal äußerst preisgefährdet ist, wenn die Weltkonjunktur lahmen sollte. Meine Auffassung ist, daß Silber gerade in Zeiten schwacher Weltkonjunktur eine äußerst interessante Preisentwicklung nehmen wird. Warum? Da Silber hauptsächlich als Nebenprodukt zusammen mit anderen Rohstoffen gefördert wird, wird die Gewinnung von Silber bei entsprechenden Förderkürzungen bei den konjunktursensiblen Buntmetallen wie Kupfer, Zink und Blei durch Stilllegung dieser Buntmetallminen sofort eingeschränkt. Da aber Silber in den meisten Anwendungsbereichen als unverzichtbar bezeichnet wird, trifft die fast unveränderte Nachfrage auf ein eingeschränktes Angebot. Der konjunkturelle Abschwung trifft somit vor allem die Buntmetallminen (und damit die zu 70 % aus diesen Minen stammende Silberproduktion) voll, aber den Verbrauch in den industriellen Silber-Anwendungen nur partiell, mit der Folge, daß die Versorgung mit dem notwendigen Silber nur noch aus den Primär-Silberminen (und davon gibt es nur wenige!) sichergestellt werden kann.

### Nachsatz

Sie werden es sicherlich bemerkt haben: Über die Chance, daß Silber immer noch als stabiles Geld in Zeiten der heiß gelaufenen Papiergeld-Druckmaschinen oder deren elektronischer Pendants vor allem in den USA und in Japan angesehen und in diesem Zusammenhang als sicheres Investitionsmedium betrachtet wird, habe ich nicht berichtet. Eine Nachfrage nach physischem Silber für Anlagezwecke würde die Märkte angesichts der oben beschriebenen Voraussetzungen geradezu explodieren lassen.

### Anlagevorschlag

Der grundsätzliche Nachfrageüberhang wird sich nicht abbauen, auch wenn die Schätzungen über die chinesischen Abgabemengen falsch liegen sollten. Der Mehrverbrauch aus den neuen Anwendungsgebieten wird die Nachfrage weiter verstärken. Sollten – wie vor einigen Jahren beim Gold – die Minengesellschaften oder die Investment-Banken ihre Vorausverkaufspositionen eindecken (müssen) oder das Interesse der Investoren für Silber neu geweckt werden, dann wird Silber den Rahmen seiner bisherigen Preisbandbreite klar nach oben verlassen.

## TITELSTORY

# „Die Silberhaussa steht erst ganz am Anfang“

*Smart Investor im Gespräch mit Reinhard Deutsch, Buchautor und Silberexperte, über die Anbieter und Nachfrager am Silbermarkt, über die Rolle Chinas und das weitere Potential des Edelmetalls*

**Smart Investor:** Herr Deutsch, in den letzten Wochen ist der Silberpreis massiv unter Druck geraten. Ist die Silber-Hausse damit schon vorbei?

**Deutsch:** Nein – im Gegenteil: Die Silber-Hausse steht erst ganz am Anfang. Ich denke, daß wir jetzt über mehrere Jahre tendenziell stark steigende Silberpreise sehen werden.

**Smart Investor:** Immer wieder wird China eine große Rolle im Silber-Markt zugesprochen. Sehen Sie es ähnlich?

**Deutsch:** Über viele Jahrhunderte hinweg ist Silber nach Osten, also nach Japan und China geflossen und Gold nach Westen, also Europa. Dies hing einfach damit zusammen, daß ein Tauschverhältnis von ca. 1:15 in Europa einem Verhältnis von ca. 1:8 im Osten gegenüberstand. Es lohnte sich also, auf den Handelsschiffen Silber nach China zu transportieren und Gold mit zurückzubringen. Silber wurde im Osten immer relativ höher geschätzt als im Westen. China hatte nie einen Goldstandard wie Europa, sondern einen Silberstandard. Von daher kann man heute durchaus noch einen größeren Silber-Schatz in China vermuten.

**Smart Investor:** Ist es eine realistische Annahme, daß China bei historisch gesehenen Tiefpreisen darauf versessen ist, Silber anzubieten, obwohl es dieses Silber doch mit zunehmendem technischen Entwicklungsgrad auch selbst benötigen dürfte?

**Deutsch:** Es existiert die Theorie, daß China möglicherweise dabei mitspielt, den Silberpreis noch künstlich niedrig zu halten, um den Dollarabsturz hinauszuzögern.

**Smart Investor:** Wo befinden sich denn die einst in den Kellern der Notenbanken liegenden Silber-Bestände heute?

**Deutsch:** An den Hälsen schöner Frauen, in den Truhen von Münzsammlern, in den Sparstrümpfen von Bauern in Indien oder Asien allgemein, und der größte Teil liegt wohl fein verteilt in Müllkippen.

**Smart Investor:** Wie sehen die Nachfrageverhältnisse beim Silber aus?

**Deutsch:** Anders als Gold wird Silber derzeit praktisch nur als Rohstoff nachgefragt, mit leichtem Nachfrageüberschuß. Silber wird jetzt aber weltweit wieder als Geld und zur Wertaufbewahrung neu entdeckt. Dies wird eine Überraschung für die Märkte sein und eine extreme Zusatznachfrage erzeugen.

**Smart Investor:** Ist es wirklich so, daß eine Zunahme der digitalen Photographie den Silberpreis zum Einsturz brächte, wie von einigen Skeptikern behauptet wird?

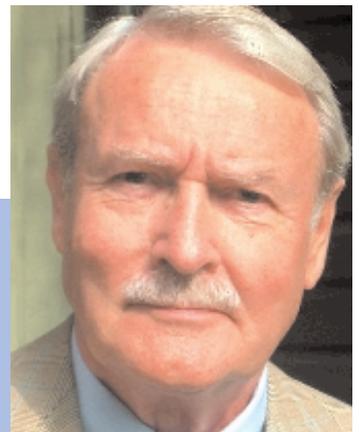
**Deutsch:** Dieses Argument ist schlichter Stuß, wird aber gleichwohl immer wieder neu vorgetragen. Das Photo-Silber wird fast zu 90 % recycled. Wenn die Nachfrage von ca. 200 Mio. Unzen Photo-Silber wegfällt, entfällt auch das Recycling-Angebot von ca. 180 Mio. Unzen – also nahezu ein Nullsummenspiel. Überraschenderweise steigt aber insgesamt die Silber-Nachfrage sogar durch die digitale Photographie, nämlich aufgrund der Ausdrucke auf silberhaltigem Papier.

**Smart Investor:** Wie sieht es mit neuen Anwendungsbereichen aufgrund der besonderen Materialeigenschaften von Silber aus?

**Deutsch:** Die nehmen ständig zu, denken Sie nur an antibakterielle Textilien, Wasseraufbereitung, Kaugummi mit Silber, Supraleitung etc.

**Smart Investor:** Was müßte Ihrer Meinung nach passieren, damit der Silber-Preis weiter deutlich ansteigt?

**Deutsch:** Silber muß als uraltes Geld neu entdeckt werden. Je schlechter das staatliche fiat money (= Papiergeld; Anm. d. Red.) wird, um so mehr werden die Menschen wieder neu entdecken, daß Silber auch Geld ist und zu allen Zeiten Geld war. Genau dieser Prozeß vollzieht sich jetzt bereits weltweit, wenn auch bei uns noch weitgehend unbemerkt. Silber kann dann durchaus auf 100 oder auch 500 US-\$ und mehr pro Unze steigen. Das heißt aber nur, daß der Dollar dann nichts mehr wert sein wird.



**Reinhard Deutsch**, Jahrgang 1936, hat in Frankfurt bei Prof. Veit und Prof. Engels Geldtheorie studiert. Deutsch ist Anhänger der österreichischen und libertären Schule (Mises, Hayek, Rothbart etc.). Heute ist er selbständiger Unternehmer. Ein Auszug aus seinem Buch „Die Geldfalle – Warum der Silberpreis explodieren wird“ findet sich unter [www.goldseiten.de/buch/die-geldfalle.htm](http://www.goldseiten.de/buch/die-geldfalle.htm).

Interview: Ralf Flierl und Ralph Malisch

## TITELSTORY

# Das Silber/Gold-Produktions-Ratio

Von Richard Mayr

Nach dem Gold/Silber-Preis-Ratio (siehe Smart Investor 5/2004) wird in diesem Artikel das Silber/Gold-Produktions-Ratio (SGPR) näher betrachtet. Errechnet wird das Produktions-Ratio, indem man die primär produzierte Menge Silber eines Jahres durch die Menge des geförderten Goldes teilt. Hierbei fließt nur die Zahl der neu geförderten Menge ein und nicht das gesamte Angebot am Markt, welches sich gerade bei Silber um das recycelte Material (scrap) und bei Gold durch die Zentralbankenverkäufe oder schlicht durch „Papiermetall“ erhöht. Die aktuell errechnete Maßzahl von ca. 7 (Daten für das Jahr 2003, die Daten für 2004 liegen erst 2005 vor), sagt also aus, daß für 1 Unze Gold gerade einmal 7 Unzen Silber weltweit gefördert wurden. Betrachtet man die natürliche physikalische Vorkommensweise der beiden Edelmetalle in der Silikatkruste der Erde, so erhält man ein Verhältnis von 1 Unze Gold auf 17,5 Unzen Silber, was dem historischen Gold/Silber-Preis-Ratio von 15 sehr nahekommt. Da die Förderung zur Zeit weit unter dem natürlichen Vorkommensverhältnis liegt, kann man subsumieren, daß der aktuelle Förderungsquotient für Silber zu Gold in einer relativen Betrachtung sehr niedrig ist.

## Die Produktion

Allerdings ist zu berücksichtigen, daß die Goldproduktion weltweit derzeit mit dem anziehenden Goldpreis auf einem neuen Hoch ist (vgl. Abb. 1), und daher relativiert es sich, von einer niedrigen Produktion bei Silber zu sprechen. Der Chart für die Silberproduktion besitzt bereits einen exponentiellen Charakter, und es kann davon ausgegangen werden, daß die produzierte Menge im Falle einer sich abzeichnenden weltweiten De-

pression schon bald rückläufig sein dürfte. Die Produktion des Silbers hängt nämlich heute zu über 70 % von der Förderung anderer Metalle ab, bei denen das Edelmetall als Nebenprodukt anfällt. Im Falle einer wirtschaftlichen Depression ist also mit einer abnehmenden Silberproduktion zu rechnen und bei gleichbleibend hoher Goldförderung (wie während der letzten Großen Depression) mit einem weiter fallenden Produktions-Ratio.

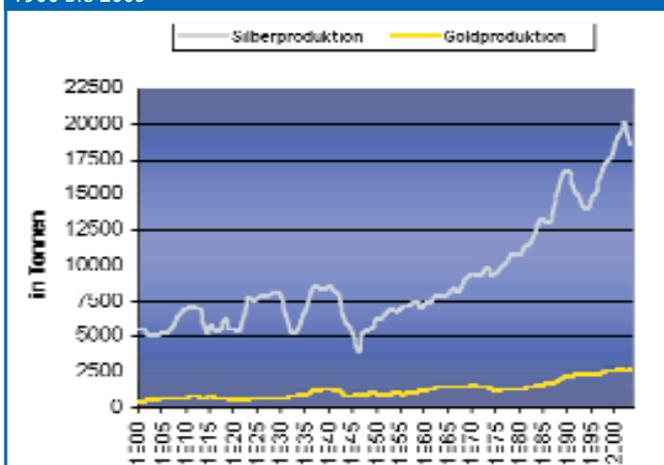


**Richard Mayr** ist Fachreferent der VTAO (Vereinigung Technischer Analysten Österreichs) für Kondratieff-Wellen und Edelmetalle und Veranstalter von Edelmetallseminaren ([www.argentuminvest.com](http://www.argentuminvest.com))

## Das historische Hoch des Silber/Gold-Produktions-Ratios

Seit dem 4. Jahrtausend v. Chr. wird nachweislich Silber gefördert. Im Gegensatz zu dem überlieferten Werteverhältnis des Goldes zum Silber gibt es keine genauen Produktionszahlen aus dieser Zeit. Die Anfänge der Edelmetallstatistik lassen sich in etwa auf das Jahr 1500 datieren. In welchen Mengen Silber vor dem Mittelalter gewonnen wurde, ist durch den Analysten von heute nicht genau bestimmbar. Erst mit der Entdeckung Amerikas setzte eine einigermaßen verlässliche Statistik bei der Silberproduktion ein. Spanien unterhielt in jener Zeit einen großen bürokratischen Apparat für die Registrierung der gewonnenen Gold- und Silbermengen, um die richtige Steuer darauf festsetzen zu können. Die Münzstätten in den überseeischen Gebieten hatten die Order, über die ordnungsgemäße Abgabe der Steuer zu wachen. Die gigantischen Silbermengen, die nach Spanien verschifft wurden, ließen in jener Zeit das SGPR auf das historische Hoch von ca. 44 steigen. Bis 1860 sank es jedoch kontinuierlich bis auf 5 ab und erreichte erst mit Entdeckung der größten Silberader der Welt, der Comstock Lode in Nevada, wieder den Wert von ca. 20. Mit der Entdeckung der großen Goldadern in Südafrika Anfang 1900 begann das SGPR wieder zu sinken. Aber damals wie heute sind die Statistiken nicht absolut zuverlässig, da eine genaue Messung früher nicht möglich war und die „unerlaubte“ Förderung und der Schmuggel nicht berechnet werden konnten. Verlässliche Daten bekommt man indes seit 1900 durch die staatli-

CHART 1: DIE PRIMÄRPRODUKTION VON SILBER UND GOLD VON 1900 BIS 2003



Quelle: ArgentumInvest; Daten: USGS, GFMS

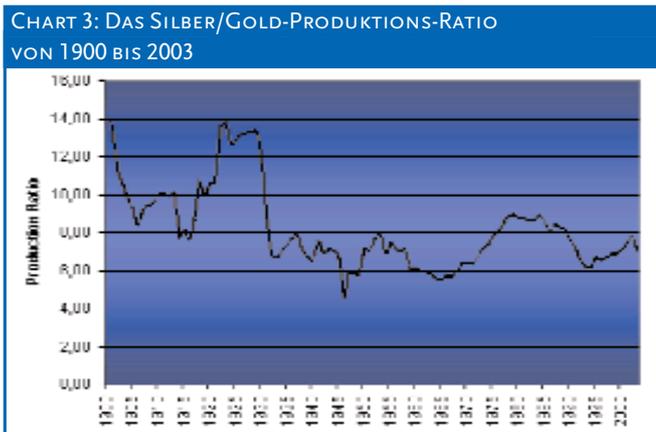
chen Statistiken im Gutachten des US Bureau of Mines und des US Geological Survey (USGS). Allerdings beziehen sich auch diese Daten nur auf die erfaßten Mengen von offiziellen Minen.

**Das historische Tief**

Das historische Tief des Produktions-Ratios wurde nach dem Zweiten Weltkrieg erreicht. Im Jahre 1946 notierte das Ratio bei gerade einmal 4,6. Dies resultiert aus der starken Ausweitung der Goldproduktion seit der Großen Depression ab 1929 bis zum Kriegseintritt der USA in den Zweiten Weltkrieg und führte dadurch zu dem Einbruch des Ratios. Seit nunmehr fast 60 Jahren verläuft das SGPR in einem Seitwärtskanal in einer Range zwischen 5,5 und 9 mit leicht fallender Tendenz seit 1980.

**Die Zukunft**

Schon im Jahre 1894 schrieb Joseph E. Fränkel in seiner Abhandlung über die Zukunft des Silbers seine Schlußfolgerung nieder: „Es scheint, als ob unsere Zeit den Eingeweiden der Erde ihre silbernen Schätze zu schnell und vor der Zeit entrissen hätte, Schätze, welche, obwohl jetzt unverwertet, wahrscheinlich der Menschheit zu späterem Gebrauche aufbewahrt werden müssen. Denn ein Bergwerk ist nicht unerschöpflich, und die Natur hat der Gewinnung der Metalle Grenzen gesteckt, welche wohl nie zu überschreiten sein werden.“ Diese Mahnung kann als korrekt betrachtet werden, wenn man vergleicht, daß die Jahresproduktion 2003 (ca. 18.000 Tonnen) fast den Jahresproduktionen des gesamten silberreichen 16. Jahrhunderts entspricht. Zwar stellte schon Adam Smith, der Urvater des Kapitalismus, fest, daß das Verhältnis zwischen den Mengen zweier auf dem Markt befindlicher Waren keinen Rückschluß auf ihren Wert zulasse. Im Gegensatz zur menschlichen Gier sind die Rohstoffreserven aber begrenzt, und sowohl Gold als auch Silber werden in den nächsten Jahren stärker nachgefragt werden und produziert werden müssen, was auch auf höhere Preise schließen läßt.

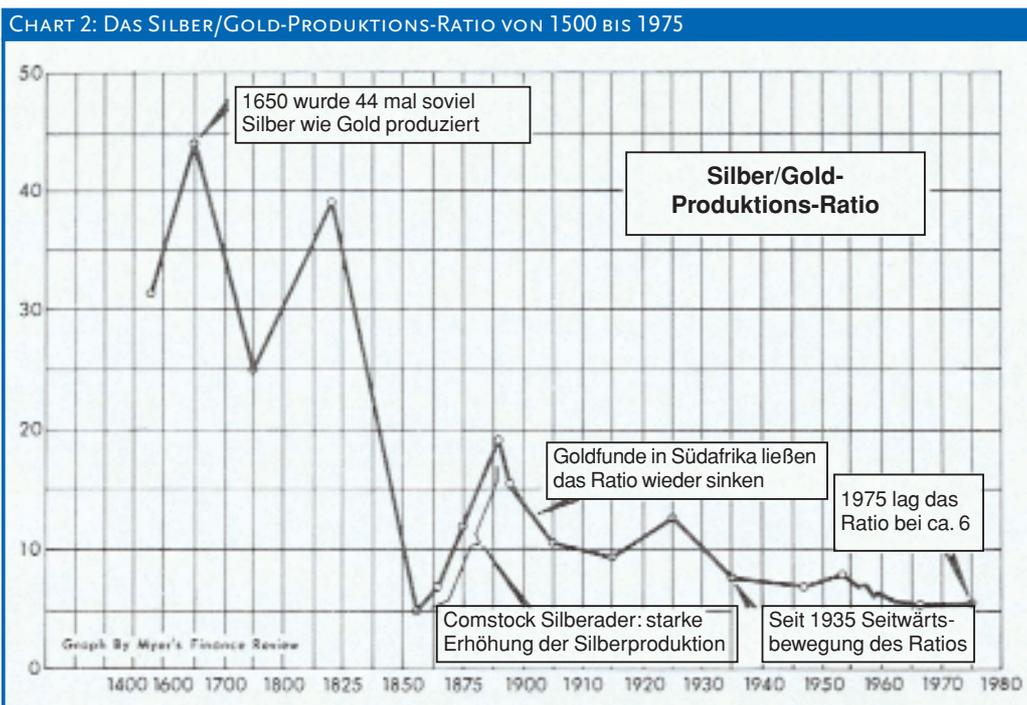


Quelle: ArgentumInvest; Daten: USGS, GFMS

**Fazit**

Das Silber/Gold-Produktions-Ratio verdeutlicht nur die Knappheit der beiden Edelmetalle zueinander durch Messung der tatsächlichen jährlichen Produktionsmengen. Heute befindet sich das SGPR in einem Seitwärtstrend mit leicht fallender Tendenz seit 1980. Die Produktionskapazitäten sind ausgereizt, und bei den aktuell noch niedrigen Silberpreisen werden keine zusätzlichen Kapazitäten erschlossen z.B. durch Wiedereröffnung von stillgelegten Minen oder durch Neuerschließungen. Aufgrund der hohen Short-Positionen im Markt, die bei Gold nach inoffiziellen Angaben mehr als 10.000 Tonnen und bei Silber knapp 50.000 Tonnen betragen, ist bei einem weiteren Preisanstieg der Edelmetalle auch weiterhin von einem gleichbleibenden Produktions-Ratio auszugehen, da die Neuerschließung einer Mine mehr als fünf Jahre in Anspruch nimmt. Eine zusätzliche Verknappung bei Silber kann sich aus einer Depression ergeben, in der die weltweite Nachfrage nach anderen Metallen

konjunkturell bedingt zurückgeht und somit auch die Primärproduktion bei Silber erlahmt. Dies würde das SGPR weiter sinken lassen. Dreh- und Angelpunkt eines Anstiegs der Edelmetallpreise sind aber nach wie vor die inflatorischen Tendenzen durch die zu starken Geldmengenausweitungen der Zentralbanken.



Quelle: C. V. Myer's Finance Review; The coming deflation. Arlington House, New York, 1976. S. 166.

**DISCLAIMER**

Alle Angaben ohne Gewähr. Der Autor vertritt in diesem Artikel seine Meinung und haftet nicht für Kauf- oder Verkaufsentscheidungen des Lesers.

## TITELSTORY

# Gewußt wie: Silberinvestments in Barren & Münzen

Von Robert Hartmann\*, pro aurum GmbH & Co. KG

1980 bildeten sich wahre Menschengängen vor Bankschaltern und Theken der An- und Verkäufer. Was war geschehen? Der Silberpreis war ins Uferlose gestiegen, und alle wollten davon profitieren. Panikartig trug man sein silbernes Interieur zum Markte. In dieser Euphorie glaubten die Gierigen an einen weiteren Anstieg des Silberpreises. Kreditinstitute wurden mit Kauforders für Silberbarren überhäuft, Barrenproduzenten waren hoffnungslos überfordert. Die Firma Degussa etwa konnte im Januar 1980 bestellte Ware vielfach erst nach Monaten ausliefern – da war der Spuk aber bereits vorüber.

## Boom und Fall des Silbers

Dieses Hausse-Psychogramm erinnert an den Neuen Markt, dabei ging es „nur“ um Silber. Zu Beginn dieser Manie pendelte das weiße Metall 1977 zwischen 4 und 5 US-\$; seinen Höhepunkt fand es im Januar 1980 mit 53,25 US-\$ pro Feinunze. In der Spitze kostete Silber damit knapp 3.000 DM pro kg: eine Verdreizehnfachung! Im Terminmarkt setzte man die Einschufspflicht für Silberkontrakte drastisch herauf – die Spekulation fand damit schmerzhaft ihr jähes Ende.

Heute hat die Silbernotierung rund 88 % ihres Höchstkurses eingebüßt. Dieses Trauma steckt noch in den Köpfen vieler Anleger. Als 1998 der Langfristinvestor Warren Buffett eine komplette Jahresproduktion (ca. 130 Mio. Unzen) erwarb, entfachte dies erneut die Spekulation. Die Notierung sprang kurzfristig auf 8 US-\$. Viele Investoren nutzten diesen Preisanstieg und

trennten sich von ihren alten Silberbeständen.

## Solide Argumente sichern dem Silber eine glänzende Zukunft

Inflationsbereinigt ist Silber sehr preiswert und steht vermutlich erst am Anfang einer nachhaltigen Aufwärtsentwicklung. Im Gegensatz zur „monetären Ware“ Gold wird Silber bei den Notenbanken nicht im Bestand „gepflegt“. Seit über 15 Jahren wird mehr Silber nachgefragt als neu gefördert, und: Einige seiner überragenden Eigenschaften geben dem Silber neue industrielle Bedeutung. Das blieb Privatinvestoren nicht verborgen. Sie wollen von Anfang an an diesem Trend partizipieren. Neben Zertifikaten und Aktien von Silberminen-Unternehmen sind diese Anleger verstärkt an physischem Silber interessiert. Dies in dem Maße, wie das Vertrauen in die Politik und in soziale Sicherungssysteme schwindet. Mancherorts wird Silber sogar als Ersatzzahlungsmittel der Zukunft angesehen.

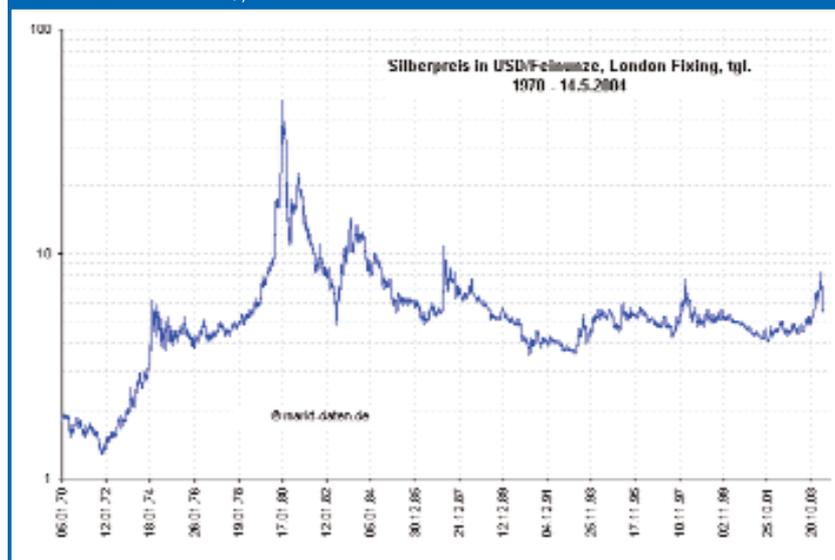


Robert Hartmann

## Wie kommt der Anleger in Deutschland an Natur-Silber?

Durch das jahrzehntelange Siechtum des Silbermarktes mit schwindenden Umsätzen zogen und ziehen sich viele Banken aus dem Geschäft zurück. Das Geschäft mit physischem Edelmetall ist für viele Bankhäuser zu kostenintensiv, zudem ist die Werte-Logistik problematisch. Man stelle sich nur vor, ein Kunde kauft Silberbarren im Wert von 30.000 Euro. Dies bedeutet in der Praxis, daß 150 kg des weißen Metalls verpackt, versichert und zum Kunden befördert werden müssen. Viele Interessenten sehen sich auf der Internetseite des Auktionshauses Ebay um. Für kleinere Silbermengen mag das durchaus sinnvoll sein. Selten sind hier mehr als 10 kg

ABB. 1: SILBER IN US-\$, SEIT 1970



\*) Robert Hartmann ist Geschäftsführer der Edelmetall-Handelsgesellschaft pro aurum GmbH & Co. KG in München.

en bloc erhältlich. Immerhin sparen sich die Käufer die sonst fällige gesetzliche Mehrwertsteuer von derzeit 16 %. Für größere Orders ist dieses Medium jedoch nicht geeignet. Der Pferdefuß: Bei nahezu allen Logistikunternehmen ist der Versand der edlen Ware von Versicherungsleistungen ausgeschlossen. Als Anleger sollte Ihnen jedoch an einem Werttransport gelegen sein.

### Welche Barrengrößen sind beim Kauf lukrativ?

Wegen des „noch“ niedrigen Preisniveaus kommen 1-kg- und 5-kg-Barren in Frage. Genau wie bei Goldbarren gilt: Je kleiner die Einheit, um so größer das Aufgeld auf den Metallwert. Die 15 Euro Herstellungskosten für einen 1-kg-Barren auf den aktuellen Silberpreis von rund 157 Euro schlagen mit knapp 10 % zu Buche. Mit der fälligen Mehrwertsteuer ergibt sich damit ein Aufgeld von mindestens 26 %. Der Silberpreis muß also erst einmal um mindestens 26 % steigen, um die Gewinnzone zu erreichen. Bei kleineren Gewichtseinheiten summiert sich dieses Agio rasch auf über 100 %. Barren mit weniger als 1 kg sind deswegen nicht als Investment zu empfehlen und werden auch kaum von den Barrenproduzenten angeboten.



bieten viele Händler die Ware noch zu „alten“ Konditionen an. Bei gängigen Silbermünzen sind nur 7 % Mehrwertsteuer fällig. Deswegen kaufen viele Privatanleger bevorzugt Münzen statt Barren. Das Rechenbeispiel zeigt, daß trotz des verminderten Steuersatzes Münzen in der Relation zu Barren teurer sind.

### Beispiel

Annahme: Ein Silbermünzenpreis von 8,50 Euro plus 7 % Mehrwertsteuer. Bezogen auf eine Unze, also auf 31,1 Gramm, sind das 0,273 Euro pro Gramm oder 273,30 Euro pro kg. Einschließlich 7 % Mehrwertsteuer, ergibt dies einen Endpreis von brutto 292,43 Euro. Gängige 1-Unzen-Münzen wie Maple Leaf, Känguruh oder Panda sind also trotz der geringeren Mehrwertsteuer – bezogen auf das Kilogramm – um rund 46 Euro teurer als der direkte Erwerb eines Kilogrammbarrens.

### Fazit

In Relation zum Gold hat Silber deutlich mehr an Wert verloren seit seinem Hoch von 1980. Daher ist zu erwarten, daß bei einer Renaissance der Sachwerte Silber ein wesentlich höheres Aufholpotential besitzt. Allerdings birgt die Marktenge bei einem Silber-Investment ein gewisses Risiko. Deswegen und aufgrund der fälligen Mehrwertsteuer ist Silber in einem Edelmetallportfolio mit einer Gewichtung von maximal 30 % zu empfehlen. Ein Engagement in physisches Silber sollte man langfristig eingehen. Dem kurzfristig orientierten Trader wären dagegen Zertifikate oder Optionen nahegelegt. Angesichts des hohen Aufpreises sind kleinere Gewichtseinheiten zu meiden und 1-kg- oder 5-kg-Barren vorzuziehen. Vergleichen Sie zuvor auch die Preise verschiedener Anbieter: Eine Preisdifferenz von mehreren hundert Euro bei einem Investment von 5.000 Euro ist keine Ausnahme.



In Plastikfolie eingeschweißte 1 kg-Silberbarren

### Trugschlüsse beim „günstigen“ Kauf von Silbermünzen

In den vergangenen Monaten stieg die Nachfrage nach Kapitalanlagemünzen in Silber sprunghaft an. Die Vorräte an etwas günstigerer Sekundärware, also an Münzen, die nicht zum aktuellen Jahrgang zählen, sind im Handel drastisch geschwunden. Viele Marktteilnehmer und ehemalige Distributer nutzen diese Entwicklung, um sich gänzlich aus dem Handel mit Silbermünzen zurückzuziehen. So wird der Markt heute von wenigen Anbietern dominiert. Daher ist die Preistransparenz nicht so eindeutig wie bei den Silberbarren. Obwohl der Silberpreis nach dem Aprilhoch um gut 30 % nachgegeben hat,

## PRINZIPIEN DES MARKTES

## Breakouts

*Breakout-Strategien stehen an der Basis einiger der erfolgreichsten technisch orientierten Handelsansätze. Ob sie auch heute noch zur Erzielung von Überrenditen geeignet sind, soll im folgenden kritisch hinterfragt werden.*

**Breakouts und Neue Hochs/Neue Tiefs**

Nachdem wir uns in der letzten Ausgabe des Smart Investor intensiver mit „Neuen Hochs und neuen Tiefs“ auseinandergesetzt haben, wollen wir heute das eng verwandte Thema „Breakouts“ näher betrachten. Aber trotz der engen Verwandtschaft beider Konzepte besteht ein wesentlicher Unterschied, der anhand des Charts der Deutschen Telekom in Abb. 1 erläutert werden soll. Neben dem eigentlichen Kursverlauf sind dort die nach Richard Donchian, einem der Väter der Trendfolge-Philosophie, benannten sogenannten Donchian-Kanäle eingezeichnet (grüne Linien). Die von ihm als 4-Wochen-Regel formulierte Ausbruchbedingung wurde hier allerdings als 20-(Handels-)Tage-Regel umgesetzt. Die obere Linie entspricht damit dem jeweils aktuellen 20-Tage-Hoch, die untere entsprechend dem jeweiligen 20-Tage-Tief, beide zusammen bilden den Kanal. Anschaulich beschreiben sie die Niveaus, die der Kurs durchbrechen muß, um ein neues 20-Tage-Hoch bzw. 20-Tage-Tief zu markieren. Kerzen, bei denen diese Bedingung erfüllt ist, sind blau (neues 20-Tage-Hoch) bzw. rot (neues 20-Tage-Tief) eingefärbt. Ein Breakout liegt jedoch nur vor, wenn diese Kerzen gleichzeitig auch einen Trendwechsel anzeigen. Die grüne Ziffer „1“ weist beispielsweise auf das erste 20-Tage-Hoch nach einem Abwärtstrend hin und qualifiziert diesen Tag als „Ausbruch nach oben“ (Upside-Breakout). Ziffer „2“ dagegen markiert das erste 20-Tage-Tief nach einem Aufwärtstrend, womit dieser Trendwechsel als „Ausbruch nach unten“ (Downside Breakout) einzuordnen ist. Diejenigen Hochs bzw. Tiefs, die in der gleichen Richtung erfolgen wie der vorangegangene Ausbruch (z.B. neues Hoch nach Upside-Breakout) haben dagegen nur bestätigenden Charakter. Ein 20-Tage-Upside-Breakout ist demnach immer auch ein neues 20-Ta-

ge-Hoch, aber nur das erste 20-Tage-Hoch einer Serie solcher Hochs ist ein 20-Tage-Upside-Breakout.

**Von Schildkröten...**

Falls Sie uns bis hierhin gefolgt sind, kennen Sie nun die Philosophie, die hinter den Einstiegsregeln eines der legendären Handelssysteme schlechthin steht – des Turtle-Systems. Die Turtles (Schildkröten) waren eine Gruppe von Tradern, die ihre Existenz einem Disput der beiden befreundeten Ausnahmebörsianer Richard Dennis und William Eckhardt aus dem Jahre 1983 verdankten. Die beiden wollten klären, ob man als erfolgreicher Trader geboren wird oder ob diese Fähigkeiten erlernbar sind. Um diese Frage zu beantworten, suchten sie über Zeitungsannoncen zunächst zehn Interessenten, denen sie – in nur zwei Wochen – sämtliche für dieses Experiment relevanten Handelsregeln beibrachten. Bereits nach kurzem Trockentraining wurden die Probanden mit echtem Geld ausgestattet und in das sprichwörtliche kalte Wasser geworfen. Praktisch aus dem Stand erwirtschafteten die „Turtles“ während der nächsten vier Jahre im Durchschnitt eine jährliche Rendite von 80 % auf das eingesetzte Kapital. Die Aufzucht der Schildkröten/Trader war also überzeugend gelungen. Interessenten können übrigens das komplette Regelwerk kostenlos im Internet beziehen ([www.originalturtles.org](http://www.originalturtles.org)).

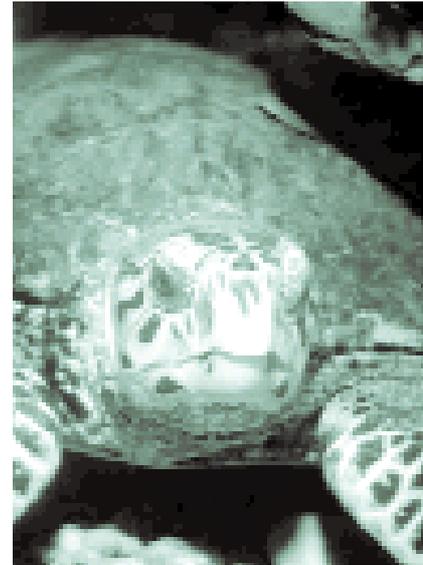


ABB. 1: BREAKOUT-SIGNALE UND NEUE HOCHS/NEUE TIEFS

**...und Schildkrötensuppe**

In der Regel steht und fällt der Erfolg derartiger Breakout-Systeme mit einigen wenigen Trades, die für das Gros der Gewinne verantwortlich sind und die Mehrzahl der verlustreichen Signale überkompensieren. Betrachten wir noch einmal Abb. 1, so markiert Ziffer „3“ ein solches typisches Fehlsignal in einer trendlosen Marktphase. Einem nur marginalen Überschreiten des oberen Kanals folgt eine unmittelbare und heftige Gegenbewegung, die schließlich in eine Abwärtsbewegung mündet. Genau diesen Effekt suchten Linda Bradford-Raschke und Laurence A. Connors mit ihren TurtleSoup-Signalen nutzbar zu machen. Die Bezeichnung soll andeuten, daß in die-

sen Situationen allzu leichtsinnige Nachahmer der Turtles rasch zu Schildkrötensuppe verarbeitet werden können. Das zunächst mit dem Ausbruch eroberte Terrain kann nicht gehalten werden, es kommt zu einem erneuten Bruch dieses Niveaus (Rebreak). In Abb. 2 sind die entsprechenden Basissignale für die Aktien der HypoVereinsbank farbig markiert; aufgrund der gegensätzlichen Logik dieses Ansatzes befinden sich die blau markierten Kaufsignale tendenziell im unteren und die roten Verkaufssignale im oberen Bereich des Kursverlaufs. TurtleSoup-Signale haben nicht den Anspruch, die Startpunkte großer Trends aufzuspüren, sondern zeigen häufig nur kurzfristige Gegenbewegungen an – aus Sicht der Turtles also eher lästige Störungen.

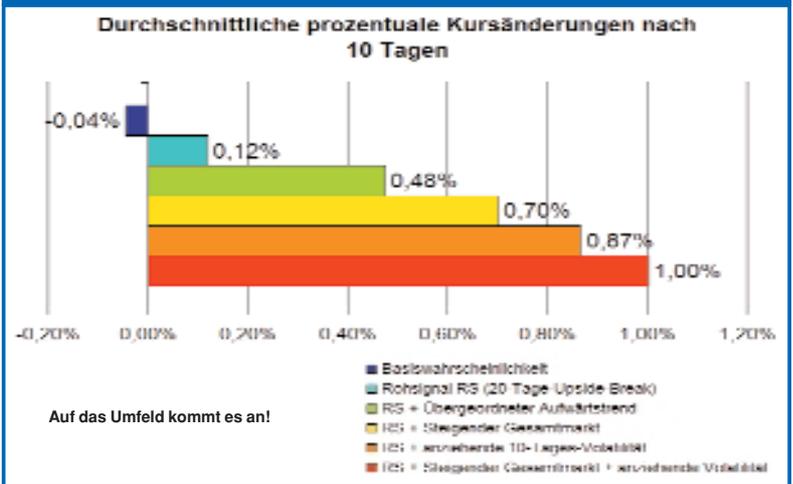
### Widerstände und Unterstützungen als Entscheidungsmarken

Es ist zunächst durchaus überraschend, daß zwei praktisch vollkommen entgegengesetzte Signale sich gleichermaßen für den Aufbau von gleichgerichteten Positionen eignen sollen. Dies erlaubt nach unserer Auffassung im wesentlichen folgende Schlußfolgerungen: Die Widerstands- bzw. Unterstützungslinien, die durch vorangegangene Hoch- bzw. Tiefpunkte – wie etwa die Begrenzungen des Donchian-Kanals – markiert werden, nehmen im Kursverlauf primär die Rolle von Entscheidungsmarken ein. Einen Automatismus nach dem Motto „Widerstände sind dazu da, gebrochen zu werden“ gibt es dagegen nicht. Offenbar achten aber viele Marktteilnehmer sehr genau auf das Kursverhalten an diesen Marken und disponieren entsprechend, sobald eine Richtungsentscheidung gefallen ist. Wenn die Gefolgschaft für das unterlegene Lager zusammenbricht, während das siegreiche Lager neuen Zulauf erhält, sind beschleunigte Kursbewegungen keineswegs untypisch. Da jedoch die Richtung dieser Bewegungen zunächst offen ist, müssen entsprechende Positionen grundsätzlich immer in geeigneter Weise abgesichert werden (z.B. via Stop-Loss-Limits).

### Nebenbedingungen zur Entscheidungsfindung

Für den Anwender ist es natürlich von allergrößtem Interesse, schon frühzeitig Hinweise darauf zu erhalten, wie die Entschei-

ABB. 3: NEBENBEDINGUNGEN FÜR 20-TAGE-UPSIDE-BREAKOUTS



dung an einer solchen Marke ausgehen könnte, ob also die Schildkröten prosperieren oder im Suppenteller landen werden. Ein sinnvolles Vorgehen besteht darin, in der Historie nach Gemeinsamkeiten derjenigen Kursverläufe zu suchen, die sich entweder als geglückte, oder aber gescheiterte Ausbruchversuche erwiesen. Ob man dabei die relevanten Dimensionen tatsächlich erfaßt, hängt auch davon ab, wie geschult das eigene Auge in diesen Dingen ist. Aber selbst ein geschultes Auge läßt sich durch eine lediglich visuelle Inspektion gelegentlich zum Narren halten. Daher ist der notwendige nächste Schritt die Ausformulierung der identifizierten Nebenbedingungen und die statistische Überprüfung ihres Aussagegehaltes. In Abb. 3 ist eine derartige statistische Untersuchung für 20-Tage-Upside-Breakouts bei Dax-Einzeliteln für die Jahre 1999 bis 2004 bei einer Haltedauer von jeweils zehn Handelstagen skizziert. Zu beachten ist, daß im Untersuchungszeitraum die Basiswahrscheinlichkeit mit -0,04 % leicht negativ war (oberste Säule – dunkelblau). Trotz dieses insgesamt ungünstigen Umfelds konnte bereits das einfache 20-Tage-Upside-Breakout (Rohsignal) mit +0,12 % ein leicht positives Ergebnis verzeichnen (zweite Säule, hellblau). Seine wirkliche Stärke entwickelt dieses Signal aber – wie vermutet – erst wenn es mit Nebenbedingungen kombiniert wurde. Trat das Breakout-Signal beispielsweise vor dem Hintergrund eines steigenden Gesamtmarktes und gleichzeitig anziehender Volatilität des Einzelitels auf – kam also Leben in die Aktie –, dann konnte man auf Sicht von nur zehn Handelstagen im Durchschnitt eine Überrendite von mehr als einem Prozentpunkt erwarten.

### Fazit

Breakout-Strategien dürften zu den interessanteren technischen Ansätzen gehören. Breakouts zeigen manchmal verblüffende Resultate und können zu Initialzündungen größerer Trendbewegungen werden. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Mehrzahl der Breakouts scheitert. Erst durch die Einführung von Nebenbedingungen kann die Verlässlichkeit dieser Signale deutlich erhöht werden, die Beachtung von Stops ist aber dennoch unabdingbar.

Ralph Malisch

ABB. 2: MÖGLICHE TURTLESOUP-SETUPS



## DERIVATE

## „Nicht irgendein Spielzeug“

*Smart Investor im Gespräch mit Dirk Pieth, Director E\*TRADE Germany, über die neue Produktklasse Contracts for Difference\* (CFDs): An welchen Anleger richten sich diese und was sind die Unterschiede zu bisherigen Anlageklassen?*

**Smart Investor:** Herr Pieth, es gibt schon seit langem Optionsscheine, Hebelzertifikate, Optionen etc. pp. Jetzt also auch Contracts for Difference, kurz: CFDs. Was ist das überhaupt?

**Pieth:** Der Ursprung der CFDs liegt in Großbritannien. Dort wurde dieses Produkt kreiert und bietet dem Endkunden die Möglichkeit, die in Großbritannien anfallende Stamp Duty, eine Steuer, bei Aktiengeschäften zu umgehen und somit steuerbegünstigt zu agieren. Das Handeln von CFDs ist sehr einfach und unterscheidet sich nicht wesentlich vom Aktienhandel. CFD-Kontrakte erweitern die Handelsmöglichkeiten an den internationalen Märkten deutlich. Sie bieten sich als Handelsinstrument an, um auch an Märkten, die privaten Anlegern und Investoren diese Möglichkeit normalerweise nicht bieten, Short-Positionen auf erheblich direkterem Wege einzugehen, als dies mit Optionsscheinen der Fall ist. CFDs werden zwar die anderen genannten Anlageprodukte nicht verdrängen, aber sie bieten eine sehr interessante Ergänzung.

**Smart Investor:** Wo liegen denn die wichtigsten Unterschiede?

**Pieth:** Der Anleger hat Dank der Hebelwirkung und Flexibilität von CFD-Kontrakten die Möglichkeit, eine anspruchsvolle und kostengünstige Depotabsicherung zu tätigen. Ein weiterer Vorteil besteht darin, daß der Inhaber einer Short-Position Zinsen vereinnahmt. So besteht für ihn auch die Möglichkeit, an einem seitwärts tendierenden Markt zu partizipieren. Der sicherlich größte Vorteil ist die Möglichkeit, in einer Aktie Long und Short zu gehen. Der Anleger muß nicht mehr nur Aktien kaufen, von denen er sich eine gute Kursentwicklung erhofft, sondern kann von schlechten Zukunftsaussichten oder Kurseinbrüchen direkt profitieren.

**Smart Investor:** Und an welchen Typ von Anleger bzw. Trader richtet sich diese neue Art von synthetischen Wertpapieren?

**Pieth:** Aufgrund der Konstruktion – niedriger Eigenkapitaleinsatz bzw. Handel auf Margin, Risiken der Hebelwirkung – sollten dies natürlich ganz klar risikoaffine und geübte Investoren sein. Obwohl CFDs von der Struktur her sehr einfach sind, handelt es sich nicht um irgendein Spielzeug. Durch den Margin-Handel werden oft Parallelen zum Future-Handel gezogen. Wir versuchen, den Kunden über unsere angebotenen Seminare entsprechend anzuleiten und an die Hand zu nehmen. Der Handel mit CFDs erfordert die höchste Risikoklasse E, die auch für den Handel mit Optionen und Futures vonnöten ist. Im Prinzip wird damit gar keine neue Klientel adressiert, son-

dern vielmehr der bestehenden ein zusätzliches Produkt, ein zusätzliches Segment angeboten. Deshalb: CFDs sind nichts für einen Gelegenheitsanleger, der noch über keine Erfahrungen in den höheren Risikoklassen verfügt.

**Smart Investor:** Wie stehen die Transaktionskosten bei CFDs im Vergleich zu den vorgenannten Produkten da?

**Pieth:** Bei E\*TRADE, derzeit im übrigen dem einzigen in Deutschland ansässigen Anbieter einer Handelsplattform für CFDs, werden die Transaktionen mit sogenannten Flat Fee-Konditionen, also fixen Gebühren, abgerechnet. Ich kann auch Zahlen nennen: Unabhängig von der Ordergröße liegt die Gebühr bei 12,50 Euro. Andere Anbieter nehmen dagegen eher eine prozentuale Bepreisung mit Mindestgebühren vor.

**Smart Investor:** Herr Pieth, herzlichen Dank für das Gespräch.



Dirk Pieth

Interview: Falko Bozicevic

CFDs sind künstliche Aktien (oder Indices), die den gleichen Kurs und Preis haben wie der unterlegte Basiswert. Es entfallen die Zeitwertkomponente oder die implizite Volatilität, gehandelt werden kann in beiden Richtungen (also auch via Leerverkauf). Die Preisbildung ist so „fair“ wie die Preisbildung beim Basiswert selbst. Der Anleger muß allerdings nur einen Teil des Ordervolumens aufbringen (= Eigenkapital), der Rest erfolgt über Fremdkapital. CFDs werden nicht an der Börse, sondern über entsprechende Brokerhäuser gehandelt, also direkt mit dem Vertragspartner, vergleichbar dem außerbörslichen Handel z.B. mit Optionsschein-Emittenten.



NACHHALTIGES INVESTIEREN

# Grüne Gentechnik

## Gefahr erkannt, aber nicht gebannt

Ob gentechnisch veränderte Lebensmittel für die Gesundheit und/oder die Umwelt schädlich sind, kann heute leider noch niemand mit Bestimmtheit sagen. Daraus ergeben sich aber schon heute schwerwiegende Konsequenzen für z.B. Nahrungsmittelkonzerne. Nur ganz wenige haben bislang eine klar ablehnende Haltung eingenommen.

### Verbraucher im Langzeitexperiment

Schon seit mehreren tausend Jahren züchten Menschen Kulturpflanzen, um sie ihren Bedürfnissen anzupassen. Höhere Erträge, mehr Nährstoffe und Resistenz gegen Krankheiten und Schädlinge stehen hinter diesen verständlichen Bestrebungen. Mit dem Einsatz von gentechnisch veränderten Pflanzen haben diese Entwicklungen jedoch eine entscheidende Weggabelung erreicht: Wird der falsche Weg eingeschlagen, so könnten die langfristigen Auswirkungen verheerend ausfallen. Gesunde Ernährung wäre auch ohne Gentechnik gewährleistet, während ungesunde Ernährung vor allem aus falschen Eßgewohnheiten resultiert. Greenpeace zum Beispiel verweist ferner darauf, daß Hunger vor allem ein Verteilungsproblem ist. Es ist vor allem die Sorge, an einem „Realtime-Experiment“ mit langfristig völlig unklarem Ausgang teilzunehmen, die Gegner der Grünen Gentechnik auf die Barrikaden treibt. Oberstes Gebot wäre deshalb, den Verbraucher selbst entscheiden zu lassen, ob er an diesem Experiment teilnimmt oder nicht. Eine klare, einheitliche Kennzeichnung von Lebensmitteln und Getränken wäre naturnotwendige Grundvoraussetzung dafür.

### Wenig Licht, zuviel Schatten

Und hier fangen die Probleme an. So verzichten Unternehmen wie Coca Cola und Sara Lee bewußt auf die Kennzeichnung gentechnisch veränderter Produkte. Dies könne den Konsumenten verwirren – „abschrecken“ wäre wohl die passendere Bezeichnung gewesen. Auf diese Weise jedenfalls sprechen sie dem Verbraucher seine Mündigkeit ab. In einer vor kurzem durchgeführten Studie\* der oekom research AG attestieren die Münchner gleich 28 der 32 weltweit größten Lebensmittelproduzenten, daß in deren Produkten zumindest teilweise gentechnisch veränderte Organismen enthalten sein könnten. Eine strikt ablehnende Haltung wurde erschreckenderweise nur bei drei Unternehmen registriert: bei der dänischen Carlsberg, der niederländischen Numico sowie der britischen SABMiller. Gentechnisch veränderte Lebensmittel wollen diese drei vollständig aus ihrer Produktion ausschließen.

### Unilever: Haare in der Suppe

Das strittige Thema Gentechnik in Lebensmitteln war hierbei nur eines von mehreren, insgesamt prüfte oekom research anhand von 200 ökologischen und sozialen Kriterien die Lebens-

ENDERGEBNIS DER STUDIE NACHHALTIGKEIT BEI LEBENSMITTELKONZERNEN		
Company	Rank	Corporate Responsibility Rating
Unilever	1	B-
Nestlé	2	C+
Danisco	3	C+
Scottish & Newcastle	4	C+
SAB Miller	5	C+
Cardbury Schweppes	6	C+
Carlsberg	7	C+
Allied Domecq	8	C
Groupe Danone	9	C
Diageo	10	C
Coca-Cola	11	C-
Starbucks	12	C-
McDonald's	13	C-
Heineken	14	C-
PepsiCo	15	D+
Sara Lee	16	D+
Average		C

Quelle: oekom research AG; Rating: A = sehr gut; D = mangelhaft

mittelkonzerne auf Nachhaltigkeitskriterien. Doch selbst die Platzierung auf Rang 1 beim Corporate Responsibility Rating garantiert nicht vollständige Aufklärung: So landete Unilever (NL) auf Platz 1, gefolgt von Nestlé (CH). Doch obwohl die Niederländer eine Reihe von lobenswerten Initiativen ins Leben gerufen haben (Sustainable Agriculture Platform, Sustainable Palm Oil Roundtable, Marin Stewardship Council), lehnen viele ethisch orientierte Investoren ein Investment in Unilever nach wie vor ab. In Produkten asiatischer Konzernherkunft wurden gentechnisch manipulierte Substanzen identifiziert, ferner stellt eine indische Tochtergesellschaft gentechnisch verändertes Baumwollsaatgut her.

### Generelle Problembbranche Nahrung & Getränke

Das Beispiel Unilever macht deutlich, daß ein Lebensmittelkonzern in noch so vielen Bereichen vorbildlich agieren kann, bei sehr genauem Hinsehen werden sich jedoch überall irgendwo Kritikpunkte finden lassen, die das Unternehmen im Ausschlußraster hängen lassen. Allerdings, eine ethisch vorbildliche Unternehmensführung strahlt offensichtlich auf den gesamten Konzern ab. So landete das italienische Skandalunternehmen Parmalat bereits seit mehreren Jahren auf hintersten Plätzen bei derartigen Untersuchungen.

Falko Bozicevic

\*) „Corporate Responsibility Industry Report“; oekom research AG, Februar 2004

## DAS GROSSE BILD

# Antworten auf Fragen

*Seit sechs Monaten ist an den Aktienmärkten in den USA und Europa mehr oder weniger Stillstand eingekehrt. Solche ausgeprägten Seitwärtsbewegungen sind an der Börse nicht selten, allerdings erfordert die jetzige von den Anlegern schon Nerven wie Drahtseile.*

Denn für die Investoren geht es immerhin um die Frage, ob diese Seitwärtsbewegung nun das Ende der fulminanten Rally seit März 2003 markiert oder aber nur eine Korrektur innerhalb eines intakten Bullenmarktes. Daß diese Frage nach der zukünftigen Entwicklung auch die Leser des Smart Investor über die Maßen beschäftigt, läßt sich an den zahlreichen Briefen und eMails erkennen, welche in den vergangenen Wochen in der Redaktion eingingen. Bemerkenswerterweise geht der Tenor dieser Lesermeinungen fast immer in die gleiche Richtung. Da wir aus Platzgründen nicht alle diese Äußerungen hier abdrucken können, finden Sie nachfolgend einen von uns kreierten „typischen“ Leserbrief, der die wichtigsten bzw. häufigst genannten Aussagen und Fragen enthält.

## Ein „typischer“ Leserbrief:

*Sehr geehrtes Smart Investor-Team,  
ich lese den Smart Investor schon seit einiger Zeit. Ich finde Ihr Magazin sehr inspirierend, ich schätze Ihre Art, Analysen zu betreiben, und ich bin auch mit Ihren Schlußfolgerungen oftmals einverstanden. Allerdings habe ich seit einigen Monaten ein Problem mit Ihrer Markteinschätzung. Bis März dieses Jahres lagen Sie damit mehr oder weniger richtig, seither jedoch scheint mir, daß Sie den Faden bzw. die Orientierung verloren haben. Und im Juni-Heft machten Sie gar eine meinungsmäßige Komplett-Wende und mutierten vom Bären zum Bullen. Sind Ihnen die weltweiten Probleme – allen voran die überbordende Verschuldung vor allem in den USA –, die Sie in Ihrem Magazin auch immer wieder ansprechen, nun plötzlich egal? Sie führen für Ihre These eines starken zweiten Börsen-Halbjahres insbesondere zyklische Gründe bzw. das US-Wahljahr-Phänomen an. Aber sieht es denn inzwischen nicht danach aus, daß dieser Indikator in diesem Jahr nicht mehr funktioniert? Haben denn Bush und Greenspan nicht schon all ihr Pulver verschossen, womit für eine weiteres Anschieben der Märkte und der Konjunktur einfach der Treibstoff fehlt? Darüber hinaus berücksichtigen Sie bei Ihrer positiven Haltung in keiner Weise die Möglichkeit von schweren Terror-Attentaten im Vorfeld der US-Wahl. Ich jedenfalls traue dem Braten nicht mehr und habe mich daher, so weit es geht, von der Börse zurückgezogen. Ich bin gespannt, wie sich das Ganze auflösen wird und wünsche Ihnen zukünftig ein glückliches Händchen – wie Sie es schon einmal hatten.  
Mit freundlichen Grüßen, Ihr Leser*

## Der Versuch einer Antwort

Wir wollen uns im folgenden mit einigen Punkten dieses typischen Leserbriefes beschäftigen, beginnend mit unserer Prognose für das Jahr 2004: Bereits seit Herbst letzten Jahres sagten wir



ein aus zyklischen Überlegungen abgeleitetes Dax-Hoch im März 2004 voraus, welchem ein deutlicher Absturz bis Juni/Juli folgen sollte, anschließend sollte wieder mit einem Anstieg im Vorfeld der US-Wahl (am 2. November) gerechnet werden. Wie aus Abb. 1 hervorgeht, erfolgte im Zeitraum Januar bis Anfang März tatsächlich eine Topbildung: Anschließend kam es nach den Anschlägen von Madrid zu einem ersten Einbruch im März. Nach einer Erholung folgte ein weiterer Rückgang im Mai und nach einer abermaligen Erholung schließlich der aktuelle Rückgang, welcher bis zum Redaktionsschluß (23. Juli) anhält. Wenngleich die einzelnen Abwärtsbewegungen durchaus vehement vonstatten gingen – die erste und zugleich schärfste brachte ein Minus von ca. 15 % –, so handelte es sich doch, wie der Chart belegt, in Relation zum vorangegangenen einjährigen Anstieg doch um keinen dramatischen Einbruch oder gar um einen Crash, sondern eben nur um eine Seitwärtsbewegung auf hohem Niveau.

## Ausmaß falsch eingeschätzt

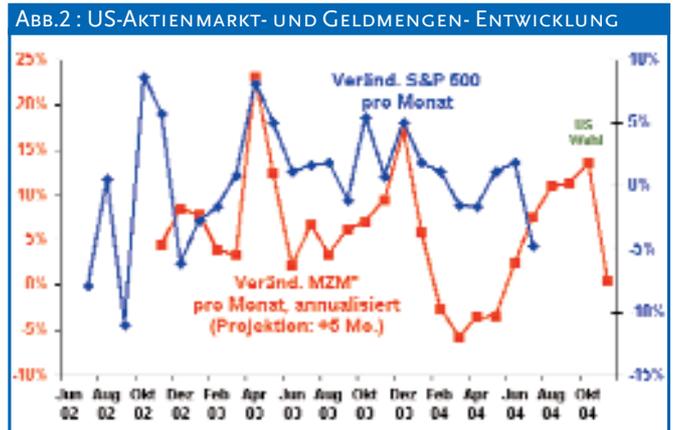
Diese bislang vergleichsweise undramatische Seitwärtsbewegung war für uns eine Überraschung, wir hatten mit deutlich Schlimmerem gerechnet. Ausgehend von dieser Fehlprognose für die aus zyklischer Sicht (sh. Artikel zum Präsidentenwahlzyklus in 7/2004, auf S. 14) negativ zu sehenden Monate März bis Juni, kamen wir unter Anwendung des Gesetzes der „Relativen Stärke“ zu dem Schluß, daß die Aktienmärkte in der aus zyklischer Sicht ab Juli wieder positiven Zeit neue Jahreshochs erklimmen sollten. Mit „Relativer Stärke“ ist dabei folgendes gemeint: Wenn ein Index in einem negativen Umfeld nicht sehr unter Druck gerät, dann wird er vermutlich in einem positiven Umfeld um so stärker steigen. Vor diesem Hintergrund ist der im Leserbrief angesprochene Meinungsumschwung im Heft 6/2004 zu sehen.

**Über Verschuldung, Terror und Erwartungen**

Unsere kritische Meinung zu den angesprochenen ökonomischen Problemfeldern bleibt von der kurzfristig bullischen Sicht für die Märkte unberührt. Vielmehr vermuten wir, daß die Verschuldung und andere Problemkomplexe erst nach der Wahl oder gar erst im kommenden Jahr in den Vordergrund treten werden. Wir trennen also strikt zwischen einer kurzfristigen technisch geprägten Sicht (positiv) und einer mittel- bis langfristigen Sicht (negativ), welche sich aus ökonomischen und fundamentalen Überlegungen ergibt. Die von vielen Lesern erwähnten Terroranschläge können wir nicht ausschließen, allerdings ist die Sensibilität für solche Attentate inzwischen sehr hoch. Man denke hier nur an die Rekordsumme von über 1 Mrd. Euro (!), die für die Sicherheitsmaßnahmen bei den Olympischen Spielen in Athen ausgegeben wird. Aus dem Blickwinkel der Sentimenttechnik sehen wir die weitverbreitete Furcht vor Terror sogar eher positiv für die Märkte (Stichwort „wall of worry“). Im Übrigen: Wenn etwas sehr stark erwartet wird, passiert es in der Regel nicht!

**Die Wahl ist das Ziel**

Viele Leser erwähnten, daß Bush und Greenspan ihr „Pulver“ bereits verschossen hätten und damit eine weitere Stimulierung bis zu den Wahlen nicht mehr möglich sei. Dieses Argument können wir so nicht stehen lassen. Immerhin steht für das Jahr 2004 mit 2.300 Mrd. US-\$ das mit Abstand größte US-Haushaltsbudget aller Zeiten zur Verfügung. Die Neuverschuldung in 2004 wird sich dabei auf über 500 Mrd. US-\$ oder knapp 30 % der Staatseinnahmen belaufen. Wenn das keine fiskalpolitische Stimulanz impliziert, was dann? Auch Alan Greenspan arbeitet mit den ihm zur Verfügung stehenden Mitteln auf eine Wiederwahl Bushs hin, wie Abb. 2 verdeutlicht. Sie zeigt die monatliche Veränderung des S&P 500-Index (bezogen auf die Monats-Schlusskurse; blaue Linie) sowie die monatliche Veränderung der Geldmenge MZM (= money of zero maturity; rote Linie), welche annualisiert (also mit 12 multipliziert) wurde. Um einen prognostischen Effekt zu erzielen, wurde die MZM-Kurve um fünf Monate in die Zukunft verschoben, d.h. die letzten erhältlichen Daten für den Juni 2004 wurden im November 2004 abgetragen. Hintergrund der Verschiebung ist, daß Geldmengenänderungen, welche in nicht unerheblichem Ausmaß dem Einfluß der Fed unterliegen, gemäß der Theorie erst mit einer Verzögerung von etwa einem halben Jahr ihren Niederschlag an den Märkten finden. Greenspan drosselte von September 2003 bis Februar 2004 die Liquiditätszufuhr, woraus sich eine monetäre Erklärung für die leichte Abwärts- bzw. Seitwärtsbewegung des Dow Jones in der ersten Hälfte 2004



\*) MZM = money of zero maturity; Kurve wurde um 5 Monate in die Zukunft verschoben

ergibt. Von Februar bis Mai dieses Jahres drehte Greenspan den Geldhahn jedoch wieder voll auf, was also unter Berücksichtigung einer Verzögerung von fünf bis sechs Monaten ab Juli/August bis Oktober 2004 zu positiven Impulsen für den Aktienmarkt führen sollte. Kann man hier angesichts des Wahltermins 2. November allen Ernstes noch von Zufall sprechen?

**US-Wahljahre**

Bezüglich der Aktienentwicklung in US-Wahljahren kursieren unterschiedlichste Theorien, weshalb wir nochmals darauf eingehen wollen. Gemäß einer Auswertung des von uns sehr geschätzten Analysten Robert Rethfeld ([www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de)) kam es in 17 der 26 Wahljahre des letzten Jahrhunderts zu einer positiven Performance des Dow Jones (sh. Abb. 3). Betrachtet man nun die neun Verlustjahre, so zeigt sich, daß diese während des Zeitraums August bis Dezember (also die Periode, die zum jetzigen Zeitpunkt noch relevant ist) in sieben Fällen eine positive Entwicklung nahmen. Die beiden Ausnahmen waren die Jahre 1920 (-28 %) und 1948 (-3 %). Berücksichtigt man also nur den Zeitraum ab August, so ist unter dem statistischen Blickwinkel die Gefahr eines Kursrückgangs kleiner als 10 % bzw. die Chance eines Kursgewinns größer als 90 % einzustufen.

**Noch ein Wort zu Silber**

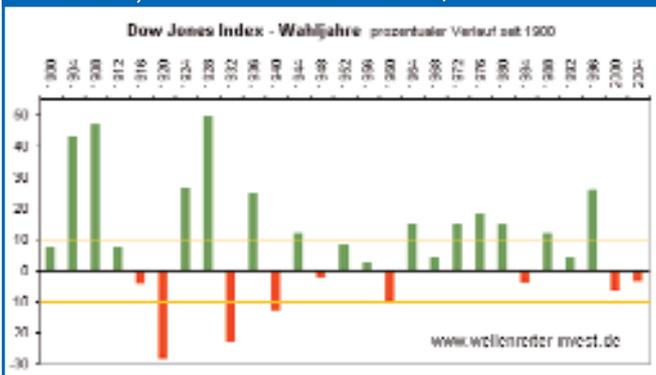
Wie die Fülle der Artikel zum weißen Edelmetall in diesem Heft verdeutlicht, ist Smart Investor hinsichtlich der langfristigen Entwicklung des Silbers sehr positiv gestimmt. Wir warnen jedoch davor, Aktien-Investments zu überstürzen. Dieser Markt ist sehr volatil und dürfte in Zukunft sicherlich noch günstigere Einstiegs-möglichkeiten bieten.

**Fazit**

Ein positiver Aktienmarktverlauf in der zweiten Jahreshälfte erscheint uns immer noch das wahrscheinlichere Szenario. Allerdings muß dies in Frage gestellt werden, falls die Aktienindizes ihre wichtigen technischen Unterstützungen nachhaltig durchbrechen sollten (z.B. Dax unter 3.700 Punkten). Für eine zeitnahe Besprechung verweisen wir auf unseren wöchentlichen Newsletter Smart Investor Weekly, welcher jeden Dienstag nachmittag (ab ca. 17 Uhr) unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) abgerufen werden kann.

Ralf Flierl

Abb. 3: DOW-JONES-PERFORMANCE IN WAHLJAHREN



## SENTIMENTTECHNIK

# Mittelzuflüsse in US-Fonds: Top noch nicht bestätigt

Aus den Mittelzuflüssen in die amerikanischen Aktienfonds sind in den vergangenen zwei Monaten per saldo wieder Mittelabflüsse geworden und suggerieren damit einen wieder zunehmenden Pessimismus bezüglich der weiteren Börsenentwicklung. Überraschend an dieser Entwicklung ist vor allem der abrupte Umschwung der Anleger, der sich praktisch ohne Vorankündigung vollzog.

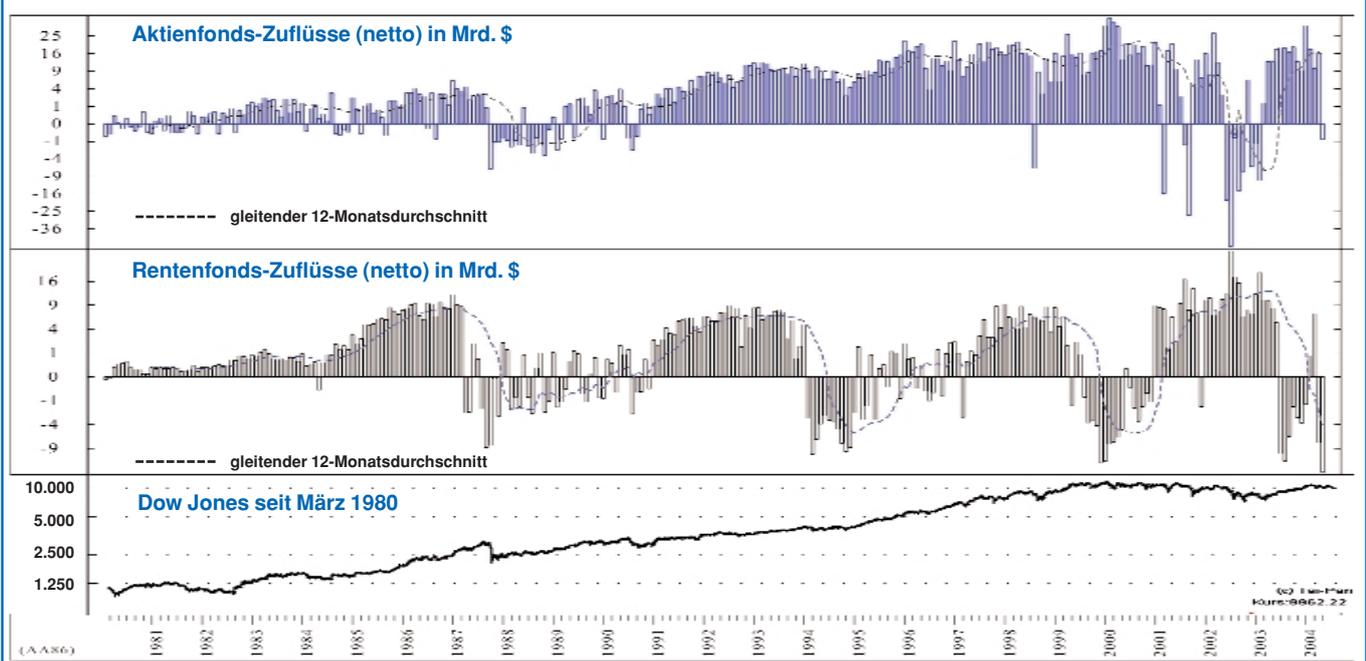
Grundsätzlich zeigen die Balken (1 Balken steht für 2 Monate) in der Grafik die bereits getätigten Mittelzuflüsse in die Anlageklassen Aktien und Anleihen für den US-Markt an. Daraus läßt sich für die Vergangenheit das prozyklische Verhalten der Anleger ablesen, gerade in Zeiten steigender Aktienkurse Mittel aus dem festverzinslichen Bereich in den Aktienbereich umzuschichten. Im Jahr 2000, also dem Höhepunkt der Aktienhausse, kann man gut erkennen, wie Anleihen zugunsten von Aktienpositionen geradezu verdrängt wurden. Als dagegen im Jahr 2003 die Baisse an den Aktienmärkten ihren Kulminationspunkt erreichte, zogen die Anleger massiv Mittel aus dem Aktiensegment ab und ließen diese dem Anleihemarkt zukommen.

Allerdings konnte am Hochpunkt im Jahr 2000 und am Tiefpunkt im Jahr 2003 keine Aussage über eine Wende an den Aktien- bzw.

Rentenmärkten gemacht werden, da eine eindeutige Umkehrformation der Mittelzuflüsse fehlte. Auch sind die Mittelzuflüsse an sich ohne einen relativen Bezug nicht zur Interpretation geeignet. Dies ist, leider nur mit zeitlicher Verzögerung, mit Hilfe des Durchschnitts (durchgezogene, schwarze Linie) der Mittelzuflüsse möglich, da durch deren Glättung Schwankungsextrema eliminiert werden. Nimmt man das Jahr 2000 als Maßstab, dann zeigte der Indikator etwa 12 Monate nach dem Hochpunkt durch einen rapiden Einbruch eine nachhaltige Wende an den Börsen an.

In der jetzigen Situation läßt sich eine solche Aussage noch nicht treffen. Sollten die amerikanischen Aktienfonds aber weiterhin Mittelabflüsse verzeichnen, dann dürfte der bisher auf hohem Niveau stagnierende, durchschnittliche Zufluß zu fallen beginnen und somit den Rückgang der Aktienkurse bestätigen. Bis dahin sind die Mittelabflüsse aber vielleicht nur als temporäre Verschnaufpause zu interpretieren, wie im Fall der Rußlandkrise 1998, als ein kurzer Aussetzer der Mittelzuflüsse auch eine gute Gelegenheit zum Nachfassen anzeigte. In diesem Fall bräuchte der Investor die Vor-Wahl-Rally noch nicht ad acta zu legen.

## MITTELZUFLÜSSE IN AMERIKANISCHE AKTIEN- UND RENTENFONDS



Quelle: 2004 Ned Davis Research

RELATIVE STÄRKE

# „Modern ist, wer gewinnt!“

Rohstoffe auf der Gewinnerstraße, US-Börsen warten auf Wahl-Rally

## Deutschland

Mit der Fußball-EM ging im Berichtsmonat eine auch für Börsianer ziemlich lehrreiche Veranstaltung zu Ende. Nein, wir wollen natürlich nicht den Finger in die Wunde legen, daß erfolgreiche Deutsche mittlerweile eher im Aus- als im Inland anzutreffen sind und zudem wenig Neigung zur Rückkehr erkennen lassen. Der griechische Sieg versinnbildlicht vielmehr zweierlei: Weder schiere Größe noch die Ausrichtung an den Strömungen des Zeitgeistes taugen als Erfolgsgaranten. Die bodenständigen Titel des MDax verteidigten Rang 3, während die Großen des Dax auf Rang 18 und die „modernen“ Titel des TecDax gar bis auf Rang 25 einbrachen – wirklich modern ist eben, wie Herr Rehha- gel weiß, wer gewinnt. Besondere Beachtung verdienen in diesem Monat auch die Rententitel des REXP10-Index. Sie verbesserten sich um neun Ränge auf Platz 4 und senden damit un- übersehbare Warnsignale hinsichtlich des generellen Zustandes der Aktienmärkte.

## International

Das Rennen um die US-Präsidentschaft verspricht noch einmal spannend zu werden, nachdem sich der eher farblose Herausforderer Kerry mit John Edwards telegene Verstärkung ins Team geholt hat. Die US-Börsianer scheinen jedoch die neuen Unsicherheiten hinsichtlich des Wahlausgangs nicht wirklich zu goutieren – sämtliche US-Indices verließen ihre relativen Erholungspfade der letzten Monate und fielen deutlicher zurück, der Dow Jones Index notiert sogar wieder unter der psychologisch bedeutsamen Marke von 10.000 Punkten. In Moskau dagegen ging das Hauen und Stechen um Yukos in eine neue Runde. Selbst der Chef von Bündnis 90/Die Grünen Bütikofer entdeckte sein Herz für Yukos-Aktionäre und versuchte sich zur Abwechslung einmal in russischem Steuer- und Strafrecht. Spätestens da wird man nachdenklich. Ist es tatsächlich so, daß andere Länder angesichts der Dimension der Vorwürfe mit den Beschuldigten so viel sanfter umgegangen wären? Kein Staat sieht es gerne, wenn man ihm seine Steuereinnahmen vor- enthält. Insofern könnte man die demonstrative Unbeirrtheit der russischen Behörden angesichts des medialen Kesseltreibens durchaus auch als Hinweis für eine grundsätzlich positiv zu wertende Stabilität dieser Strukturen interpretieren. Die Moskauer Börse reagierte trotzdem verschnupft und landete auf dem letzten Platz (minus acht Ränge). Positive Überraschungen sind angesichts der jüngsten Übertreibungen aber ausdrücklich nicht ausgeschlossen. In Fernost scheiterte der Nikkei-Index knapp vor dem entscheidenden Widerstandsbe- reich von rund 12.200 Punkten und verlor in der Folge auch re- lativ wieder an Boden (minus 5 Ränge).

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 23.07.	RS 18.06.	RS 21.05.	RS 16.04.	RS 12.03.
Rohöl		1	1	1	3	5
PTX	Polen	2	10	10	12	7
MDAX	D	3	3	4	10	10
REXP 10 *	D	4	13	8	23	16
All Ord.	Aus	5	15	17	16	18
Gold		6	14	16	24	25
Nikkei 225	J	7	2	14	8	20
Silber		8	19	18	2	1
Hang Seng	HK	9	17	21	25	21
FTSE 100	GB	10	5	5	15	17
SMI	CH	11	4	2	13	14
IBEX 35	E	12	11	12	9	8
S&P 500	USA	13	6	7	17	22
DJIA 30	USA	14	8	11	19	23
CAC 40	F	15	7	9	14	13
H Shares	China	16	23	23	11	4
NASDAQ 100	USA	17	9	13	22	26
DAX	D	18	12	15	20	19
S.E.T.	Thai	19	22	25	18	15
Sensex	Indien	20	25	22	6	9
Merval	Arg	21	26	26	4	2
KOSPI	Korea	22	20	20	5	11
HUI *	USA	23	24	24	26	24
Shenzhen A	China	24	21	6	7	6
TecDAX	D	25	16	19	21	12
RTX	Rus	26	18	3	1	3

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert  
 \* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

Der Einführungsartikel (vom 4.6.2003) zu dieser Rubrik kann im Internet unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/) abgerufen werden.

## Rohstoffe

Nunmehr im dritten Monat in Folge führt Rohöl unsere Tabelle an, die Relative Stärke ist trotz Irritationen hinsichtlich des chinesischen Wachstums weiter eindrucksvoll. Ohne große Aufregung schlich sich Gold um acht Ränge nach oben. Monatsgewinner war Silber, das mit einer Verbesserung um volle 11 Ränge die Aktualität unseres Themenschwerpunkts unterstreicht. Akkumulieren sollte man Silber jedoch weiter nur in Schwächephasen. Angesichts einer weltweit ausufernden Schuldenwirtschaft bleiben die vor Inflation Schutz bietenden Edelmetalle langfristig auf der Tagesordnung.

Ralph Malisch

## AKTIEN IM BLICKPUNKT

# Silberaktien

*Über Unternehmen, die von einer Renaissance des weißen Edelmetalls profitieren*

Es gibt relativ wenige reinrassige Silberminen-Gesellschaften, denn ein Großteil der weltweiten Silberproduktion kommt als Nebenprodukt der Industriemetall- und Goldproduktion zustande. Primäre Silberproduktion findet aufgrund mangelnder Rentabilität kaum noch statt. Ein Anleger, der langfristig steigende Silberpreise erwartet, sollte in Minengesellschaften investieren, die möglichst große Reserven, aber keine oder nur wenige Vorabverkäufe an den Terminmärkten oder andere Absicherungsgeschäfte (Hedging), beispielsweise durch den Erwerb von Derivaten, getätigt haben. Die größtmögliche „Hebelwirkung“ bei einer Silberhausse würden wahrscheinlich Bergbaugesellschaften bieten, die derzeit nicht profitabel produzieren können, aber über große bewiesene Vorkommen verfügen. Die derzeit nicht produzierenden Silber-Bergbauunternehmen erzielen jedoch momentan keine eigenen Einnahmen, sie „verbrennen“ ihre Barmittel und sind möglicherweise in der näheren Zukunft aus existenziellen Gründen auf externe Finanzierungsmaßnahmen angewiesen. Im folgenden werden zwei produzierende und drei nicht produzierende Unternehmen mit großen Silberreserven besprochen.

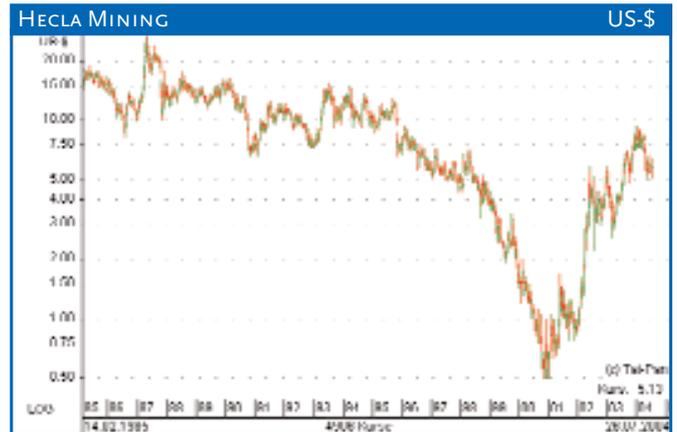
## Produzierende Silber-Gesellschaften

### Hecla Mining

Gegründet im Jahr 1891, beheimatet im „Silver Valley“ in Coeur d'Alène in Idaho, USA, und notiert an der NYSE ist Hecla Mining (WKN: 854 693; US-Kürzel: HL) auch heute so etwas wie der solide „Blue Chip“ der Silberaktien. Die Gesellschaft produziert Silber, Gold, Zink und Blei aus insgesamt vier Minenprojekten in den USA, Mexiko und Venezuela. Auffällig sind ihre niedrigen



Davon hat Hecla noch mehr in der Hinterhand



Produktionskosten. Hecla ist dauerhaft in der Lage, Silber für unter 4 US-\$ und Gold für unter 250 US-\$ pro Feinunze zu fördern. Im Jahr 2003 wurden ca. 9,8 Mio. Feinunzen Silber zu rekordverdächtig niedrigen, sogenannten „cash costs“ (reine Minenproduktionskosten ohne sonstige im Unternehmen anfallende Kosten) von ca. 1,43 US-\$ bei gesamten Produktions- und Betriebskosten von 2,70 US-\$ pro Feinunze Silber produziert. Die Goldproduktion lag bei ca. 0,204 Mio. Feinunzen bei durchschnittlichen „cash costs“ von 154 US-\$ und Gesamtkosten von ca. 222 US-\$ pro Feinunze. Diese Voraussetzungen haben das Unternehmen in die Lage versetzt, auch Edelmetallbaissen zu überstehen. Heclas Kernprojekte sind für sich betrachtet profitabel, trotzdem hat das Unternehmen im Jahr 2003 aufgrund von Schuldenabbau, Investitionen, Exploration und Abschreibungen einen leichten Verlust pro Aktie geschrieben.

Die „Hebelwirkung“ höherer Silberpreise auf das Betriebsergebnis könnte bei Hecla etwas niedriger ausfallen als bei Unternehmen, die bei den derzeitigen Silberpreisen ihre Reserven nicht kommerziell erschließen können. Dafür ist der Aktionär aber stärker vor einem möglichen Totalverlust, der bei anderen Aktien durch einen abrupten Silberpreisverfall verursacht werden könnte, abgesichert. Etwas bedenklich bei Hecla ist das Verhältnis Reserven zu Produktion. Dies scheint aber auch mit den besonderen geologischen Voraussetzungen der Lucky Friday-Mine zu tun zu haben, bei der wahrscheinlich noch große Ressourcen vorhanden sind, wobei diese aber aufgrund kaum möglicher Schätzungen nicht als „proved and probable“ (zu deutsch: geprüft und wahrscheinlich) angegeben werden können. Generell sind Reserveschätzungen bei Untergrundminen mit hochgradigem Erz deutlich schwieriger, und es werden im Vergleich zu Tagebauprojekten kaum Reserven in die Kategorie „proved and probable“ ge-



schätzt. Hecla hat sich an drei weit fortgeschrittenen Explorations- und Entwicklungsprojekten beteiligt, die in den nächsten Jahren für ein erfolgreiches Ersetzen der Reserven sorgen sollten. Das Unternehmen behält sich vor, Vorabverkäufe oder Hedging-Geschäfte durchzuführen, hat aber die Absicht erklärt, diese auf ein Minimum zu reduzieren. Von in den 70er und 80er Jahren während der letzten Edelmetallhausse erreichten Höchstkursen um 25 bis 35 US-\$ ist Hecla Mining noch weit entfernt.

**Pan American Silver**

Pan American Silver (WKN: 876 617; US-Kürzel: PAAS) wurde in den 90er Jahren mit dem Ziel gegründet, als Investmentvehikel besonders effektiv von einem Silberpreisanstieg zu profitieren. Die Strategie besteht darin, produzierende sowie nicht produzierende Silberunternehmen mit möglichst niedrigen Produktionskosten günstig zu erwerben sowie Exploration zu betreiben. Die Gesellschaft ist fundamental nach den Mineralreserven/-ressourcen betrachtet derzeit niedriger bewertet als die anderen primären Silberproduzenten wie Hecla Mining oder Coeur d'Alène Mines (wird hier nicht besprochen). Pan American Silver sieht sich als junges aggressives, ausschließlich auf den Silberbergbau focussiertes Wachstumsunternehmen. Es ist erklärtes Unternehmensziel, weltgrößter primärer Silberproduzent zu werden. Dieser Schritt soll 2006 erfolgen. Bis 2007 soll die heutige Produktionsmenge von ca. 12 bis 13 Mio. Feinunzen pro Jahr (2004) auf ca. 25 Mio. Feinunzen verdoppelt werden. Außerdem strebt man eine Halbierung der Produktionskosten an. Ob diese Kostenreduktion erreicht werden kann, ist jedoch fraglich, da sich die derzeit steigenden Energiepreise merklich auf das energieintensive Bergbaugeschäft auswirken. Pan American Silver hat die höchsten Silberressourcen aller börsennotierten primären Silberbergbaugesellschaften. Im Jahr 2003 erzielte man durchschnittlich einen Silberverkaufspreis, der leicht unter den Produktions- und Betriebskosten pro Feinunze lag. Das Unternehmen war also nicht in der Lage, profitabel zu arbeiten. Im Jahr 2003 wurde ein Verlust in Höhe von 0,19 US-\$ pro Aktie (Consolidated Financial Statement nach US-GAAP) erwirtschaftet, nach einem Verlust von 0,81 US-\$ pro Aktie im Jahr 2002. Pan American führt normalerweise keine Vorabverkäufe oder andere Termin- oder Hedging-Geschäfte durch. Das Unternehmen bezeichnet sich ähnlich wie Silver Standard Resources als eine „nicht auslaufende Call-Option auf den Silberpreis“. Diese Selbsteinschätzung erscheint zutreffend.

**Nicht produzierende Unternehmen mit großen Silberreserven**

**Silver Standard Resources**

Das in unserem Musterdepot vertretene Unternehmen (WKN:858 840; US-Kürzel: SSRI) hat die Ausrichtung, möglichst große Silber-Ressourcen preiswert zu erwerben sowie Exploration zu betreiben. Hierbei wurden auch Vorkommen erworben, bei denen erst bei deutlich höheren Preisen ein kommerziell lohnender Abbau wahrscheinlich ist. Man hat kürzlich auch physisches Silber gekauft und beteiligt sich an anderen Explorationsgesellschaften. Das Unternehmen hat die zweitgrößten Silberreserven/-ressourcen aller börsennotierten primär auf den Silberbergbau focussierten Unternehmen. Silver Standard produziert derzeit kein Silber, man verfolgt die Strategie, auf einen deutlich höheren Silberpreis zu warten. Deswegen ist ein genauer Blick auf das Zahlenwerk eher wenig aussagekräftig, Silver Standard ist ein Cash Burner – zumindest solange, bis man bei höheren Silberpreisen die Produktion aufnimmt oder Reserven



Explorationsbohrungen in den Anden

zu deutlich höheren Preisen verkauft. Das Unternehmen führt keine Absicherungsgeschäfte durch und plant auch keinerlei Hedging-Aktivitäten in der Zukunft. Silver Standard hat genügend freie Barmittel, um die bestehenden Explorationsprojekte weiterzuverfolgen und weitere Akquisitionen zu tätigen.





**Mines Management**

Die Gesellschaft (WKN:157 794; US-Kürzel: MGN) verfügt über ein außerordentlich großes noch nicht erschlossenes Silber-Kupfervorkommen, das einen theoretischen Wert der vorhandenen Metalle von mehreren Milliarden Dollar aufweist. Geologischen Studien zufolge soll das Montanore-Vorkommen mindestens über 260 Mio. Unzen Silber und über 2 Mrd. Pfund Kupfer enthalten, doppelt soviel wie die Silberreserven in der „proved and probable“-Kategorie von Hecla Mining. Das Projekt liegt in direkter Nachbarschaft anderer Bergbauprojekte im US-Bundesstaat Montana. Allerdings müsste eine große Investition in die Erstellung einer produzierenden Mine erfolgen, für die das Unternehmen weiteren externen Finanzierungsbedarf hat, welches höhere Silberpreise und eine größere Silber- und Kupfernachfrage voraussetzt. Eine erfolgreiche Produktionsaufnahme bei höheren Silber- und Kupferpreisen würde wahrscheinlich eine Vervielfachung des Aktienkurses nach sich ziehen.

Silver Standard Resources hält eine Beteiligung an Mines Management, denkt aber möglicherweise an einen Verkauf. Die Aktie wird in Deutschland kaum gehandelt.

**Avino Silver and Gold Mines**

Dieses Unternehmen (kein Listing in Deutschland; kanadisches Kürzel: ASM.VE; OTC-Kürzel: ASGMF) verfügt ähnlich wie Mines Management über ein sehr großes derzeit stillgelegtes Silber-Bergbauprojekt, das in Mexiko liegt. Im Gegensatz zu Mines Managements Montanore-Projekt ist hier die nötige Infrastruktur schon vorhanden. Diese Mine hat bis 2001 produziert und wurde dann aufgrund der Edelmetallbaisse stillgelegt. Bisher besitzt Avino einen 49 %igen Anteil an der Avino- sowie der Coneto-Mine in Mexiko, nach Gesetzesänderungen soll eine Komplettübernahme eingeleitet werden. Noch drei weitere Explorationsprojekte, allesamt auf Silber focussiert, sind in ihrem Besitz. Bei derzeit wohl kaum einer Silberbergbaugesellschaft bekommt der Investor so große nachgewiesene Silberreserven für den Kaufpreis wie bei Avino Silver and Gold Mines. Avino führt keine Hedging-Aktivitäten durch. Ähnlich wie bei Mines Management würde eine Produktionsaufnahme durch Wiederinbetriebnahme eines der zwei Bergbauprojekte in Mexiko bei höheren Silberpreisen wohl eine große Wertsteigerung nach sich ziehen. Die Aktie wird kaum gehandelt und ist ausschließlich an ausländischen Börsen als kleiner Nebenwert gelistet. Der potentielle Anleger muß sich bei Avino auf eine besonders hohe Volatilität einstellen.

**Fazit**

Von den besprochenen Aktien kann eigentlich ausschließlich Hecla Mining als „sichere“ Langfristanlage empfohlen werden. Alle anderen sind zwingend auf deutlich steigende Silberpreise angewiesen und deshalb als spekulative Investments einzustufen. Für größere Orders ist der Handel an den nordamerikanischen Börsen zu empfehlen. Die beiden letztgenannten Unternehmen sind Small Caps, selbst an ihren Heimatbörsen findet nur ein wenig liquider Handel statt. Hier beinhaltet die besondere Kurschance bei erfolgreicher Produktionsaufnahme im Rahmen einer Silberhaussa auch ein Totalverlustrisiko im Falle einer erneuten Edelmetallbaisse.

Matthias Kemnitz

Anzeige

+++ Top Informationen +++ Top Referenten +++ Top Informationen +++ Top Referenten +++ Top Informationen +++



# Kapital-Anleger-Forum

... die ideale Orientierung für Ihre sichere Altersvorsorge

Anlage-Entscheidungen erweisen sich oftmals als verlustreich und nicht passend zu den persönlichen Zielen. Vernünftiges Investieren wird durch oberflächliche Medienberichte, unqualifizierte Finanzberatung und durch die öffentliche Stimmungsmache erschwert.

Glass & Schmuck bietet dem umsichtigen Kapital-Anleger sechs Geldanlage-Experten aus verschiedenen Anlage-Märkten, die Risiken und Chancen der einzelnen Assetklassen aufzeigen und über sinnvolle Anlage-Strategien referieren.

INHALTE:

- Wohin tendieren die Aktien- und Rentenmärkte?
- Alternative Investments: Eine stabilere Anlage als Aktien?
- Immobilien-, Windkraft- oder Schiffs-Beteiligungen: Wirtschaftlich sinnvoll und wichtig für die Diversifikation?
- Hohe Ertragspotentiale mit Zweitmarkt-Lebensversicherungen?
- Nutzen Sie bereits alle Möglichkeiten der Steuerreduzierung?

**„Anleger werden ist nicht schwer, Anleger sein dagegen sehr!“**

Samstag, 18.09.04

9.30 - 17.00 Uhr

München

Anmeldung: Bis 15.08.04 an Glass & Schmuck GbR, Candidplatz 9, 81543 München, Tel.: 089/66 61 08-0, Fax: 089/66 61 08-11 info@glass-schmuck.de, www.glass-schmuck.de

Teilnahme: 60,- EUR (inkl. Buchgeschenk, Unterlagen und Vollverpflegung)

Wir bieten Ihnen auch regelmäßig Abendvorträge über aktuelle Geldanlage-Themen! [www.glass-schmuck.de](http://www.glass-schmuck.de)

## EXTERNE ANALYSE

# Photovoltaikproduzent SolarWorld

*Hohe Dynamik in prosperierendem Umfeld*

*Von Philipp Spitz, Murphy&Spitz Umwelt Consult GmbH*

Der Kurs der seit 1999 börsennotierten SolarWorld ist seit 15 Monaten sehr stark gestiegen. Vor dem Hintergrund eines boomenden Photovoltaikmarkts in Deutschland Grund genug, die größte deutsche Solaraktie zu betrachten.

## Steigende Umsätze und Margen

Insgesamt hat SolarWorld 150 Mio. Euro Umsatz für 2004 prognostiziert, jedoch bereits 90 Mio. für das erste Halbjahr gemeldet. Wir rechnen mit einem leicht schwächeren zweiten Halbjahr, nachdem in den ersten sechs Monaten zusätzlich zur laufenden Produktion Zellvorräte zu Modulen veredelt wurden. 2004 rechnen wir mit rund 166 Mio. an Erlösen. Für 2005 wird ein Teil der ersten Ausbaustufe der Produktion in Betrieb sein, der Umsatz wird daher die 200 Mio. Euro-Marke deutlich knacken. Der Absatz der bisherigen Produktionskapazität ist dabei bereits vertraglich abgesichert. Ermöglicht wird der Umsatzanstieg durch einen extrem boomenden deutschen Markt, der nach einer Teilanhebung der Einspeisevergütung Anfang 2004 zu einem Nachfrageüberhang insbesondere von Landwirten und von Fondsprojektierern führt. Die geschilderte Marktsituation wird 2004 zu steigenden Margen führen. Von den teils heftigen Preissteigerungen beim Endkunden wird ein Teil der Gewinnmarge im Handel erzielt werden, bei einigen Modulproduzenten sind bereits deutliche Preissteigerungen von 5 % und mehr eingetreten.

## Bewertung dürfte noch günstiger werden

Nach zwei „Verlustjahren“ wird SolarWorld 2004 Gewinn erzielen. Bereits das erste Quartal ist klar positiv gewesen. SolarWorld selbst hat bislang nur die vage Gewinnprognose „im Millionenbereich“ für 2004 geäußert. Eine Konkretisierung der Gewinnprognose auf etwa 6 bis 7 Mio. Euro in Kürze ist wahrscheinlich. Für 2005 rechnen wir zudem mit einer höheren Net-

tomarge durch Verringerung des Overhead-Anteils und geringeren Anlaufkosten neuer Kapazitäten. Die Nettomarge sollte sich 2005 bei 5,1 % einpendeln. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis (2004, 2005) erscheint aufgrund der exzellenten Auftragslage angemessen – weitere Wachstumsdynamik würde zu einer günstigen Bewertung führen.

## Wachstum ohne Mittelaufnahmen möglich

Wir rechnen mit weiterem Wachstum ohne Kapitalerhöhung. Die angekündigte Erweiterung auf 180 MegaWatt Waferkapazität (derzeit 120 MW), 60 MW Zellkapazität (derzeit 30 MW) und 90 MW Modulkapazität (derzeit 50 MW) soll 2005 beendet sein. Neben der Innenfinanzierung werden Investitionszuwendungen (35 %) und Kredite bzw. Schuldverschreibungen die Investitionen stemmen. Wir gehen daher von keiner Verwässerung der Anteile der bestehenden Gesellschafter aus und kalkulieren mit weiterhin 5,775 Mio. Aktien, die eine derzeitige Marktkapitalisierung von ca. 166 Mio. Euro ergeben. Auch nach zwei Verlustjahren stellen sich die Bilanzrelationen als positiv dar: Unter Hinzurechnung der passivierten Investitionszuwendungen liegt die Eigenkapitalausstattung bei rund 50 %. Aufgrund der positiven Unternehmensentwicklung rechnen wir mit einer erneuten Dividende von mindestens 30 Cent je Aktie.

## Ausblick

Der Zugriff auf eigene Vorprodukte dürfte sich in der derzeitigen Marktphase als enorm wichtig erweisen – die Preispolitik bei Vorprodukten kann SolarWorld weitgehend mit Gelassenheit betrachten – und sich über seine starke internationale Stellung bei Wafern freuen, die aufgrund der Kapitalintensität der Produktion nicht leicht von Wettbewerbern aufgebaut werden kann. Das Branchenrisiko der Photovoltaik aufgrund der derzeit

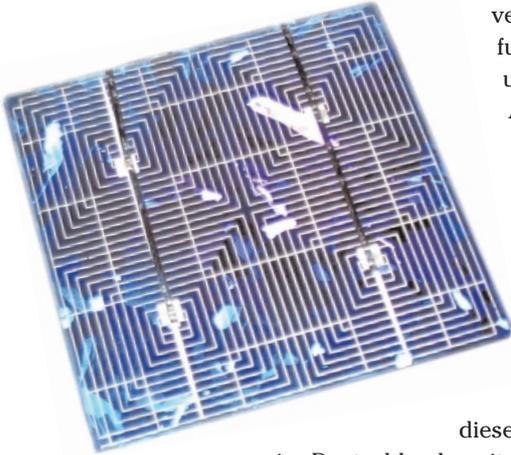


**Philipp Spitz** ist Geschäftsführer der auf Erneuerbare Energien spezialisierten Beratungsgesellschaft Murphy&Spitz Umwelt Consult GmbH. Die von ihm als Geschäftsführer geleiteten Aktienclubs Umwelt Aktiendepot Welt & Deutschland sind derzeit in SolarWorld investiert.

Internet: [www.murphyandspitz.de](http://www.murphyandspitz.de), [www.greencapital.de](http://www.greencapital.de)



bestehenden Förderkulisse bleibt für das Investment jedoch grundsätzlich bestehen. Ohne das zum 1. Januar 2004 in Kraft getretene neue Einspeisegesetz wäre der nun laufende Boom unmöglich gewesen, ohne Einspeisevergütung für Photovoltaik die Existenz von Unternehmen wie SolarWorld bedroht. Das Branchenrisiko reduziert sich jedoch durch die Mobilisierung und Einbindung immer stärkerer Interessengruppen für die Technologie Photovoltaik.



Kurz gesagt: Die mit ihr verbundene Wertschöpfung, Steuereinnahmen und der Aufbau von Arbeitsplätzen mit Schwerpunkt in Bayern, Sachsen, Baden-Württemberg und Thüringen werden im Wahljahr 2006 starke Argumente auch für die politischen Oppositionsfraktionen sein,

diese High Tech-Industrie in Deutschland weiter aufzubauen – und nicht den konkurrierenden Japanern dabei zuzuschauen. Die Unterstützung der CDU/CSU-Fraktion bei der Verabschiedung des Vergütungsgesetzes im November 2003 hat dies bereits ge-

SOLARWORLD AG			
IN ZAHLEN	2003	2004E	2005 E
UMSATZ (MIO.)	98,48	166,60	223,50
KONZERNERGEBNIS (MIO.)	-5,40	6,00	11,40
ERGEBNIS JE AKTIE	-0,94	1,04	1,97
KGV	NEG.	27,1	14,3
KURS	28,15		

Alle Angaben in Euro, 5,775 Mio. Aktien; Stand: 23.7.2004  
Quelle: Murphy&Spitz Umwelt Consult GmbH

zeigt. Die steigende Bedeutung der Photovoltaik für den Strom-Mix der Zukunft zeigt sich auch im Einstieg einer amerikanischen Branchengröße: General Electric hat kürzlich mittels Asset Deal den größten US-amerikanischen Produzenten Astro-Power übernommen.

Die Aktie der SolarWorld wird mit einem durchschnittlichen Tagesumsatz in diesem Jahr von ca. 0,3 Mio. Euro gehandelt. Eine Aufnahme in den TecDax-30 ist erklärtes Ziel und sollte bis 2005 realisiert sein.

**HINWEIS: In der Rubrik „Externe Analyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Studien stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!**

Anzeige

## ERFOLGREICHE TRADING SERVICES

- **Optionsscheine / Knock Out** Produkte Trading: +79% Performance
- Technische Analysen, Sentiment im Minutentakt
- Indices (**DAX Intraday**), Devisen wie Euro / US \$, Gold / Edelmetalle und Einzelaktien
- Optimierte Trading Set Ups für **JEDES** Zeitfenster
- Optimierte Trading Set Ups für **JEDES** Risikoprofil

Die PROFESSIONELLEN Trading Services von **www.Godmode-Trader.de** – der größten Trading Info Plattform im deutsch-sprachigen Raum.

Ein Service der BörseGo GmbH

**www.Godmode-Trader.de**



## EMERGING MARKETS-AKTIE

# Thai Telephone & Telecom (Thailand)

*Telekommunikation gehört in den Schwellenländern weiterhin zu den Wachstumsmärkten. Die Thai Telephone & Telecom (TT&T) ist auf dem boomenden thailändischen Markt ein gewichtiger Anbieter.*

Das Unternehmen hat von der Regulierungsbehörde Telephone Organization of Thailand die Konzession erworben, 25 Jahre lang 1,5 Mio. Festnetzanschlüsse zu betreiben. Die Konzession begann 1993 und endet 2018. Nach Verlustjahren soll spätestens im 4. Quartal 2004 die Gewinnschwelle erreicht werden. Das macht die Aktie interessant.

## Im Festnetz verankert

Die TT&T ist im Festnetz verankert, während große thailändische Telekommunikationskonkurrenten wie Advanced Info Services und Total Access Communications den Mobilsektor abdecken. Neben den Festnetzanschlüssen betreibt TT&T ein Netz öffentlicher Telefonzellen. Für 1 Mio. Festnetzanschlüsse muß das Unternehmen 43,1 % der Bruttoeinnahmen an die Regulierungsbehörde abführen, für die weiteren 500.000 beträgt der Satz 44,5 %. Bereits seit 1997 hat TT&T das Netz komplett ausgebaut. Im Jahreschnitt 2003 waren 1,208 Mio. Anschlüsse vermarktet.

Die Aktie ist extrem gestückelt. Es stehen 2,85 Mrd. Aktien aus. Bei einem Preis von 3,75 Thailändischen Baht (1 US-\$ = ca. 46 Baht) ergibt sich eine Marktkapitalisierung von etwa 260 Mio. US-\$. Für das laufende Jahr werden Umsätze in Höhe von 700 Mio. US-\$ erwartet. Durch die Stückelung sind die Kennzahlen pro Aktie weit rechts vom Komma angesiedelt. Während in 2003 ein Verlust pro Aktie von 0,35 Baht anfiel (ca. 0,009 US-\$), wird für das laufende Jahr ein praktisch ausgeglichenes Ergebnis (-0,1 Baht pro Aktie) erwartet. BNP Paribas sieht für 2005 rund 0,05 Baht und für 2006 dann 0,15 Baht pro Aktie Gewinn.

## Umsatz pro Anschluß steigt

Bei limitierter Anzahl von Festnetzanschlüssen sind der Gewinn neuer Kunden bis zur Vollausslastung sowie der Umsatz

pro Nutzer entscheidend. Durch das neue Angebot günstiger Fernverbindungen konnte seit Jahresbeginn dieser Wert von 470 auf mehr als 510 Baht (11 US-\$) pro Monat verbessert werden. Auch die Nutzerzahl steigt kontinuierlich. 2006 sollen 1,328 Mio. Anschlüsse vermarktet sein.

Politisch wird in Thailand gerade die Deregulierung des Telekommunikationsmarktes angegangen. Da im Februar 2005 aber Wahlen angesetzt sind, hat sich der Prozeß verzögert. TT&T vereinnahmte 2003 ca. 43,6 % aller Erlöse, die börsennotierte Telekommunikationsunternehmen im Land verbuchten. Als größtes Unternehmen mit modernem Netz gilt TT&T als potentieller Gewinner der Deregulierung. Beobachter gehen aber davon aus, daß die Lockerung der Marktmechanismen aber auf alle Fälle kommt.

Verwundbar ist TT&T allerdings aufgrund seiner Verschuldung, die vom Netzausbau herrührt. Momentan profitiert der Telekomanbieter vom generell niedrigen Zinsniveau, das den eigentlich erst für 2005 angepeilten Break Even schon in diesem Jahr möglich macht. Stark anziehende Zinsen würden sich natürlich sofort auf die Gewinnsituation auswirken.

## Fazit

Die Aktien der TT&T sind im Zuge der Talfahrt des gesamten thailändischen Aktienmarktes stark gefallen und liegen nahe eines 52-Wochen-Tiefs. Den Buchwert hat die BNP Paribas mit 4,46 Baht pro Aktie errechnet. Damit hält sich das Rückschlagsrisiko in Grenzen. TT&T ist erfolgreich bei der Vermarktung der noch nicht belegten Anschlüsse, zudem steigt der Umsatz pro Nutzer. Sollten mit der Regulierung weitere neue Angebote möglich werden, hat TT&T die finanzielle Potenz, diese anzubieten und zu bewerben. BNP sieht mehr als 200 % Kurspotential bei der Aktie. Auch wenn uns das deutlich zu optimistisch erscheint, stellt die Aktie eine interessante Depotbeimischung dar, zumal der Titel auch in Deutschland ausreichend gehandelt wird.



Thailand hat viele charmante Facetten



Stefan Preuß

TURNAROUND

# KarstadtQuelle – Totale Neuordnung

*Bei KarstadtQuelle geht es schon längere Zeit darum, den Konzern aus der Krise zu führen. Ganz offensichtlich hat aber erst der Wechsel an der Konzernspitze die Erkenntnis gestärkt, daß nur schmerzliche Einschnitte eine Wende herbeiführen können.*

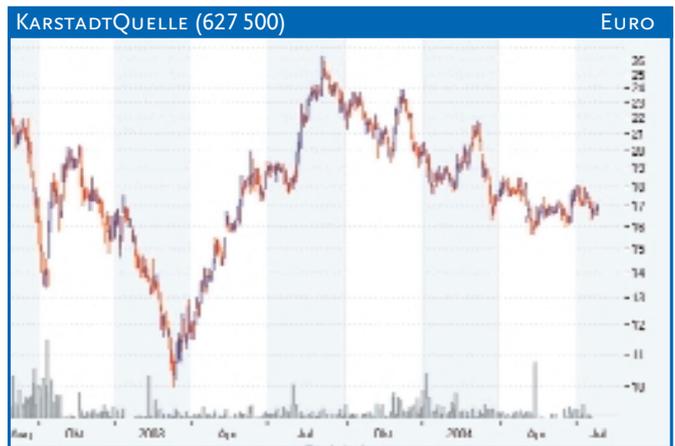
Der neue Vorstandschef Christoph Achenbach steht vor einer schwierigen Aufgabe: Er muß einerseits die Versand- und die Kaufhauskultur miteinander in Einklang bringen, andererseits mit traditionellen Errungenschaften hart ins Gericht gehen. Achenbach hat dem Kunden und dem Aktionär die Frage zu beantworten, was Karstadt besser kann als die immer stärker verbreiteten SB-Märkte oder Discounter. Dem Konzern müssen wieder Alleinstellungsmerkmale zugeordnet werden können, um das altbackene Image und die darauf fußende andauernde Schiefelage zu beseitigen.

### Entwickelte Problemvielfalt

Karstadt erzielt 90 % seiner Umsätze in Deutschland, einem Land, dem die Konsumfreude abhanden gekommen ist. Der Verzicht auf die Expansion ins Ausland verbaute dem Konzern zudem zahlreiche Wachstumsgelegenheiten. Andererseits wird Karstadt vermehrt durch die spezialisierten Billigmärkte unter Druck gesetzt. Ähnliche Ausweichmanöver der Kundschaft sind im Versandhandel in Richtung der Online-Marktplätze zu beobachten. Daneben verzeichnete die mit Lufthansa in einem 50:50 Joint Venture betriebene Touristiktochter Thomas Cook in 2003 einen Rekordverlust. Der Ende Mai ausgeschiedene Vorstandschef Wolfgang Urban war nicht in der Lage, dieser explosiven Mischung ein Umsteuerungskonzept entgegenzusetzen und wurde so durch den ersten „Quelle-Mann“ an der Spitze des 1999 fusionierten Konzerns ersetzt.

### Den Verlusten den Kampf ansagen

Achenbach muß jetzt ein Programm für die Sanierung vorlegen, welches die Marke Karstadt wieder greifbar macht und belebt, das Kerngeschäft reformuliert und die Aktivitäten daraufhin ausrichtet. Bis zum Herbst soll hier konkret gehandelt werden. Karstadt wird sich von einigen seiner über 200 Kaufhäuser trennen, Innenstadt- zugunsten Peripheriestandorten aufgeben und die Belegschaft reduzieren müssen. Daneben ist die Profitabilität je



Kaufhaus zu erhöhen und die Nutzung der Kaufhausflächen zu differenzieren, etwa durch Fremdvermietungen oder Produktpartnerschaften. Auch sollte Karstadt die Versand-, Internet- und Teleshopping-Aktivitäten zusammenlegen und Beteiligungen, die nicht zum Kerngeschäft gehören, veräußern. Bei Thomas Cook ist die Kostenseite aufgrund überteuerter Zukäufe ebenfalls der Hauptansatzpunkt, die Rückkehr zur 40-Stunden-Woche ist sicherlich als erster Schritt zu interpretieren.

### Klappriges Zahlengerüst

Ein Blick auf die Zahlen verrät den aufgestauten Handlungsdruck. Der Umsatz reduzierte sich in 2003 um 3,5 % auf 15,27 Mrd. Euro. Der Überschuß sank auf 108 Mio. Euro nach 162 Mio. Euro in 2002, wobei die Dividendenzahlung aber mit 0,71 Cent je Aktie konstant gehalten wurde. Als Ergebnis je Aktie wies der Konzern 1,01 Euro aus im Vergleich zu 1,40 Euro im Vorjahr. Einzig die Reduzierung der Verschuldung auf 3,3 Mrd. Euro wertet den durchwachsenen Jahresabschluß des vergangenen Jahres geringfügig auf. Für das laufende Geschäftsjahr gab der Konzern noch keine Prognose für das Gesamtjahr ab.

### Fazit

Fundamental spricht praktisch nichts für den Kauf der Aktie, durch den frischen Wind des neuen Vorstandschefs könnte das Papier jedoch den Dreh bekommen. Da das Sentiment für die Aktie inzwischen auf einem Tiefpunkt angelangt zu sein scheint (Anzahl der Kauf- zu Verkaufsempfehlungen 1:14), sind die schlechten Nachrichten offenbar zur Gänze im Kurs enthalten. Der Anleger kann so durch antizyklische Käufe den Zug unter Umständen noch im Bahnhof erwischen, bevor er volle Fahrt aufnimmt.

Tobias Karow

KARSTADTQUELLE AG			
BRANCHE	WARENHANDELSKONZERN		
WKN	627 500	AKTIENZAHL (MIO.)	106,77
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 23.07.04 (EURO)	16,57
MITARBEITER	97.581	MCAP (MRD. EURO)	1,8

	2003	2004E	2005E
UMSATZ (MRD. EURO)	15,3	14,9	14,5
% GGÜ. Vj.	-3,4 %	-2,8 %	-2,4 %
EPS (EURO)	1,01	-0,30	0,60
KUV	0,12	0,12	0,12
KGV	16,4	NEG.	27,6

MUSTERDEPOT

# Schmerzhaft, aber noch zu ertragen

Die Korrektur ist bis Redaktionsschluß in vollem Gange: Im Einklang mit dem Siechtum des Gesamtmarktes hat daher auch unser Musterdepot im Juli nochmals Federn lassen müssen.

So gab der Wert des Musterdepots in den letzten vier Wochen 2,5 % ab, was sich angesichts eines Verlustes von fast 5 % beim Dax allerdings in Grenzen hält. Dabei hatten wir einerseits einen Verlust aus einem kurzfristigen Trading-Versuch mittels Dax-Hebelzertifikat erlitten – zum Glück jedoch nur in einer sehr überschaubaren Höhe –, andererseits zogen wir die Reißleine bei einem unserer beiden deutschen Pharmatitel, Stada Arzneimittel. Dies ist um so schmerzlicher, als wir von den langfristigen Ausichten nach wie vor überzeugt sind, die derzeitig miserable Entwicklung allerdings zum Handeln aufforderte. Fast genauso wenig überzeugend verhalten sich momentan unsere anderen deutschen Positionen aus der ersten Reihe, Münchener Rück und Altana: Sie fielen zuletzt sogar stärker als der Dax. Weil sich beim weltweit größten Rückversicherer inzwischen das Chartbild massiv verschlechtert hat, haben wir sicherheitshalber ein Stop-Loss bei 76 Euro auf Schlußkursbasis gesetzt (siehe Smart Investor Weekly vom 20. Juli 2004).

### Top-Performer bleiben top

Wie sich zeigte, haben unsere Top-Performer Silver Standard Resources, Canadian Natural Resources (CNR), Arques und



BayWa ihrem Namen alle Ehren gemacht: Sie blieben auch im Juli top. Alle vier legten im Berichtszeitraum weiter zu – so viel zum Thema „The trend is your friend“. Unsere Cash-Quote liegt derweil im Vergleich zum Vormonat praktisch unverändert bei 7,3 %. Sie könnte sich erhöhen, wenn in der Zwischenzeit das Stop Loss bei Münchener Rück ausgelöst wird, was unter Um-

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)										STICHTAG: 23.7.2004		
PERFORMANCE: +25,5 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +48,2 %); -2,5 % GG. VORMONAT (DAX: -4,8 %)												
TITEL (LAND)	WKN	STRATEGIE**	STÜCK	KAUF-DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT-ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF		
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.2003	3,90	9,78	9.780	8,4 %	+6,6 %	+150,8 %		
CNR (CAN)	865 114	R	300	18.09.2003	17,00	25,85	7.755	6,7 %	+6,6 %	+52,1 %		
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.2003	16,00	24,30	4.860	4,2 %	+5,6 %	+51,9 %		
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.2003	9,50	12,50	8.750	7,5 %	+2,4 %	+31,6 %		
CANON (J)	853 055	A	150	31.03.2003	32,50	40,68	6.102	5,2 %	-5,7 %	+25,2 %		
HIGHLIGHT (CH)	920 299	S	2.500	26.05.2004	3,24	3,67	9.175	7,9 %	-5,7 %	+13,3 %		
HUANENG POWER (CHI)	892 647	A	300	08.08.2003	22,40	25,11	7.533	6,5 %	-7,6 %	+12,1 %		
NIKKEI HEBELZERTIFIKAT (J)	327 073	A	300	26.05.2004	23,47	23,27	6.981	6,0 %	-13,8 %	-0,9 %		
DR. HÖNLE (D)	515 710	S	700	09.06.2004	6,95	6,80	4.760	4,1 %	-8,7 %	-2,2 %		
INDIEN-ZERTIFIKAT (IND)	256 685	A	250	19.05.2004	28,87	28,17	7.043	6,1 %	+3,9 %	-2,4 %		
HARMONY (SA)	851 267	R	600	16.07.2004	8,74	8,48	5.088	4,4 %	-	-3,0 %		
DURBAN DEEP (SA)	865 260	R	5.000	27.03.2003	2,13	2,03	10.150	8,7 %	-0,5 %	-4,7 %		
ALTANA (D)***	760 080	S	200	25.02.2004	50,93	45,39	9.078	7,8 %	-11,2 %	-10,9 %		
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.2003	3,70	3,28	2.460	2,1 %	-0,6 %	-11,4 %		
MÜNCHENER RÜCK (D)	843 002	S	100	09.06.2004	88,80	76,70	7.670	6,6 %	-13,1 %	-13,6 %		
CHAROEN POKPHAND (THAI)	885 591	A	90.000	24.03.2004	0,088	0,075	6.750	5,8 %	-5,1 %	-14,8 %		
ZARUMA RESOURCES (CAN)	886 597	R	20.000	07.04.2004	0,19	0,119	2.380	2,0 %	-2,5 %	-37,4 %		
AKTIENBESTAND							116.315	92,7 %				
LIQUIDITÄT							9.219	7,3 %				
GESAMTWERT							125.534	100,0 %				

\* am 23.7.2004; in Euro

\*\* Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A=Asien; S=Spezialsituationen)

\*\*\* durchschnittliche Kaufkurse aufgrund des Nachkaufs

ständen noch in den Tagen vor Erscheinen dieser Smart Investor-Ausgabe passieren könnte. Wir behalten uns vor, die dann frei werdende Liquidität wieder erneut zu investieren, eventuell abermals in einen Rohstoff-Titel. Unter diesem Thema stand auch die Wiederaufnahme von Harmony Mining Mitte Juli zu Kursen, die die südafrikanische Goldminengesellschaft seit über zwei Jahren nicht mehr gesehen hatte.

**CNR: nach wie vor attraktiv**

Wie schon angedeutet, bereiten uns zwei unserer drei kanadischen Unternehmen – die im übrigen zufällig alle auf „Resources“ in der Namensendung lauten – große Freude. Die Aktien von CNR notieren auf Allzeithoch, und dennoch ist die Bewertung weiterhin günstig mit einem laufenden Kurs/Gewinn-Verhältnis von unter 10. Kein Wunder, denn das Umfeld für Öl- und Gasexploration ist momentan so gut wie selten zuvor. Erst langsam beginnen Investoren zu realisieren, daß die Energiepreise eben nicht nur kurzfristig nach oben ausgebrochen sind, sondern statt dessen ein neues, erhöhtes Niveau gefunden zu haben scheinen. Mit einer Marktkapitalisierung von 8,5 Mrd. US-\$ handelt es sich bei CNR nicht etwa um einen kleinen Nischenplayer. Innerhalb seiner Peer Group ist CNR einer der profitabelsten und am günstigsten bewerteten. Die Aktien sind auch an deutschen Börsen passabel handelbar.

**Canon: solide Vorstellung**

Fundamental macht uns Canon momentan sehr viel Freude, allein der Kurs reflektiert in keinster Weise die guten Geschäftsaussichten. Der Konzern hat kürzlich die Gewinnprognosen für das Gesamtjahr um 20 % angehoben, was auf die robuste Nachfrage nach Digitalkameras und Tintenstrahldruckern zurückzuführen ist. In beiden Segmenten gehört Canon indes zu den Marktführern. Daneben treibt die Gesellschaft die Kostenreduktion mit Nachdruck voran. Unter den japanischen Blue Chips gehört Canon sicherlich zu denjenigen mit der höchsten Ergebnistransparenz.

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE UND KÄUFE IN DEN LETZTEN VIER WOCHEN				
TITEL	WKN	KURS (EURO)	STÜCKZAHL	PERFORMANCE
DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE				
DAX HEBELZERTIFIKAT	SAL 4NL	1,69	1.200	-44,6 %
STADA ARZNEIMITTEL	725 180	31,72	200	-30,9 %
DURCHGEFÜHRTE KÄUFE				
DAX HEBELZERTIFIKAT	SAL 4NL	3,05	1.200	
HARMONY MINING	851 267	8,74	600	

**Arques Industries: „Krisen-Profitteur“**

Die bayerische Beteiligungsgesellschaft, welche sich auf den Erwerb und die Entwicklung von Konzernabspaltungen und Unternehmen in Umbruchsituationen spezialisiert hat, erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2003 einen Gewinn in Höhe von 5 Mio. Euro. Dank des über Erwarten guten Geschäftsverlaufs wird eine Sonderdividende in Höhe von 1 Euro je Aktie ausgeschüttet. Aufgrund einer vor zwei Monaten durchgeführten Kapitalerhöhung (Erhöhung der Aktienzahl um 26,67 %), durch welche der Gesellschaft über 10 Mio. Euro zuzuflossen, beläuft sich die Marktkapitalisierung nun auf 55 Mio. Euro. Angesichts des momentanen Beteiligungsportfolios – in 2004 dürfte damit ein Umsatz von 110 bis 120 Mio. Euro erzielt werden können –, erscheint eine Umsatzbewertung mit dem Faktor 0,5 mehr als angemessen. Allerdings ist Arques nicht angetreten, um den momentanen Status Quo zu verteidigen, sondern um deutlich zu wachsen. Wir halten daher weiter an dem Titel fest, zumal wir in Arques einen klassischen „Krisen-Profitteur“ sehen.

*Über unseren kostenlosen eMail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir auch kurzfristige Musterdepot-Transaktionen an. Positionsgrößen, Kauflimits oder Stop Loss-Kurse sind somit jederzeit nachvollziehbar. Die Anmeldung für den Newsletter sowie die Veröffentlichung des jeweils neuen Smart Investor Weekly (jeden Dienstag nachmittag) erfolgt auf unserer Homepage [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)*

Anzeige

ArgentumInvest  
Seminare und Vorträge

Gold-und Silberseminar

Berlin 18. September 2004

## MONEYTALK

# „Sinnvolle Akquisitionsziele sind rar“

*Smart Investor im Gespräch mit Marco von Maltzan, Vorstandsvorsitzender des Automobilzulieferers Beru, über Wachstumspotentiale, geistiges Eigentum und Gründe für den jüngsten Kursrücksetzer*

**Smart Investor:** Herr von Maltzan, aus Berus 2003er Zielvorgabe „15x15“ (Umsatz und EBIT-Marge) wurde jetzt „10x10“. Was beeinflusst denn neuerdings das Wachstum und die Profitabilität?

**von Maltzan:** Sie müssen sehen, daß wir auch im letzten Geschäftsjahr ein organisches Wachstum von etwa 10 % hatten, weitere 5 Prozentpunkte Umsatzplus resultierten aus unserer Akquisition des französischen Zündkerzenherstellers Eyquem. Wenn Sie so wollen, sind die Ziele im laufenden Jahr also unverändert: mindestens 10 % organisches Wachstum zuzüglich Konsolidierungseffekte. In Bezug auf die EBIT-Marge gehe ich davon aus, daß Beru vor außerordentlichen Einflüssen proportional zur Umsatzausweitung wird zulegen können.

**Smart Investor:** Auf welchen Märkten oder in welchen Sparten kann Beru denn noch organisch wachsen bzw. läßt sich dies nur über vermehrte Akquisitionen realisieren?

**von Maltzan:** Im Bereich Dieseldieselmotortechnologie, wo wir 45 % unserer Erlöse generieren, sehe ich Beru hervorragend aufgestellt für künftige Herausforderungen: Auf dem westeuropäischen Markt liegt die Penetration von Dieselfahrzeugen bei 44 %, Schätzungen zufolge kann diese innerhalb der nächsten fünf Jahre aber auf 57 bis 58 % steigen. Und gerade die bedeutenden Märkte Deutschland und Großbritannien verfügen noch über Aufholpotential. In Asien und vor allem in Nordamerika sehe ich zudem noch gute Wachstumsperspektiven, wenn auch erst mittel- bis langfristig. Beru hat das Ziel, seine Markt- und Technologieführerschaft zu behaupten.

**Smart Investor:** Der Absatz bzw. die Präsenz von Beru in Asien könnte jedoch höher sein. Der dortige Umsatzanteil ging zuletzt sogar zurück.

**von Maltzan:** Das ist richtig, der Prozentsatz war im letzten Geschäftsjahr auf etwa 8 % leicht rückläufig. Aber hier muß man genau hinsehen: In Südkorea sind inzwischen auch Dieselantriebe für Personenkraftwagen zugelassen, was bislang nicht der Fall war. In China dagegen sind wir etwas zurückhaltend in Bezug auf die Verlagerung von Produktionsstätten, nicht zuletzt aus Sorge vor dem Schutz geistigen Eigentums. Mit unse-

rer Produktionsstätte in Südkorea sind wir meiner Meinung nach derzeit hinreichend in der südostasiatischen Region vertreten.

**Smart Investor:** Für den jüngsten Kursverfall der Beru-Aktie wurde die angeblich nicht optimale Finanzmarkt-kommunikation bei der Rechnungsumstellung von HGB auf IFRS verantwortlich gemacht – zurecht?

**von Maltzan:** Der eine oder andere Analyst ging aufgrund dieser Umstellung von einem höheren Ergebnis aus. Darüber hinaus kam der Wunsch auf, hier früher informiert zu werden. Man kann jedoch erst informieren, wenn man über testierte Zahlen verfügt. Unser Bestreben bei der Umstellung war es ferner, einen konservativen Ansatz zu wählen. Das sehen Sie an der im Vergleich zum Entwicklungsaufwand geringen Aktivierung von Entwicklungsleistungen. Auf der anderen Seite führt die Neubewertung des Sachanlagevermögens aufgrund nach IFRS geänderter Abschreibungszeiträume zunächst tendenziell zu höheren Abschreibungen.

**Smart Investor:** Trotz Ihrer Rekordzahlen bleibt die Dividende allerdings unverändert bei 1,10 Euro je Aktie. Wieso dies, und welche langfristigen Ziele verfolgen Sie in Bezug auf die Dividende?

**von Maltzan:** Unsere Ausschüttungsquote liegt aktuell bei etwa 30 %. Was ich immer auch so kommuniziert habe und auch gerne noch einmal wiederhole, ist, daß wenn Beru in den nächsten zwei Jahren keine größere Akquisition tätigen sollte – für die unsere hohen liquiden Mittel ja zur Verfügung stünden –, wir durchaus z.B. eine Sonderausschüttung an unsere Aktionäre in Betracht ziehen werden. Derzeit, soviel kann ich Ihnen verraten, haben wir kein konkretes Akquisitionsziel im Auge. Beru wird sich nur verstärken, wenn wir ein sinnvolles Zielobjekt finden, das über eine ähnlich hohe Ertragskraft wie Beru verfügt. Und die sind rar.

**Smart Investor:** Herr von Maltzan, vielen Dank für das Gespräch.



Marco von Maltzan



Zündendes Kerngeschäft

Interview: Falko Bozicevic

BUY &amp; GOOD BYE

## Buy: Lufthansa



Beim Blick auf das Chartbild des deutschen Luftfahrtkonzerns könnte man meinen, das Unternehmen befände sich im Sinkflug, und das, obwohl die Zahlen für das erste Halbjahr genau das Gegenteil implizieren. So stieg die Zahl der mit der Kranich-Airline beförderten Fluggäste im Vergleich zum Vorjahr um 11,9 %, wobei der Sitzladefaktor, die maßgebliche Größe im Passagierverkehr, um 2 % auf 73,4 % anwuchs. Auch im Frachtbereich setzte sich die Erholung parallel zur Weltwirtschaft fort, allerdings stammt der Zuwachs von 9,5 % in diesem Geschäftsfeld fast ausschließlich aus China. Auf den Kurs gedrückt haben vor allem die hohen Kerosinpreise und die Kapitalerhöhung um 751,8 Mio. Euro, die für den Kauf des neuen Super-Airbus A 380 verwendet werden soll. Fraglich ist in diesem Zusammenhang, ob der neue Flieger wirklich die Erwartungen des Konzerns erfüllen kann, denn langfristig gestaltet sich das Bild für die Luftfahrtbranche insgesamt durchaus schwierig, da es allgemein an Schubkraft zu mangeln scheint.

Nicht zuletzt macht uns aber der momentan abhanden gekommene Glaube an die Revitalisierung der Branche Mut, so daß es mittelfristig zu einer Aufwärtsreaktion bei den Airline-Aktien und allen voran einem der bestpositionierten Vertreter seiner Branche kommen kann. Die Zahlen der amerikanischen Delta Airlines und der darauffolgende Kurssprung haben gezeigt, wie niedrig die Erwartungen an die Luftfahrtunternehmen inzwischen ge-

worden sind. Unterstellt man nun noch einen Abverkauf, und genau das zeigt der Chart sehr deutlich, dann ist auch in der Aktie des Branchenprimus durchaus ein zeitlich begrenztes Potential nach oben enthalten. An der strukturellen Krise der Branche ändert eine kurze Verschnaufpause allerdings wenig, denn die riesigen Überkapazitäten, das preisbewußtere Buchen der Passagiere und der Frontalangriff der Billigflieger setzen einem Netz-Carrier wie der Lufthansa, aber auch British Airways oder Air France, ganz erheblich zu. Zusammengefaßt bietet die gebeutelte Lufthansa-Aktie dem eher kurz- bis mittelfristig agierenden Investor eine gute Gelegenheit.



## Good Bye: SCM Microsystems

Das TecDax-30-Unternehmen beweist immer wieder aufs Neue, wie schwierig es für einen ehemaligen Highflyer sein kann, einmal verlorenes Anlegervertrauen wieder zurückzugewinnen. Dabei böte das Geschäftsmodell, also die Entwicklung und Produktion von Zugangssystemen für die digitale Kommunikation, genügend Möglichkeiten, die Investoren von der Zukunft des Konzerns zu überzeugen. Immerhin schreitet die Digitalisierung der Lebenswelt in atemberaubendem Tempo voran. Abnahmeverträge wie mit der koreanischen CJ Cable Net oder der Northrop Grumman-Tochter Logicon lassen die Anteilseigner immer für kurze Zeit den Glauben an die Gesellschaft wiederfinden. Meist sind es aber die enttäuschenden Geschäftszahlen, die die Anleger in Scharen aus der Aktie flüchten lassen. Dieses Wechselspiel und die fast schon chronische Prognoseunsicherheit machen dem Kurs den Garaus und treiben ihn wieder in Richtung seines Allzeittiefs bei 2,30 Euro aus dem Frühjahr 2003.

Mit den Zahlen für das zweite Quartal des laufenden Geschäftsjahres schlug SCM in genau die oben skizzierte Kerbe, denn an einer Gewinnwarnung kam man abermals nicht vorbei. So liegen die tatsächlichen Umsätze schon wieder etwa 10 bis 20 % unter dem ursprünglich prognostizierten Wert von 13 bis 15 Mio. Euro, wobei vor allem die Abschreibungen für Anlaufschwierigkeiten

bei einem neuen Produkt in Höhe von 2,5 bis 3 Mio. Euro schwer wiegen. Auch sprach das Management von einem weiterhin schwierigen Marktumfeld. Auf dem dadurch erreichten Kurslevel bieten sich spekulativ geneigten Anlegern sicherlich Chancen, sollten doch die negativen Nachrichten im Kurs eingearbeitet sein. Leider beweist SCM immer wieder das Gegenteil, weshalb wir nur davon abraten können, die Aktie vor dem Hintergrund der verzwickten Lage einzusammeln.



## KOLUMNE

## Explodiert der Silberpreis?

Von Hans Jörg Müllenmeister

Alles verfügbare Silber dieser Welt – das „Gold des kleinen Mannes“ – hätte Platz in einer massiven 30-m-Kugel. Eine ruhige Kugel schob Silber zu keiner Zeit, denn immer schon war es ein quicklebendiges Investment; nicht erst damals, als sein Preis von Januar 1976 bis Januar 1980 von 3,81 US-\$ auf über 50 US-\$ explodierte. Seit dieser manipulierten Haussespekulation (Corner-Bildung) durch die texanischen Feistlinge, die Gebrüder Hunt, verkam der Silberpreis um rund 90 % auf etwa 4 US-\$.

Konzentrieren wir uns auf morgen, denn der Hunts gibt es heute viele. Das sind milliardenschwere Langfristinvestoren, die diesen engen Weltmarkt leicht aus ihrer Portokasse „managen“. Besser gesagt, sie könnten den ganzen Silberweltmarkt kaufen. Wundersamerweise ist das bisher noch nicht geschehen. Der 1997 von Warren Buffett für etwa 1 Mrd. US-\$ erworbene Silberberg von etwa 130 Mio. Unzen dürfte sich ebensowenig in Luft aufgelöst haben wie die Aktienbeteiligungen eines Bill Gates oder eines George Soros an nordamerikanischen Silberminen wie Apex Silver oder Pan American Silver.

Da mag es einen Circulus vitiosus geben: Buffett ist Hauptaktionär bei Gillette mit der Firmtochter Duracell. Das Tochterunternehmen beschäftigt sich seit Jahren mit der Forschung auf dem Gebiet der Silber-Zink-Batterien; diese versprechen eine hohe Kapazität bei gleichzeitig guter Spannungskonstanz. Das wäre eine neue industrielle Applikation für Silber. Abermillionen der Silber-Zink-Batterien würden weltweit für viele Anwendungen nachgefragt wie Satelliten- und Mobiltelefone, Laptops usw. Wäre es da nicht klug, so einen Silberberg zu besitzen? Mr. Buffett hat ihn „zufällig“, er ist klug und weitsichtig dazu.



Ob die Fotoindustrie als Hauptabnehmer deutlich weniger Silber benötigt aufgrund der verstärkt aufkommenden Digitalfotografie, mag dahin gestellt sein. In der Industrie steigt der Bedarf an Röntgenfilmen für die Materialuntersuchung auf Basis von Halo-

Gediegenes Silber, ausgeprägt als Drahtsilber und Silberlocke  
Quelle: LAPIS-Archiv,  
Chr. Weise-Verlag, München



**Hans Jörg Müllenmeister** war von 1966 bis 1996 in der Elektroindustrie im Bereich Technische Dokumentation tätig, seit 1978 als Diamantgutachter und Edelsteinfachmann, spezialisiert auf das Studium von Edelstein-Einschlüssen. Er ist Autor mehrerer Edelsteinbücher und seit acht Jahren freier Publizist auf dem Gebiet Sachwertanlagen, Edelmetalle, Edelsteine und Diamanten.

gensilberkörnern. Kein anderes Metall macht dem Silber seinen angestammten Platz streitig als guter Leiter für Elektrizität oder als Reflektor für Wärmestrahlen. Dem Edelmetall Silber erschließen sich indessen neue Applikationen. Wegen seiner entkeimenden Wirkung wird es z.B. für die Wasserwirtschaft und in der Medizin zunehmend interessant. Mittelfristig wird Silber als „kleiner Bruder“ des Goldes dank seiner Bedeutung als spekulatives Investment im Preis dramatisch steigen, und nicht wegen der industriellen Nachfrage.

Seit Jahren wird von berufener Seite gerätselt, wieviel physisches Silber denn tatsächlich verfügbar wäre. Die Silberlagerbestände von einst mit 10 Mrd. Unzen sind durch die ständige Nachfrage auf weit unter 1 Mrd. Unzen zusammengeschmolzen. Allein Indien kauft pro Jahr 3.500 Tonnen Silber. Die gesamte Silbernachfrage ist etwa 80 % höher als die Minenproduktion, dies bei wachsendem Angebotsdefizit. Das ist ein entscheidender Haussefaktor. Die Angaben von Rothschild und Konsorten zum Silberbestand und zur Nachfrage fallen sehr unterschiedlich und nebulös aus. Ein weiteres Rätsel: Wieviel Silber hat China noch? Zur Zeit muß man 61 Unzen Silber geben, um als Preisäquivalent eine Feinunze Gold zu erhalten. Eine krasse Unterbe-

wertung, denn zur Edelmetall-Hochzeit 1980 waren dafür nur 17 Unzen erforderlich. Inflationsbereinigt liegt Silber in der Nähe seines Tiefpunktes der letzten 100 Jahre.

Der erholte marode Silbermarkt steht 24 Jahre nach seiner größten Hausse vor einem fundamentalen Wandel, da auch die Minen weniger Silber erzeugen. Silbererz wird nämlich nicht wie meist Gold „reinrassig“ gefunden, sondern als naturgegebenes „Zubrot“ mit anderen Metallen wie Kupfer, Blei und Zink. Diese Metalle wurden noch vor einigen Jahren von der Industrie immer weniger nachgefragt. Minen wurden in ihrer Produktion heruntergefahren oder ganz geschlossen. Der silberne Erzbegleiter verminderte sich damit zwangsläufig. Weltweit gibt es wenige klassische Silberminen, wohl aber mehr als Tausend Goldminen. Zwar kommt Silber in der Erdkruste zwanzigmal häufiger vor als Gold; in gediegener, metallischer Form ist es aber seltener. Dieser Seltenheit zum Trotz wurde 1466 ein reinrassiges Silbermonster im Erzgebirge entdeckt. Das war der berühmt gewordene Silbertisch: der größte Silberkoloß aller Zeiten mit einem Gewicht von über 20 Tonnen. Eine andere kuriose Geschichte stammt aus der Neuzeit: Aus Ärger über einen frechen Fuchs, der sich über seinen Proviant in der kanadischen Wildnis hermachte, warf einst ein Hufschmied seinen Hammer. Er verfehlte zwar den Fuchs, die Aufschlagstelle am Boden glänzte aber verdächtig silbrig auf. Der Werfer hatte eine ergiebige Silberader entdeckt, die er eilfertig für 30.000 US-\$ hergab. In den nächsten Jahren förderte man 1.000 mal mehr Silber zu Tage als es dem Verkaufspreis entsprach.

Die exorbitanten Kurssteigerungen am Silbermarkt, vor allem bei reinen Silberminen, lassen erahnen, welche Kurspotentiale in einer Coeur d'Alène, Silver Standard oder spekulativer im Silber-Explorer Western Silver stecken. Diese kanadischen Minen waren die Gewinner der jüngsten Bullenmarkt-Etappe auf dem Weg zum Jahrhundertpreisgipfel. Dabei hat die Rohstoff-Hausse erst das Basislager erreicht, um von hier den Preisgipfel zu erstürmen.

Der Silbermarkt ist zwanzigmal enger als der Goldmarkt und damit hauseträchtiger. Man kolportiert, daß das US-Schatzamt für Neuprägungen des 1-Unzen-Silber-Eagle Silber an der Comex kaufen muß, da keine strategische Silber-Reserve mehr besteht.

Mittelfristig wird man durch Derivate das Angebot/Nachfrage-Verhältnis nicht mehr stark verfälschen können. Ausgehend von einer größer werdenden fundamental begründeten Nachfrage aus der Industrie wird der Silberpreis durch die steigende Nachfrage aus Asien gestärkt, aber letztlich durch die weltweit angefachte Spekulation in die Höhe schießen. Das Familien-Tafelsilber von einst wurde in der Hausse von 1980 durch private Entloftung auf dem Altar des schnöden Mammon geopfert. Außerdem: Neue Silberminen lassen sich nicht in kurzer Zeit erschließen und aus dem Boden stampfen. Einen automatisch nachfließenden Silberstrom auf der Angebotsseite kann es daher nicht geben, weder aus der Minenproduktion noch aus dem Recycling-Bereich. Silber ist ganz einfach knapp.

#### Was kann der Silberspekulant mit der Botschaft „Silber ist knapp“ anfangen?

- Er legt sich z.B. legal steuerfrei ein Metallkonto in der Schweiz zu. Dies mit dem Vorteil, daß er auch sein Silber auf Termin verkaufen kann, um einen Zinsertrag zu erzielen; er kann Calls schreiben, um damit Prämien zu kassieren. Das Metallkonto „atmet“ eins zu eins mit der Entwicklung des Silberpreises.
- Der Investor kann die fällige Edelmetall-Konsolidierung abwarten und in das Silber Quanto-Zertifikat der ABN Amro Bank WKN 239 647 einsteigen. Die Vorteile: Kein Währungsrisiko (Quanto) gegenüber sinkendem Dollar, geringer Spread zwischen An- und Verkauf, direkte Kopplung an die Silberpreisentwicklung.

Bei Silberminenaktien ist man vom Wohlergehen der Mine abhängig. In den USA ist ein steigender Kapitalzufluß in Edelmetall-Fonds, also auch in Silber, zu beobachten. Diese Nachfrage wird früher oder später zu einem Flaschenhalseffekt, zu einer Preisexplosion führen.

Noch schläft der „Silber-Vulkan“. Die ersten scharfen Kursanstiege bei kanadischen Silberminen können als Grollen vor dem Ausbruch des Silber-Vulkans gewertet werden. Würde der Silberpreis auf seine historische Relation zum Goldpreis gleichziehen, müßte er um das Vierfache steigen. Es gilt einen wichtigen Aspekt zu beachten: Privat „gesichertes“ Gold im Banksafe kann von einem fast bankrotten Staat „annektiert“ werden. Dazu gibt es historisch belegte Beispiele. Silber dagegen blieb erfahrungsgemäß vor dem Zugriff des Staates verschont. Über Jahre gesehen kann ein größeres Bankschließfach zur Hortung einer größeren Silbermenge beachtliche Kosten verursachen. Was spricht dagegen, seinen großen Silberschatz im trauten Heim, in Folie verpackt und einbetoniert dem Ganovenzugriff preiswert zu entziehen? Am Tag X, nach eklatantem Preisanstieg, ist dann allerdings der Preißlufthammer fällig. In der Endphase der kommenden Hausse werden beide Edelmetalle Hand in Hand den Preisgipfel erstürmen – wie 1980. Ungewiß ist, wann in diesem Jahrzehnt das „Gold des kleinen Mannes“ sein historisches Preismaximum von 50 US-\$ übertrifft. Silber wäre aber nicht Silber, wenn es nicht elegant über seinen „alten“ Schatten spränge.

Größte bekannte Bergkristallgruppe der Welt mit 3 x 2 x 2 Metern Umriß und 8 Tonnen Gewicht; gefunden in Hot Springs, West Kansas. Heute im Kristall-Museum in Riedenburg/Altmühltal zu besichtigen.



## INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

## „Entscheidend ist, was Sie erreichen wollen“

*Smart Investor im Gespräch mit John A. Bollinger von Bollinger Capital Management, Inc., über Technik, Fundamentales und Menschliches*

**Smart Investor:** Mr. Bollinger, wann kamen Sie erstmals mit der Börse in Berührung?

**Bollinger:** Mein Interesse für die Börse wurde geweckt, als ich als kleiner Junge einige Aktien geschenkt bekam – von einer Gesellschaft übrigens, die später bankrott machte. Dies lehrte mich gleich zu Anfang, daß es in diesem Metier Risiken gibt. Aber erst mit Ende Zwanzig, ich arbeitete inzwischen als Kameramann in der Filmindustrie, begann ich mich ernsthaft für die Börse zu interessieren. Ich hatte das große Glück, einen der ersten Mikrocomputer für einen Teilbereich meiner Arbeit zu erhalten, und schon bald beschäftigte ich mich mehr mit dem Computer und der Aktienanalyse als mit dem Film.

**Smart Investor:** ...und was weckte Ihr Interesse an der Technischen Analyse?

**Bollinger:** Die entscheidenden Impulse für meinen Werdegang als „Techniker“ erhielt ich – wie so viele – aus den Unzulänglichkeiten der Fundamentalanalyse. Man kann eben eine Aktie durchaus fundamental zutreffend einschätzen und trotzdem hinsichtlich der Kursentwicklung falsch liegen.

**Smart Investor:** Damals schienen alle ernsthaften Analysten noch fundamental ausgerichtet zu sein, heute dagegen sieht man fast nur noch Techniker...

**Bollinger:** ...ich denke, das war niemals wirklich der Fall. Selbst damals, als es vermeintlich nur Fundamentalanalysten gab, beachteten viele dieser Leute ihre Charts. Sie hatten sie in der Schublade und schielten darauf, bevor sie antworteten, aber sie argumentierten nicht mit dem Chart. Heute spielen die Leute dagegen ihr fundamentales Wissen herunter. Die Wahrheit liegt irgendwo dazwischen. Wie Sie vielleicht wissen, habe ich vor ca. 20 Jahren den Ausdruck „Rationale Analyse“ geprägt, also die Vereinigung der Regeln der Technischen Analyse und der Fundamentalanalyse. Der „smarte Investor“ ist derjenige, der die besten Werkzeuge aus beiden Bereichen verwendet.

**Smart Investor:** ...und welches sind diese „besten“ Werkzeuge?

**Bollinger:** Zunächst einmal müssen wir heute auch die quantitative Analyse und die Behavioral Finance berücksichtigen. Grundsätzlich denke ich, daß die besten Werkzeuge ziemlich einfach sind. Wenn Sie einen Zimmermann fragen, welches wohl seine besten Werkzeuge seien, wird der eine vielleicht eine Säge und der andere einen Hammer nennen, immer abhängig davon, welche Arbeiten erledigt werden sollen. Dasselbe gilt für Börsianer. Während kurzfristige Spieler auf Momentumsindikatoren achten, sind für Investoren mit einem mehr mittelfristigen Horizont trendfolgende Indikatoren wichtiger. Im fundamentalen Bereich

werden die „Performance-Leute“ immer auf das Gewinnwachstum und dessen Vorhersage achten, während Langfristanleger sich mehr um die Werthaltigkeit („Value“) sorgen und beispielsweise das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) analysieren. Entscheidend ist, was Sie erreichen wollen.

**Smart Investor:** Sprechen wir über die von Ihnen entwickelte Methode der Bollinger Bänder (vgl. Abb. 1); was sind die weitverbreitetsten Mißverständnisse bei deren Anwendung?

**Bollinger:** Die drei großen Mißverständnisse sind, daß eine Berührung des oberen Bandes automatisch ein Verkaufssignal auslöst oder eine Berührung des unteren Bandes automatisch ein Kaufsignal; ebenso die Ansicht, daß ein Durchkreuzen des mittleren Bandes eine Bedeutung hätte – falsch, falsch und noch mal falsch! Die Leute greifen irgendeinen Chart heraus, sehen eine Aktie, die während eines Aufwärtstrends häufig das obere Bollinger Band berührt, und wenden sich angesichts der „vielen schlechten Verkaufssignale“ enttäuscht ab. Die etwas neugierigeren Anleger aber, die die Zeit und Bereitschaft zum Lernen mitbringen, werden herausfinden, daß dieses Kursverhalten genau den Erwartungen entspricht. Sie werden ferner herausfinden, daß Bollinger Bänder vor allem die Frage beantworten, ob die Kurse – relativ betrachtet – hoch oder niedrig sind. Wer diese Antwort kennt, kann rationale Entscheidungen treffen.

**Smart Investor:** Ist unter den aktuellen Marktbedingungen eine bestimmte Anwendungsweise der Bollinger Bänder zu bevorzugen?



**John Bollinger** ist heute einer der bekanntesten und gefragtesten Technischen Analysten der USA. Der „Erfinder“ der Bollinger Bänder berät über seine Firma, Bollinger Capital Management, Inc., Institutionelle und Privatanleger auf den Gebieten Technische Analyse und MoneyManagement. Daneben gibt er mit dem „Capital Growth Letter“ einen vielbeachteten Börsenbrief heraus und unterhält eine umfangreiche Internetpräsenz ([www.bollingerbands.com](http://www.bollingerbands.com)). Sein Buch „Bollinger-Bänder“ ist im Jahre 2003 im FinanzBuch Verlag auf deutsch erschienen.

**Bollinger:** In meinem Buch „Bollinger-Bänder“ haben wir drei verschiedene Methoden diskutiert: Ausbrüche aus engen Handelsspannen (Volatilitätsmethode) funktionieren sowohl in Trendmärkten als auch in trendlosen Märkten. In beweglichen, aber trendlosen Märkten erhält man zudem gute Signale nach der Umkehrmethode, also z.B. dem Kauf überverkaufter Titel. Die Trendfolge-Methode ist dagegen in trendlosen Märkten problematischer. Dennoch, keiner dieser Ansätze bricht im falschen Marktumfeld vollkommen zusammen – sie sind dann lediglich weniger effektiv. Ich selbst habe mich am intensivsten mit Ausbrüchen aus engen Handelsspannen („Squeeze“) beschäftigt.

**Smart Investor:** Daneben haben Sie das GroupPower-Projekt ins Leben gerufen...

**Bollinger:** Ich war immer der Auffassung, daß es wichtiger ist, die richtigen Gruppen und Sektoren herauszufinden, als die richtigen Aktien. Da die herkömmlichen Branchenstrukturen leider nicht für die Bedürfnisse von Anlegern konstruiert sind, mußte ich eine eigene Struktur aufbauen. Ich bediente mich dabei natürlich der Rationalen Analyse: Neben der fundamentalen Beschreibung der Sektoren, Branchen und Aktien testete ich die Korrelation jeder einzelnen Aktie mit der jeweiligen Gruppe. Wenn sich eine Stahlaktie nicht wie eine Stahlaktie verhielt, kam sie in eine Extragruppe mit dem Titel „Stahl nicht korreliert“.

**Smart Investor:** Sie lösten also das Problem, daß interessante Aktien in uninteressanten Gruppen leicht übersehen werden?

**Bollinger:** Richtig. Auf diese Weise bekommt man ein Gefühl für die Branchen- und Sektorrotation im Aktienmarkt – und zwar ohne das Rauschen, das in den herkömmlichen Branchen- und Sektorstrukturen enthalten ist.

**Smart Investor:** Gibt es Analysetechniken, die Sie heute für allgemein über- bzw. unterschätzt halten?

**Bollinger:** Ich kann wenig hinsichtlich über- oder unterschätzter Methoden sagen. Allerdings könnte ich selbst die sogenannten strukturierten Ansätze, wie Gann und Elliott, nie wirklich meistern – das ist ziemlich frustrierend. Ich fühle mich einfach mit den mehr numerischen Ansätzen wohler, zumal wenn ich deren Aussagekraft statistisch testen kann. Nur hierdurch bekomme ich das nötige Vertrauen in einen Ansatz. Ich bin in dieser Hinsicht allerdings nicht sonderlich streng, weil ich denke, daß Trading stets eine Kombination aus Kunst und Wissenschaft ist. Sie bedürfen daher der Einsicht, daß Sie angesichts der hohen Komplexität und Geschwindigkeit der Märkte ohne Intuition – die Kunst, wenn Sie so wollen – keinen dauerhaften Erfolg haben werden.

**Smart Investor:** Vertrauen ist ein gutes Stichwort. Empfehlen Sie die individuelle Anpassung der Instrumente auch deshalb, weil man nur so das nötige Vertrauen in „seine“ Instrumente haben kann?

**Bollinger:** Ich denke, daß niemand mit den Indikatoren eines anderen erfolgreich arbeiten kann. Sie benötigen vielmehr Indikatoren und Techniken, die auf Ihre persönliche Risikoneigung und Ertragserwartung abgestimmt sind. Falls Sie die von einem Ansatz produzierte Volatilität und/oder Aktivität über- bzw. unterfordert, werden Sie bei der Umsetzung scheitern, selbst wenn er theoretisch „perfekt“ ist.

**Smart Investor:** Zur aktuellen Situation. Wenn wir ein paar Jahre in die Zukunft blicken, welche Gruppen erscheinen Ihnen interessant?

**Bollinger:** Wir werden bis zum Ende dieses Jahrzehnts eine gewaltige Gruppen- und Sektorrotation sehen. Praktisch jeder Sektor wird einmal seinen „großen Tag“ haben. Ich glaube also nicht, daß man in diesem insgesamt korrektiven Umfeld erfolgreich Sektoren oder Gruppen auf lange Sicht herauspicken kann. Auf Sicht von jeweils ein bis zwei Jahren wird dies jedoch mit sehr gutem Erfolg möglich sein. Nachhaltigere Entwicklungen ergeben sich

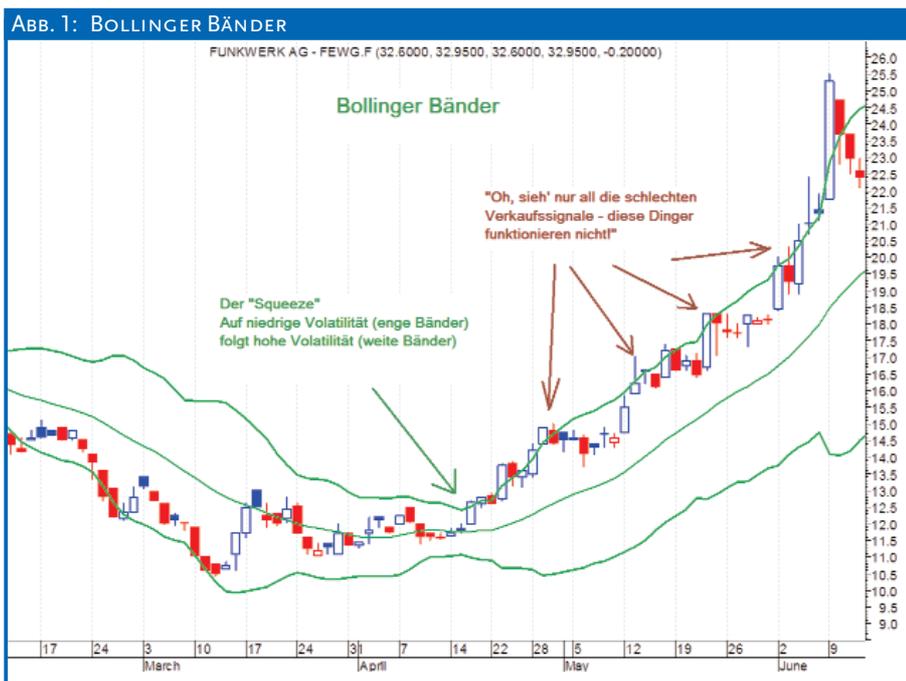
hinsichtlich der Dimension Unternehmensgröße und der Frage Wachstums- oder Value-Aktien. Wir favorisieren derzeit kleinere Titel und Value-Aktien.

**Smart Investor:** Haben Sie aktuell eine Meinung zu den Edelmetallen?

**Bollinger:** Ich denke, daß der langjährige Bärenmarkt in den Edelmetallen vorüber ist und daß die Chancen auf höhere Edelmetallpreise gut stehen. Silber hat jedoch mit der Rallye auf 8 US-\$ je Feinunze zunächst einen Großteil seiner Energie erschöpft. Der Silbermarkt wird daher einige Zeit benötigen, während derer das Interesse für diese Anlagen wieder etwas einschlafen sollte. Genau dies wird aber die Bühne für einen neuen großen Schub nach oben bereiten.

**Smart Investor:** Mr. Bollinger, vielen Dank für dieses Gespräch.

Interview: Ralph Malisch



Bollinger Bänder – der Abstand zwischen oberem und unterem Band verändert sich mit der Volatilität des Kursverlaufs.

BUCHBESPRECHUNG

# Der große Ausverkauf

Wie die Bush-Regierung Amerika ruiniert

Princeton-Professor und New York Times-Kolumnist Paul Krugman (der „Michael Moore der Intellektuellen“) spricht bzw. sprach Klartext. Sein neuestes, Anfang 2004 erschienenes Buch ist eine Sammlung seiner Kolumnen seit der Machtübernahme des Weißen Hauses durch George W. Bush. Eigentlich ist Krugman ausgewiesener Spezialist für Wirtschaftsfragen: Unter der Regierung Clinton übte der Wirtschaftswissenschaftler eine Beraterfunktion aus. Die jüngsten politischen Entwicklungen zwangen ihn aber quasi dazu, sich mehr und mehr die amerikanische Innenpolitik der Nachfolgeregierung vorzuknöpfen. Deren Credo „Steuern senken und Kriege führen“ eröffnet zweifellos eine breite Angriffsfläche. Und Krugman bringt sachdienliche Hinweise jeglicher Couleur zur „Verbrechensbekämpfung“.

Das blieb nicht ohne polemische Seitenhiebe. Auch der Untertitel – vielleicht auch nur eine verlagsbedingte Einwirkung – springt merklich auf den Zug des Auf-den-Bus(c)h-Klopfens auf, unberechtigt oder nicht. Diverse Wiederholungen in Krugmans Chronik, wenn man so will: eine Fehlersammlung der derzeitigen US-Regierung, machen das Lesen nicht immer zu einem ungestörten Vergnügen. Nicht zuletzt muß ihm bescheinigt werden, eventuell den Wald vor lauter Bäumen nicht mehr zu sehen: Viele Entwicklungen in den USA sind wohl eher systemimmanent und – womöglich – doch nicht nur rein Bush-spezifisch. So gibt Krugman seiner Zustandsbeschreibung eine hoffnungsfrohe Note mit auf den

Weg, sollte die Regierung („Radikalist“, „Statthalter der Neuen Rechten“) irgendwann wieder wechseln. Seine diagnostizierte Schwarz-Weiß-Trennung mutet nicht zu unrecht ein wenig professoral an.

Mit seinem Optimismus reiht er sich jedoch just dort ein, wo der Anwärter in spe auf den Wirtschaftsnobelpreis zuvor seine niederschmetternde Kritik ansetzte. Fazit: Krugmans Buch ist lesenswert, keine Frage. Unter den messerscharfen Systemkritiken gibt es unserer Auffassung nach jedoch aktuellere und – um ehrlich zu sein – durchaus brillantere.

„Der große Ausverkauf“  
von Paul Krugman; Campus Verlag, 2004;  
259 Seiten, 21,90 Euro

Eine fünfseitige Zusammenfassung/Rezension dieses Buches kann auf [www.getabstract.de](http://www.getabstract.de) heruntergeladen werden.



Anzeige



**Der Libero**  
unter den  
Meinungsbildnern:

[www.ef-magazin.de](http://www.ef-magazin.de)

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
AACo	755 319	7
ALTANA	760 080	36
ARQUES INDUSTRIES	515 600	36
AWB	755 319	7
BAYWA	519 406	36
BERU	507 210	38
BHP BILLITON	873 981	7
CANADIAN NATURAL RESOURCES	865 114	36
CANON	853 055	36
CENTENNIAL COAL	907 723	7
CROESUS MINING	871 679	7
HECLA MINING	854 693	29
JUBILEE MINES	884 326	7
KARSTADTQUELLE	627 500	35
LUFTHANSA	823 212	39
MACARTHUR COAL	675 540	7
MINES MANAGEMENT	157 794	31
MÜNCHENER RÜCK	843 002	36
NESTLÉ	883 723	24
NEWCREST MINING	873 365	7
NUMICO	856 176	24
PAN AMERICAN SILVER	876 617	30
PERILYA	876 505	7
RIO TINTO	855 018	7
SAB MILLER	891 295	24
SCM MICROSYSTEMS	909 247	39
SILVER STANDARD RESOURCES	858 840	30, 36
SOLARWORLD	510 840	32
STADA ARZNEIMITTEL	725 180	36
THAI TELEPHONE & TELECOM	891 489	34
UNILEVER	860 028	24

## Vorschau

### auf Smart Investor 9/2004

#### Anatomie der Blase

Zustandekommen und Platzen von „Bubbles“

#### Asien & China

Schon zu spät für einen Einstieg?

#### Abfindungswerte

Hohe Renditechancen bei geringem Risiko

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage für Abonnementwerbung für die Zeitschrift „Der Falkenbrief“, Bonn, bei.

## IMPRESSUM

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 8 (August)

#### Verlag:

Smart Investor Media GmbH  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650  
Fax: 08171-419656,  
eMail: info@smartinvestor.de  
Internet: www.smartinvestor.de

#### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),  
Falko Bozicevic (stellv.),  
Dr. Martin Ahlers,  
Ralph Malisch

#### Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Tobias Karow,  
Matthias Kemnitz, Stefan Preuß,  
Kevin Sternkopf

#### Gast-Autoren:

Robert Hartmann, Richard  
Mayr, Hans Jörg Müllenmeister,  
Dietmar Siebholz, Philipp Spitz

#### Redaktionsanschrift:

sh. Verlag,  
Fax: 08171-419641,  
eMail:  
redaktion@smartinvestor.de

#### Bildredaktion:

Tobias Karow,  
Christine Weinschenk

#### Gesamtgestaltung:

Christine Weinschenk

#### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

#### Anzeigenleitung:

Karin Hofelich,  
Tel.: 08171-419636,  
Fax: 08171-419656

#### Erscheinungstermine 2004:

20.12.03 (1/04), 31.1. (2/04),  
21.2. (3/04), 20.3. (4/04),  
24.4. (5/04), 29.5. (6/04),  
26.6. (7/04), 31.7. (8/04),  
28.8. (9/04), 25.9. (10/04),  
30.10. (11/04), 27.11. (12/04),  
18.12. (1/05)

#### Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,  
Jahresabonnement: 48 Euro in  
Deutschland, 60 Euro im europä-  
ischen Ausland, 80 Euro im Rest  
der Welt (Zustellung im Ausland  
jeweils per Luftpost). Alle Preise  
incl. Versandkosten und 7 % MwSt.

#### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650  
Fax: 08171-419656  
eMail: abo@smartinvestor.de

#### Charts

Die Charts wurden erstellt mit  
Tai-Pan von Lenz + Partner AG  
sowie TradeSignal von  
www.tradesignal.com .

#### Druck:

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

#### Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und  
Tabellen liegen Quellen zugrun-  
de, welche die Redaktion für ver-  
lässlich hält. Eine Garantie für die  
Richtigkeit kann allerdings nicht  
übernommen werden. Bei unau-  
gefördert eingesandten Beiträgen  
behält sich die Redaktion Kür-  
zungen oder Nichtabdruck vor.

#### Nachdruck:

© 2004 Smart Investor Media  
GmbH, Wolfratshausen. Alle  
Rechte, insbesondere das der  
Übersetzung in fremde Sprachen,  
vorbehalten. Ohne schriftliche  
Genehmigung der Smart Investor  
Media GmbH ist es nicht gestattet,  
diese Zeitschrift oder Teile daraus  
auf photomechanischem Wege  
(Photokopie, Mikrokopie) zu ver-  
vielfältigen. Unter dieses Verbot  
fallen auch die Aufnahme in elek-  
tronische Datenbanken, Internet  
und die Vervielfältigung auf CD-  
ROM.

VKZ B 61978  
ISSN 1612-5479

ZITATE

# Silber – das Metall, das die Geister scheidet

**„Schweiß der Sonne, Tränen des Mondes“**

*Alte Inka-Bezeichnungen für die Edelmetalle Gold und Silber*

Im Gegensatz zu unserer Zeit hatten die Inka ein geradezu poetisches Verhältnis zu Gold und Silber – sie lebten allerdings auch in einer Hochkultur. Heute geht es dagegen gerade beim Silber zuweilen recht handfest zu; es scheidet – dies nur eine seiner vielen bemerkenswerten Eigenschaften – die Geister.

**„Wir haben nichts gegen Leute, die Silber kaufen und es anderen teurer zu verkaufen suchen. Doch wir haben etwas gegen Leute, die [...] Ahnungslose zum Kaufen überreden wollen. Das kommt schon recht nahe an den Betrugs-Tatbestand heran.“**

*Arnd Hildebrandt, freier Wirtschaftsjournalist und Rohstoffkennner*

Schon seit längerem werden „dunkle Machenschaften“ als Ursache für niedrige Silberkurse vermutet, neu ist aber, daß nun auch hinter Kaufempfehlungen und steigenden Kursen Betrug gewittert wird. Immerhin hat dieses Erklärungsmuster den Vorteil, auch wiederholte und eklatante Fehlprognosen zu entschuldigen.

**„Merkwürdigerweise habe ich mir in letzter Zeit angewöhnt, meinen Radiergummi auf einen meiner Silberbarren zu legen. Bereits nach wenigen Tagen habe ich daraufhin einen schwarzen Fleck auf dem Silber bemerkt... Ich mußte trotz Silberputzmittel schrubben wie ein Wahnsinniger.“**

*Dr. Bernd Niquet, Börsen-Kolumnist*

Zudem ist Silber eine der wenigen Anlagen, bei welcher selbst jene, die es für vollkommen uninteressant halten, sich doch immer wieder gedrängt fühlen, genau dies lautstark zu Protokoll zu geben – es treibt sie wohl die Sorge um die Anleger. Dabei ist man hin und wieder auch vor originellen Argumentationen nicht gefeit, wie Bernd Niquets Radiergummi-Experimente zeigen.

**„Unsere Mission besteht darin, unsere Mitglieder, die Regierung und die Öffentlichkeit über alle Facetten des Silbermarktes rechtzeitig zu informieren.“**

*Aus dem Leitbild der Silver Users Association, einer Vereinigung der führenden kommerziellen Silberverbraucher der USA*

In den USA ist mit der „Silver Users Association“ sogar eine eigene Organisation angetreten, die sich der Volksaufklärung zum Thema Silber verschrieben hat. Da ist es lediglich ein „kleiner Makel“, daß diese selbsternannten Aufklärer zugleich auch die größte Käufergruppe am Silbermarkt repräsentieren. Ebenso gut könnte man sich von McDonald's über die gesundheitlichen Vorzüge von Fast Food „informieren“ lassen.

**„Es gibt jedoch keine Hinweise auf Störungen bei der Feststellung der Preise für Silber-Futures [...]“**

*Michael Gorham, Direktor der CFTC (Commodity Futures Trading Commission)*

Auch Michael Gorham, mittlerweile Ex-Direktor der US-Aufsichtsbehörde für die Rohstoff-Terminbörsen CFTC, versuchte sich jüngst als Aufklärer. In einem offenen Brief benötigte er volle neun Seiten, um wortreich zu erklären, daß ein bestimmtes Phänomen nicht existiere – künstlich gedrückte Silberkurse.

**„Das COMEX-Board besteht aus 23 Leuten. Wie ich höre, hat wenigstens die Hälfte von ihnen sehr viel Geld verdient, indem man einen Tag vor der Liquidationsentscheidung am 21.1.1980 Short-Positionen eingegangen ist.“**

*Nelson Bunker Hunt, ehemaliger texanischer Ölmilliardär und gescheiterter Silberspekulant*

Nelson Bunker Hunt dagegen jammerte ganz untexanisch, als er und seine Brüder im Jahre 1980 durch eine Regeländerung der Terminbörse ausgebootet wurden und ihre Silberspekulation zusammenbrach. Dies hinderte die offizielle Geschichtsschreibung freilich nicht daran, den Hunts die Schurkenrolle in diesem Spektakel zuzuweisen – die Taschen haben sich jedoch andere gefüllt...