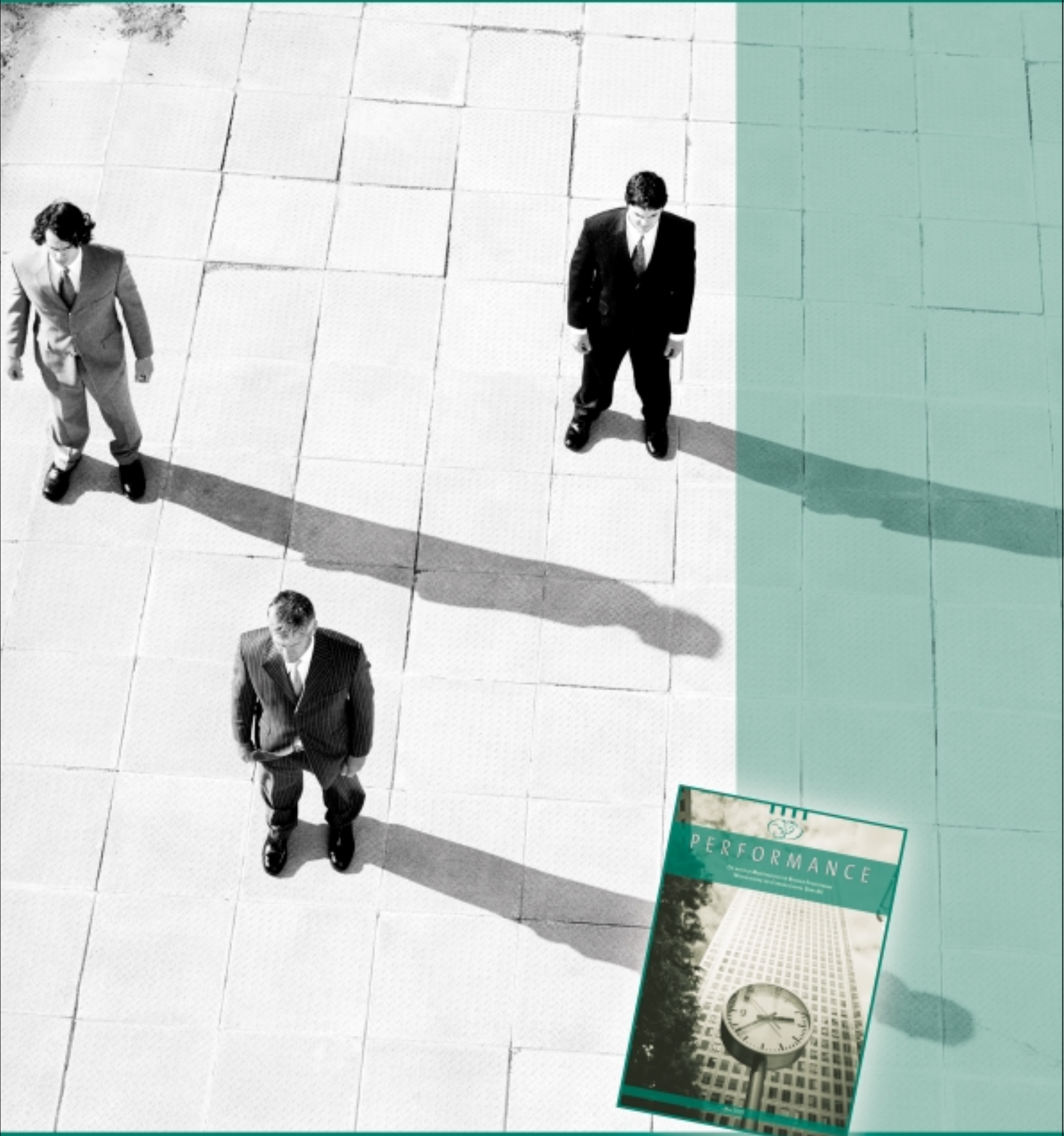




BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT
AKTIENGESELLSCHAFT

Daten & Fakten

I/2005
Stand: 31. März 2005



Inklusive der aktuellen **PERFORMANCE**-Ausgabe für Mai 2005 – ab Seite 13



VORWORT



Holger Timm



Dr. Jörg Franke

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit den Daten und Fakten zum 1. Quartal 2005 legt die Berliner Effektengesellschaft AG erstmals Geschäftszahlen nach IFRS-Rechnungslegung vor. Wir hatten im letzten Jahr entschieden, den Jahresabschluss 2004 noch einmal nach alter HGB-Rechnungslegung zu veröffentlichen, um keinen Umbruch in der Berichterstattung eines laufenden Geschäftsjahres zu verursachen. Trotzdem wurde für das vergangene Jahr auch ein IFRS-Abschluss erstellt, da wir im laufenden Jahr natürlich entsprechende IFRS-Vergleichszahlen benötigen. Insgesamt stellt die Umstellung auf IFRS-Standards für eine kleine Gesellschaft einen nicht unerheblichen Mehraufwand dar, und angesichts zahlreicher strittiger Fragen in der Fortentwicklung internationaler Rechnungslegung, ist der Nutzen für unsere Aktionäre sicherlich mit einem Fragezeichen zu versehen. Wir haben uns daher bemüht, in der Erstkonsolidierung nach IFRS, die von unseren Aktionären gewohnten, möglichst konservativen Kriterien an unsere Bilanz anzulegen. Damit ergeben sich keine wesentlichen Abweichungen gegenüber der gewohnten HGB-Bilanzierung. Nach IFRS-Standards zu bildende aktive latente Steuern wurden nur in einer Höhe gebildet, der passive latente Steuern entgegenstehen. Für Verlustvorträge wurden dagegen keine aktiven latenten Steuern berücksichtigt. Nach IFRS-Bilanzierung ergibt sich für den Konzern nunmehr ein Eigenkapital von 59,812 Millionen € bzw. rund 3,66 €

je Aktie. Die leichte Reduzierung gegenüber dem HGB-Abschluss zum Jahresende resultiert aus dem Umstand, dass wir nach HGB noch bestehende Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill) in der IFRS-Erstkonsolidierung gänzlich eliminiert haben.

Für das erste Quartal des laufenden Geschäftsjahres ergibt sich im Konzern ein Jahresüberschuss von 324.000 € nach Steuern. Dies ist eine Verbesserung gegenüber den drei letzten Quartalen, aber ein schlechterer Start gegenüber dem Vergleichszeitraum im Vorjahr, in dem sich, basierend auf umgerechneten IFRS-Vergleichszahlen, ein Überschuss von 1.397.000 € ergab. Nach den Erfahrungen der letzten Jahre kann man aus dem 1. Quartal keine Prognosen für das Gesamtjahr ableiten. Es ist sicher ein verhaltener Start, der aber weder zu übertriebenem Pessimismus noch Optimismus Anlass gibt. Positive Effekte aus der kürzlich erfolgten und von uns bekannt gegebenen Einbringung der Sachsen LB Business Support AG und dem Verkauf unserer Restbeteiligung an der Ladenburg Thalmann Financial Services Inc. ergeben sich erst im Zwischenausweis zum 30.6.2005.

Anlass zu besorgten Nachfragen unserer Aktionäre hat die negative Entwicklung unseres Aktienkurses im 1. Quartal gegeben. An dieser Stelle sei einmal mehr versichert, dass diese Kursentwicklung für die Geschäftsführung nicht erklärbar

und seine Ursache nicht in firmeninternen Entwicklungen zu suchen ist, da die Gesellschaft jegliche kursrelevanten Tatsachen unter strikter Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften durch Ad-hoc-Mitteilungen dem Kapitalmarkt zur Kenntnis gibt. Zum Teil ist die Kursentwicklung der gesamten Branche so genannter Wertpapierhandelsbanken sicher Ausdruck der nicht unberechtigten Skepsis gegenüber der Aktienkultur in Deutschland. Ein Grund mehr zu betonen, dass die Berliner Effektengesellschaft AG ihre Dienstleistungspalette durch ihre Konzernunternehmen weiter verbreitert. Angesichts des dargestellten, sehr konservativ bewerteten Eigenkapitals von 3,66 € je Aktie, bleiben die Umsätze in unseren Aktien mit deutlichen Bewertungsabschlägen eine hoffentlich temporäre Erscheinung.

Ihre Berliner Effektengesellschaft

Der Vorstand

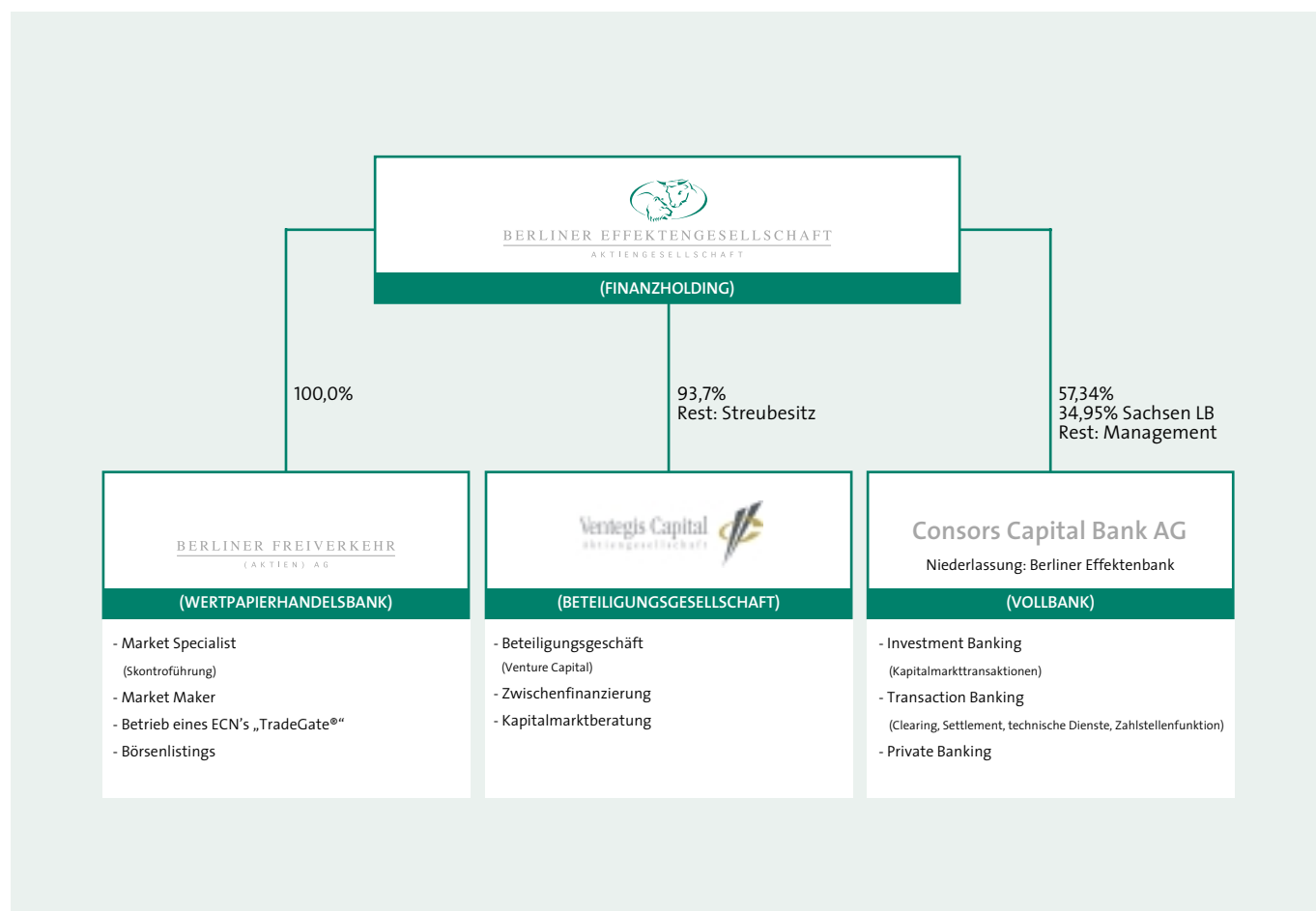
Berlin, im Mai 2005



INHALT

Vorwort	Seite 02
Inhalt	Seite 03
Konzernstruktur	Seite 03
Gewinn- und Verlustrechnung	Seite 04
Ergebnis je Aktie	Seite 04
Segmentberichterstattung	Seite 04
Bilanz	Seite 05
Kapitalflussrechnung	Seite 05
Eigenkapitalentwicklung	Seite 05
Erläuterungen zum Zwischenausweis	Seite 06
Notes	Seite 07
Aktionärsstruktur, Unternehmensdaten, Kennzahlen	Seite 10
Kurs- und Umsatzentwicklung der Aktie der Berliner Effektengesellschaft AG	Seite 11
Lageplan, Termine	Seite 12
Performance – Die aktuelle Marktanalyse der Berliner Effektenbank	Seite 13
Impressum	Seite 24

KONZERNSTRUKTUR



(Stand April 2005)



Gewinn- und Verlustrechnung	Notes	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Zinsüberschuss	(1)	432	510	- 15,3
Netto-Risikovorsorge im Kreditgeschäft	(2)	43	819	- 94,7
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge		475	1.329	- 64,3
Provisionsüberschuss	(3)	1.563	1.387	12,7
Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen (Hedge Accounting)		-	-	-
Handelsergebnis	(4)	2.269	2.955	- 23,2
Rohertrag		4.307	5.671	- 24,1
Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (Available for Sale)	(5)	12	68	- 82,4
Ergebnis aus Finanzanlagen (Held-to-Maturity-Bestände)		-	-	-
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen		-	-	-
Verwaltungsaufwand	(6)	- 3.992	- 4.314	- 7,5
Betriebsergebnis		327	1.425	- 77,1
Sonstiges betriebliches Ergebnis	(7)	6	91	- 93,4
Ergebnis vor Steuern		333	1.516	- 78,0
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		- 21	- 127	- 83,5
Ergebnis nach Steuern		312	1.389	- 77,5
Konzernfremden Gesellschaftern zustehende Gewinne/Verluste		12	8	50,0
Konzerngewinn/-verlust		324	1.397	- 76,8

Ergebnis je Aktie	in € 01.01.-31.03.2005	in € 01.01.-31.03.2004
Ergebnis je Aktie	0,02	0,09
Durchschnittliche Anzahl der Aktien	16.311.917	15.960.159

Segmentberichterstattung	Skonto- führung/ Eigenhandel in T€	Financial Market Services in T€	Private Banking in T€	Corporate Finance in T€	Venture Capital in T€	Financial advisory in T€	Sonstige Konsoli- dierung in T€	Konzern in T€
Zinsüberschuss	223	39	59	0	46	0	65	432
Netto-Risikovorsorge im Kreditgeschäft	0	0	42	0	0	0	1	43
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge	223	39	101	0	46	0	66	475
Provisionsüberschuss	559	444	233	327	- 2	0	2	1.563
Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen (Hedge Accounting)	0	0	0	0	0	0	0	0
Handelsergebnis	2.185	2	23	0	58	0	1	2.269
Rohertrag	2.967	485	357	327	102	0	69	4.307
Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (Available for Sale)	12	0	0	0	0	0	0	12
Ergebnis aus Finanzanlagen (Held-to-Maturity-Bestände)	0	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	12	0	0	0	0	0	- 12	0
Verwaltungsaufwand	- 2.465	- 726	- 480	- 20	- 166	0	- 135	- 3.992
Betriebsergebnis	526	- 241	- 123	307	- 64	0	- 78	327
Sonstiges betriebliches Ergebnis	114	19	- 35	1	21	0	- 114	6
Ergebnis vor Steuern	640	- 222	- 158	308	- 43	0	- 192	333
Durchschnittlich gebundenes Kapital	36.087	399	9.689	307	8.322	0	5.008	59.812
Eigenkapitalrendite des Ergebnisses								
vor Steuern	7,1%	- 222,6%	- 6,5%	401,3%	- 2,1%	0,0%	- 15,3%	2,2%
Durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter	69	12	8	0	5	0	21	115



Aktiva	Notes	in T€ 31.03.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Barreserve	(8)	1.284	2.133	- 39,8
Forderungen an Kreditinstitute	(9)	48.388	44.702	8,2
Forderungen an Kunden	(10)	10.926	12.865	- 15,1
Risikovorsorge		- 2.614	- 2.675	- 2,3
Handelsaktiva	(11)	661	779	- 15,1
Beteiligungs- und Wertpapierbestand	(12)	32.025	32.048	- 0,1
Immaterielle Anlagewerte		680	759	- 10,4
Sachanlagen		1.048	1.137	- 7,8
Ertragsteueransprüche		787	1.654	- 52,4
Sonstige Aktiva		1.745	505	245,5
Aktive latente Steuern		167	63	165,1
Gesamt		95.097	93.970	1,2

Passiva	Notes	in T€ 31.03.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	(13)	1.465	1.232	18,9
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	(14)	29.462	28.259	4,3
Handelspassiva	(15)	6	13	- 53,8
Rückstellungen	(16)	1.393	1.720	- 19,0
Ertragssteuerverpflichtungen		31	72	- 56,9
Sonstige Passiva		714	952	- 25,0
Passive latente Steuern		463	379	22,2
Anteile in Fremdbesitz		1.751	1.763	- 0,7
Eigenkapital		59.812	59.580	0,4
Gezeichnetes Kapital		16.334	16.311	0,1
Kapitalrücklage		44.861	44.849	0,0
Gewinnrücklagen		130	130	-
Neubewertungsrücklage		- 22	105	121,0
Konzerngewinn 2004		- 1.815	- 1.815	-
Konzerngewinn 01.01. - 31.03.2005		324	-	-
Gesamt		95.097	93.970	1,2

Kapitalflussrechnung	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004
Zahlungsmittelbestand zum 01.01.2005	6.135	5.300
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	- 1.490	28.710
Cashflow aus Investitionstätigkeit	- 377	- 163
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	35	- 30.005
Wechselkurs-, konsolidierungskreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelfonds	-	-
Zahlungsmittelbestand zum 31.03.2005	4.303	3.842

Eigenkapitalentwicklung	in T€ Eigenkapital	in T€ Anteile in Fremdbesitz
Kapital zum 31.12.2004	59.580	1.763
Gezeichnetes Kapital		
Ausgabe Aktien aus Mitarbeiteroptionsprogramm	23	-
Kapitalrücklage		
Ausgabe Aktien aus Mitarbeiteroptionsprogramm	12	-
Nettoveränderungen der Neubewertungsrücklage	- 127	-
Konzerngewinn/-verlust 01.01. - 31.03.2005	324	- 12
Kapital zum 31.03.2005	59.812	1.751



Zum 31. März 2005 legt die Berliner Effektengesellschaft Zahlen nach den Regelungen der International Accounting Standards (IAS) bzw. International Financial Reporting Standards (IFRS) vor. Diesen Regelungsrahmen bezeichnen wir nachfolgend mit IFRS. Zum 01. Januar 2004 wurde eine Eröffnungsbilanz unter Anwendung von Übergangsregelungen nach dem IFRS 1 erstellt. Alle notwendigen Anpassungen hinsichtlich Ansatz oder Bewertung von Aktiva und Passiva wurden zu diesem Datum gegen das Eigenkapital bereinigt. Die wichtigsten Anpassungen waren die Ermittlung der Einzelwertberichtigungen im Einklang mit IAS 39, die Bewertung der weiteren Finanzinstrumente, insbesondere der Aktien, nach IAS 39, der Ansatz selbsterstellter Software nach IAS 38 sowie der Ansatz aktiver und passiver latenter Steuern nach IAS 12. Anders als nach den nationalen Bilanzierungsvorschriften geben die IFRS keine detaillierte Gliederung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung vor. Ausgehend von der bisher verwendeten Gliederung hat die Gesellschaft notwendige und sinnvolle Änderungen vorgenommen. Insgesamt erfolgte eine Straffung der Positionen mit entsprechenden Aufgliederungen in den Notes. Die Notes ersetzen den Anhang nach dem HGB. Auch tauscht die Gesellschaft die Reihenfolge von Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung, da das Ergebnis der wirtschaftlichen Tätigkeit sich vor allem in der Gewinn- und Verlustrechnung widerspiegelt und erst im Nachgang in der Bilanz.

Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung

Der Zinsüberschuss beinhaltet alle Zinserträge und Zinsaufwendungen, die aus Bankgeschäften herrühren oder die aus Wertpapieren stammen, die zum Verkauf bestimmt sind (available for sale). Erträge aus Wertpapieren des Handelsbestandes werden im Handelsergebnis erfasst. Zinserträge und -aufwendungen, die nicht aus Bankgeschäften stammen, werden unter dem sonstigen betrieblichen Ergebnis erfasst. Diese Handhabung entspricht der bisher nach HGB angewandten. Zinserträge auf wertberichtigte Forderungen werden nach IFRS nur in Höhe der Änderung des Zeitwertes erwarteter Rückzahlungen erfasst. Gegenüber dem Kreditnehmer abgerechnete und vereinnahmte Zinsen werden nach IFRS als Tilgung betrachtet und fließen nicht in den Zinsüberschuss ein. Der Zinsüberschuss für das erste Quartal 2005 weist einen leichten Rückgang gegenüber dem Vorjahr aus. Dieser ist vor allem auf das

geringere Volumen der Forderungen an Kunden zurückzuführen.

Die Risikovorsorge im Kreditgeschäft enthält alle Änderungen der Wertberichtigungen auf Forderungen, die aufgrund der Einschätzung von Forderungsausfällen erfolgen. Zusammen mit den Änderungen der Zeitwerte der erwarteten Rückzahlungen wertberichtigter Forderungen ergibt sich die Veränderung der Risikovorsorge aus der Bilanz.

Der Provisionsüberschuss wird vor allem von den Courtagen aus der Skontroführung und den sonstigen Provisionen des Wertpapiergeschäftes getragen. 2005 konnten zudem aus der Begleitung von Kapitalmarkttransaktionen durch die Bank nennenswerte Provisionsüberschüsse erzielt werden, die zur Steigerung im Konzern wesentlich beigetragen haben.

Das Handelsergebnis, das vor allem aus dem Geschäftssegment Skontroführung/Eigenhandel stammt, ging in Folge der verhaltenen Kapitalmarktentwicklung um 686 T€ zurück. Das Ergebnis aus dem Eigenhandel in Wertpapieren enthält neben den realisierten Ergebnissen auch die Änderungen aus der Bewertung. Nach IFRS werden Werterhöhungen in voller Höhe berücksichtigt und nicht nur bis zur Höhe der Anschaffungskosten des Wertpapiers, wie nach HGB.

Das Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale) enthält in erster Linie die Veräußerungsergebnisse. Bewertungsergebnisse fließen in die Gewinn- und Verlustrechnung nur ein, soweit sie als wesentlich oder als dauerhaft eingeschätzt werden. Erfüllen die Bewertungsergebnisse diese Kriterien nicht, werden sie bereinigt um steuerliche Auswirkungen in der Neubewertungsreserve erfasst.

Im ersten Quartal 2004 wurden Anleihen, die der Liquiditätsreserve zugeordnet waren, mit Gewinn veräußert. Im laufenden Geschäftsjahr erfolgte keine entsprechende Transaktion, so dass das Ergebnis entsprechend zurückging.

Im Verwaltungsaufwand sind die Abschreibungen auf selbsterstellte Software enthalten. In Abweichung zur Bilanzierung nach HGB wurden die auf diese Software entfallenden, direkt zurechenbaren Aufwendungen aktiviert und der Verwaltungsaufwand entsprechend verringert. Im Konzern wurden lediglich die unmittelbar einer Software zuzurechnenden Personalaufwendungen aktiviert.

Erläuterungen zur Bilanz

Wesentliche Änderungen in der Bilanz sind der offene Ausweis der Risikovorsorge, der andere Ausweis von Wertpapieren und Beteiligungen, der Ausweis latenter Steuern sowie der Ausweis einer Neubewertungsreserve.

Die Handelsaktiva enthalten alle Wertpapiere und positiven Marktwerte von Derivaten, die zur kurzfristigen Erzielung von Gewinnen eingegangen werden. Der Beteiligung- und Wertpapierbestand enthält somit die Wertpapiere und Beteiligungen, die nicht der kurzfristigen Gewinnung eines Veräußerungserfolges dienen, deren Verkauf aber vor deren Fälligkeit vorgesehen ist. Da Aktien, die nicht dem Handel zuzurechnen sind, und Beteiligungen keine Fälligkeit haben, sind sie hier auszuweisen. Wertpapiere werden im Konzern derzeit der Kategorie „bis zur Fälligkeit zu halten“ nicht zugeordnet.

Die immateriellen Anlagewerte enthalten ausschließlich Software. Darin ist selbsterstellte Software im Gegensatz zur Bilanzierung nach HGB enthalten. Die nach dem HGB hier ausgewiesenen Geschäfts- und Firmenwerte wurde im Rahmen des Übergangs auf die Bilanzierung nach IFRS vollständig abgeschrieben.

Latente Steuern sind nach IFRS zu bilden, wenn der Wert laut Steuerbilanz von dem Wert der IFRS-Handelsbilanz abweicht und die Abweichung sich steuerwirksam in der Zukunft umkehrt. Dabei dürfen aktive latente Steuern nur angesetzt werden, wenn ihnen entsprechende passive latente Steuern oder unter bestimmten Voraussetzungen erwartete Gewinne gegenüberstehen. Auch auf Verlustvorträge sind unter bestimmten Voraussetzungen aktive latente Steuern zu bilden. Da aus Sicht der Gesellschaft zukünftige Gewinne jedoch nur mit hoher Unsicherheit zu schätzen sind, wurden für die Verlustvorträge keine aktiven latenten Steuern angesetzt.

Die Neubewertungsrücklage enthält die Bewertungsergebnisse der Wertpapiere und Beteiligungen, die zur Veräußerung bestimmt sind. Der Rückgang ist durch die Verringerung der Reserven vor allem in Geldmarktfonds und der gegenüber dem Vorjahr höheren erfolgsneutralen Abschreibung von Aktien begründet. Sollten sich die Abschreibungen als wesentlich oder dauerhaft erweisen, erfolgt ein Ausweis des Bewertungsergebnisses in der Gewinn- und Verlustrechnung.



NOTES

(1) Zinsüberschuss	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Zinserträge aus Kredit- und Geldmarktgeschäften	310	389	- 20,3
Zinserträge aus dem Wertpapiergeschäft (Available for Sale)	100	102	- 2,0
Dividenden aus Wertpapieren	152	146	4,1
Laufendes Ergebnis aus Beteiligungen und Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	-	-	-
Zinserträge	562	637	- 11,8
Zinsaufwendungen	- 130	- 127	2,4
Gesamt	432	510	- 15,3

(2) Risikovorsorge im Kreditgeschäft	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Zuführungen	- 2	- 12	- 83,3
Auflösungen	45	10	350,0
Saldo Direktabschreibungen und Eingänge auf abgeschriebene Forderungen	-	821	- 100,0
Gesamt	43	819	- 94,7

(3) Provisionsüberschuss	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Courtageerträge	1.337	1.730	- 22,7
Sonstiges Wertpapiergeschäft	1.150	1.243	- 7,5
Emissionsgeschäft	1.283	73	1.657,5
Übrige	27	18	50,0
Provisionserträge gesamt	3.797	3.064	23,9
Courtageaufwand	- 695	- 831	- 16,4
Sonstiges Wertpapiergeschäft	- 559	- 791	- 29,3
Emissionsgeschäft	- 975	- 33	2.854,5
Übrige	- 5	- 22	- 77,3
Provisionsaufwand gesamt	- 2.234	- 1.677	33,2
Gesamt	1.563	1.387	12,7

(4) Handelsergebnis	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Ergebnis aus dem Eigenhandel in Wertpapieren	22	- 50	- 144,0
Kursdifferenzen aus Aufgabegeschäften	2.235	2.977	- 24,9
Ergebnis aus dem Handel in Derivaten und deren Bewertung	1	1	-
Zinsen und Dividenden	-	-	-
Ergebnis aus dem Devisenhandel	11	27	- 59,3
Gesamt	2.269	2.955	- 23,2

(5) Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (Available for Sale)	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Veräußerungs- und Bewertungsergebnis aus festverzinslichen Wertpapieren	-	68	- 100,0
Veräußerungs- und Bewertungsergebnis aus anderen Wertpapieren und Beteiligungen	12	-	-
Gesamt	12	68	- 82,4



(6) Verwaltungsaufwand	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Personalaufwand	- 2.081	- 2.249	- 7,5
Sachaufwand	- 1.683	- 1.681	0,1
Laufende Abschreibungen auf Sachanlagen und sonstige immaterielle Anlagewerte	- 228	- 384	- 40,6
Gesamt	- 3.992	- 4.314	- 7,5

(7) Sonstiges betriebliches Ergebnis	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Sonstige betriebliche Erträge	51	120	- 57,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 45	- 29	55,2
Gesamt	6	91	- 93,4

(8) Barreserve	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Kassenbestand	100	59	69,5
Guthaben bei der Deutschen Bundesbank	1.184	2.074	- 42,9
Gesamt	1.284	2.133	- 39,8

(9) Forderungen an Kreditinstitute	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	24.868	25.223	- 1,4
Andere Forderungen	23.520	19.479	20,7
Gesamt	48.388	44.702	8,2

(10) Forderungen an Kunden	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	2.508	2.571	- 2,5
Andere Forderungen	8.418	10.294	- 18,2
Gesamt	10.926	12.865	- 15,1

(11) Handelsaktiva	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	86	-	-
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	560	696	- 19,5
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	15	83	- 81,9
Gesamt	661	779	- 15,1

(12) Beteiligungs- und Wertpapierbestand	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	17.534	19.534	- 10,2
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	12.465	10.804	15,4
Beteiligungen	1.719	1.402	22,6
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	307	308	- 0,3
Gesamt	32.025	32.048	- 0,1



(13) Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	1.244	1.015	22,6
Andere Forderungen	221	217	1,8
Gesamt	1.465	1.232	18,9

(14) Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	18.663	16.499	13,1
Andere Forderungen	10.799	11.760	- 8,2
Gesamt	29.462	28.259	4,3

(15) Handelspassiva	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	6	13	- 53,8
Gesamt	6	13	- 53,8

(16) Rückstellungen	in T€ 01.01.-31.03.2005	in T€ 01.01.-31.03.2004	Veränderung in %
Sonstige Rückstellungen	1.393	1.720	- 19,0
Gesamt	1.393	1.720	- 19,0



WKN 522 130, ISIN DE0005221303

Amtlich notiert in Berlin und Frankfurt

AKTIONÄRSSTRUKTUR PER 31. MÄRZ 2005

34,87%	H.T.B. Unternehmensbeteiligungen GmbH
33,58%	Holger Timm
14,66%	Cortal Consors S.A.
16,89%	Free Float

UNTERNEHMENS DATEN PER 31. MÄRZ 2005

Marktkapitalisierung:	57,2 Millionen €
Anzahl der Aktien:	16.333.853
Free Float:	16,89% = 2.758.943
Rechnungslegung:	IFRS
Bilanzsumme:	95.097 T€
Anzahl der Mitarbeiter:	128

KENNZAHLEN PER 31. MÄRZ 2005

Ergebnis je Aktie: 0,02 €	
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge/Rohertrag:	11,0%
Provisionsüberschuss/Rohertrag:	36,3%
Handelsergebnis/Rohertrag:	52,7%
Cost/Income-Ratio:	92,7%
Eigenkapitalquote:	62,9%

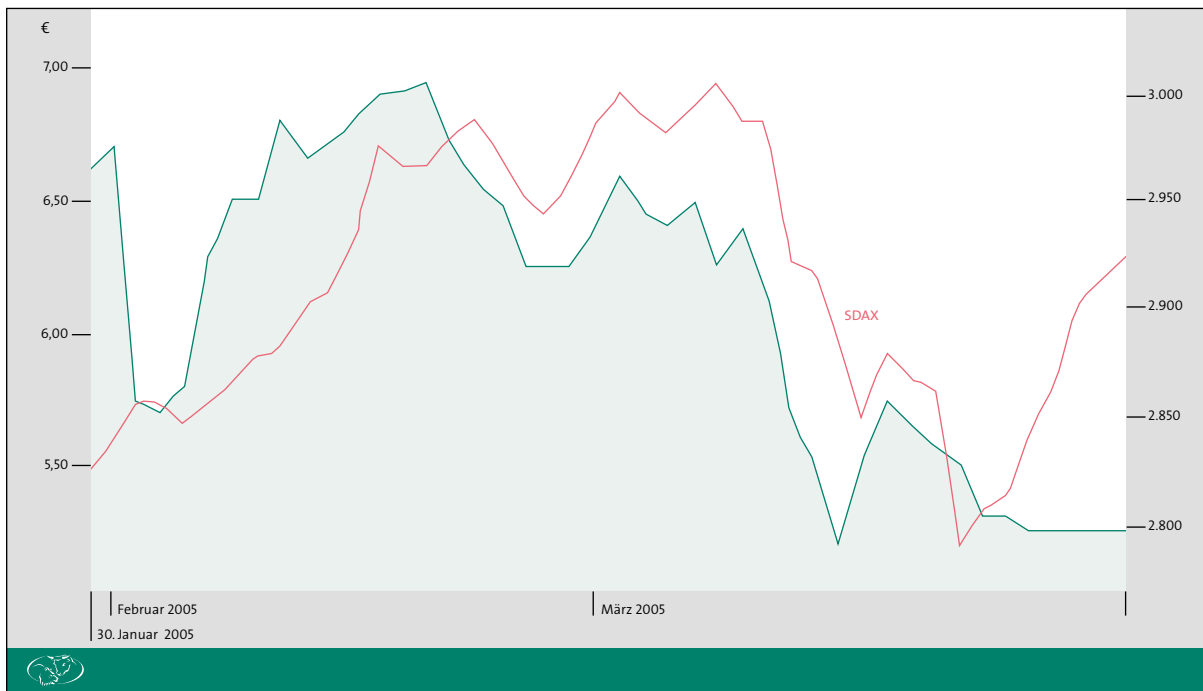
KENNZAHLEN PER 31. MÄRZ 2004

Ergebnis je Aktie: - 0,09 €	
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge/Rohertrag:	23,4%
Provisionsüberschuss/Rohertrag:	24,5%
Handelsergebnis/Rohertrag:	52,1%
Cost/Income-Ratio:	76,1%
Eigenkapitalquote:	63,4%



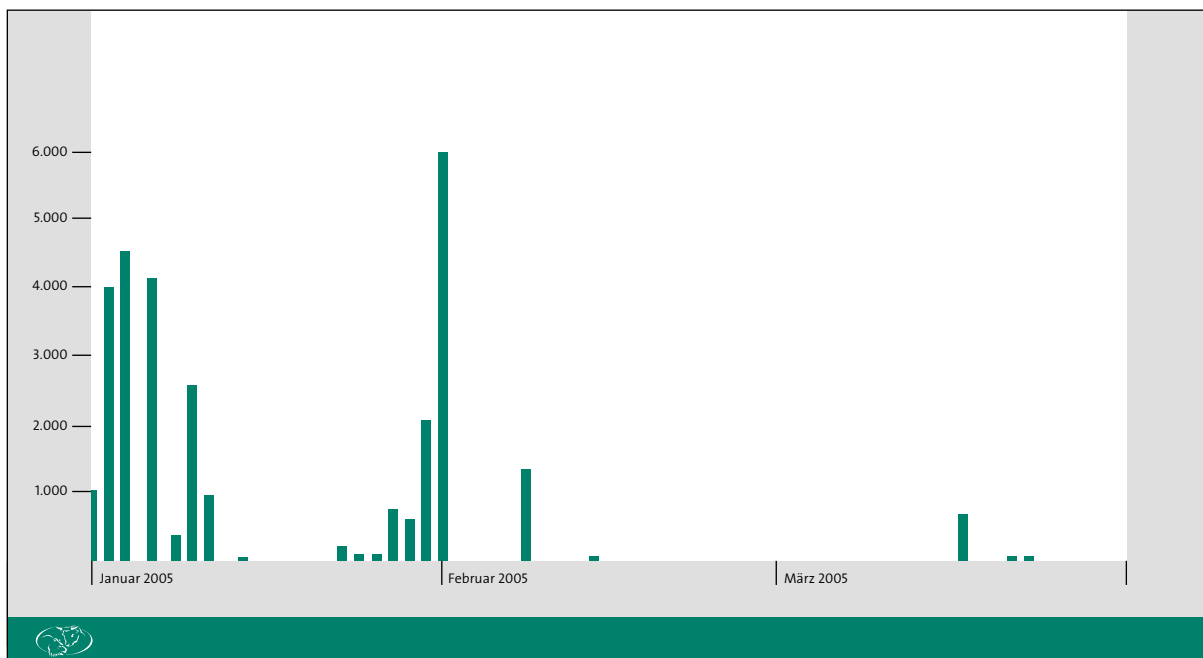
KURSENTWICKLUNG DER AKTIE DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG (WKN 522 130, ISIN DE0005221303)

30. Januar - März 2005 – im Vergleich zum SDAX



UMSATZENTWICKLUNG DER AKTIE DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG (WKN 522 130, ISIN DE0005221303)

Januar - März 2005





VORSTAND UND AUFSICHTSRAT DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG

(Stand: 31. März 2005)

Vorstand

Holger Timm
Sprecher des Vorstandes

Dr. Jörg Franke
Sprecher des Vorstandes

Aufsichtsrat

Wolfgang Hermanni, Vorsitzender
Kaufmann

Dr. Andor Koritz, stellvertretender Vorsitzender
Rechtsanwalt

Andrä Dujardin
Unternehmer

Jean-Philippe Huguet
Generalsekretär und CFO von Cortal Consors S.A.

Detlef Prinz
Unternehmer

LAGEPLAN

Adresse:

Berliner Effektengesellschaft AG
Kurfürstendamm 119
10711 Berlin

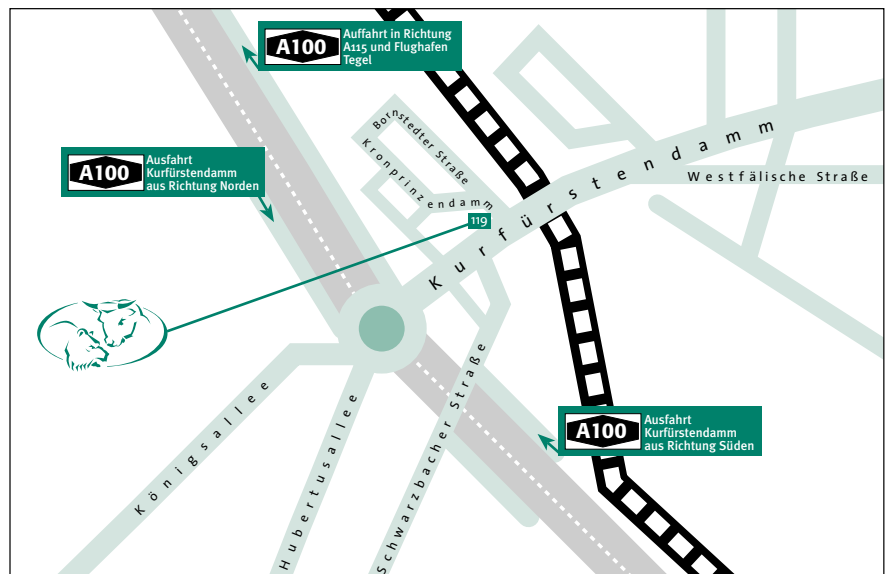
Telefon 030-89021-100
Telefax 030-89021-199

Anfahrt:

A100, Ausfahrt „Kurfürstendamm“

A115, Ausfahrt Richtung „Schöneberg“,
dann Ausfahrt „Kurfürstendamm“

Vom Flughafen Tegel die A100
Richtung Charlottenburg, Ausfahrt
„Kurfürstendamm“



TERMINE

- | | |
|-------------------|--|
| 23. Juni 2005 | 10.00 Uhr Hauptversammlung in Berlin |
| 12. August 2005 | Bericht über das erste Halbjahr 2005 |
| 11. November 2005 | Bericht über das dritte Quartal 2005 |
| 2. Dezember 2005 | 17.00 Uhr Aktionärsveranstaltung in Berlin |



PERFORMANCE

DIE AKTUELLE MARKTANALYSE DER BERLINER EFFEKTENBANK
NIEDERLASSUNG DER CONSORS CAPITAL BANK AG



Mai 2005



EDITORIAL

Sehr geehrte Leserinnen,
sehr geehrte Leser,

angesichts der weit über dem biblischen Zehnten liegenden Steuersätze muss man sich über die Leidensfähigkeit moderner Bürger geradezu wundern. Dieser nahe liegende Gedanke kommt unseren Politikern allerdings nicht. Ganz im Gegenteil grämen sie sich schon seit langem über die ihrer Meinung nach schlechte Steuermoral der Bürger.

Bekanntlich finanzieren Politiker sich und die Umsetzung ihrer Ideen mit dem als Steuer eingetriebenen Geld der Bürger. Folglich werden sie nicht müde, ständig neue Gesetze auf den Weg zu bringen, um die Finanzierung des Staatsapparates sicherzustellen. Ein aktuelles Beispiel dafür ist das fast poetisch klingende „Gesetz zur Förderung der Steuerehrlichkeit.“

Dieses Gesetz ermöglicht es den Finanzämtern unter Einschaltung des Bundesamtes für Finanzen, die Kontostammdaten sämtlicher inländischer Konten und Depots abzufragen. Die Banken müssen hierfür die Stammdaten ihrer Kunden an die sogenannte Kontenevidenzzentrale melden. Das sind die Kontonummer, der Tag der Einrichtung bzw. Auflösung des Kontos sowie der Namen des Kontoinhabers und Verfügungsberechtigten. Einen Blick in das Konto erhalten die Behörden durch die Abfrage allerdings nicht – Kontostände und Kontobewegungen können also nicht abgefragt werden.

Ob sich die Ehrlichkeit der Bürger tatsächlich per Gesetz fördern lässt? Oder werden durch Gesetze dieser Art nicht leider ganz andere gesellschaftliche Entwicklungen gefördert?

Ihre Berliner Effektenbank
Niederlassung der Consors Capital Bank AG

Klaus-Gerd Kleversaat
Mitglied des Vorstands

Johannes Eismann
Mitglied des Vorstands



Klaus-Gerd Kleversaat



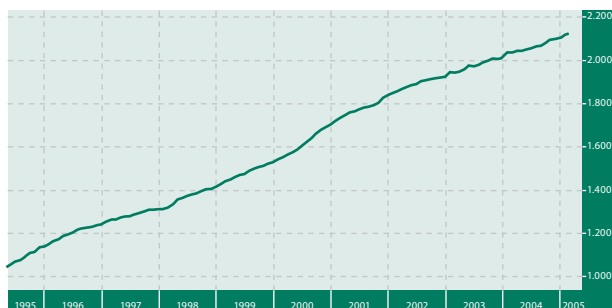
Johannes Eismann

Die Informationen der Marktanalyse stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Gewähr übernommen. In der Chartanalyse wurden Kurse bis zum 29. April 2005 berücksichtigt. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen beruhen auf der aktuellen Einschätzung des Verfassers und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Berliner Effektenbank dar. Diese können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die ausgearbeitete Marktanalyse dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.



Ein Kernstück der Österreichischen Schule der Nationalökonomie ist die Theorie des Wirtschaftszyklus. In einer groben Kurzfassung lautet sie folgendermaßen:

Konsumenten planen ihre Ausgaben und ihre Ersparnisse und Produzenten planen ihre Investitionen. Die zentrale Rolle für die gesamtwirtschaftliche Koordination dieser Pläne im Zeitablauf spielt der Zinssatz. Er ermöglicht die effiziente Abstimmung dieser unüberschaubaren Menge verschiedener Pläne. Eine effiziente Koordination kann selbstverständlich nur durch den Mechanismus freier Märkte erfolgen. Je unübersichtlicher und komplexer die Welt, desto dringender wird die Notwendigkeit des Marktmechanismus, um alle vorhandenen Informationen für die Preisfindung verarbeiten zu können. Dieser Zusammenhang gilt selbstverständlich nicht nur für Butter und Brot, sondern auch für den Preis des Geldes, den Zins. Eingriffe in den Markt für Geld führen also über systematisch falsche Zinssignale zu systematisch falschen Investitionsplänen und verleiten die Konsumenten zu systematisch falschen Sparquoten. Im Zeitablauf entstehen aus diesem Grund enorme Ungleichgewichte und eine nicht tragfähige Wirtschaftsstruktur. Die Stunde der Wahrheit wird nach diesem Modell unvermeidlich dann kommen, wenn die geldpolitischen Manipulationen beendet werden (müssen) oder nicht mehr greifen.



US-Konsumentenkredite in Mrd. US-Dollar von 1995 bis heute

Nach nunmehr 8 Zinserhöhungen scheinen die USA sich diesem Punkt jetzt unaufhaltsam zu nähern. Jedenfalls mehren sich die Zeichen einer deutlichen wirtschaftlichen Abschwächung. Unterstützung erfährt diese Einschätzung vor allem von der sich rapide verschlechternden technischen Verfassung der US-Börsen. Unser Prognosemodell der US-Börsen befindet sich in der negativsten möglichen Konstellation. Nicht immer kam es in der Vergangenheit zu deutlichen Kurseinbrüchen, nachdem das Modell zu größter Vorsicht mahnte. Aber alle großen Kursrückgänge fanden dann statt, wenn das Modell eindeutig negativ war.

Trotz der historisch einmaligen geld- und fiskalpolitischen Ankurbelungsmaßnahmen war die wirtschaftliche Erholung der vergangenen beiden Jahre in den USA die schwächste der Nachkriegszeit. Wir haben unter Bezugnahme auf die Österreichische Theorie des Wirtschaftszyklus immer wieder darauf hingewiesen, dass dieser Aufschwung lediglich ein kurzfristiges, künstliches und nicht tragfähiges Zwischenspiel darstellt und dass die Stunde der Wahrheit noch bevorsteht. Die Entwicklungen der letzten Wochen und Monate bestätigen uns erneut in dieser Meinung, die nur von wenigen Analysten geteilt wird.

PAUL VOLCKER SPRICHT KLARTEXT

Ein besonders prominenter Mann, dem die Fehlentwicklungen der vergangenen Jahre ebenfalls nicht entgangen sind, ist Paul Volcker, der Amtsvorgänger des US-Notenbankpräsidenten Alan Greenspan. Volcker, von 1979 bis 1987 Präsident der Fed, verordnete seinerzeit Amerika die zur Beendigung der in den 1970er Jahren stark angestiegenen Inflation dringend notwendige geldpolitische Rosskur. Er gilt als Koryphäe seines Fachs und als unbeugsame staatsmännische Persönlichkeit von unzweifelhaftem Charakter.

Unter der Überschrift „An Economy On Thin Ice“ hat Volcker jetzt in der Washington Post mit erstaunlich deutlichen Worten einige der ökonomischen Missstände in den USA beim Namen genannt. „Unter der ruhigen Oberfläche gibt es beunruhigende Trends; gewaltige Ungleichgewichte, Unausgewogenheiten, Risiken – wie immer man es nennen möchte. Zusammengenommen erscheint mir die Lage so gefährlich und schwer zu bewältigen zu sein wie irgendeine, an die ich mich erinnern kann, und ich kann mich an viele erinnern. Was mich wirklich beunruhigt, ist der mangelnde Wille oder die mangelnde Fähigkeit, etwas dagegen zu unternehmen.“ Anschließend befasst Volcker sich mit einigen dieser auch von mir immer wieder genannten Ungleichgewichte. Er nennt die extrem niedrige US-Sparquote und die Abhängigkeit der USA von ausländischen Kapitalzuflüssen, die nicht etwa aus der Privatwirtschaft kommen, sondern vor allem von asiatischen Notenbanken. Sein Fazit zu diesem Problem: „Die Schwierigkeit besteht darin, dass dieses scheinbar bequeme Muster nicht ewig weitergehen kann.“ Danach diskutiert er Maßnahmen, um die bestehenden Probleme lösen zu können und stellt die Frage, ob denn in absehbarer Zeit Aussicht auf die Durchführung irgendeiner dieser Maßnahmen bestehe. „Die Antwort ist nein. Folglich glaube ich, dass wir uns auf zunehmend dünner werdendem Eis bewegen.“

Wie unsere regelmäßigen Leser wissen, teilen wir diese überaus realistische Einschätzung der Situation und machen in Übereinstimmung mit der Theorie des Wirtschaftszyklus vor allem die seit Jahren vollkommen verfehlte Geldpolitik der Ära Greenspan für die Missstände verantwortlich. Ohne seinen Nachfolger beim Namen zu nennen, scheint Volcker, der einst mächtigste Notenbanker der Welt, derselben Meinung zu sein, wenn er gegen Ende seiner Kolumne seinen Standpunkt noch einmal unmissverständlich klar macht: „Ich schlage nichts Unorthodoxes oder Obskures vor. (...) Wovon ich hier rede, lässt sich auf die älteste Lektion der Wirtschaftspolitik reduzieren: Ein klares Bekenntnis zu monetärer und fiskalischer Disziplin.“

Die Dringlichkeit seines Anliegens macht Volcker am Ende seines Artikels deutlich:

„Ein weiser Beobachter der Wirtschaftsszene kommentierte einst, dass alles, „was auf später verschoben werden kann, gewöhnlich auch verschoben wird – und dann, leider, ist es zu spät.“ („what can be left to later, usually is – and then, alas, it's too late.“) Ich möchte diesen Ausspruch nicht zur Grabinschrift einer beispiellosen Erfolgsperiode der amerikanischen Wirtschaft und des enormen Potenzials der ganzen Welt werden lassen.“



Nicht nur die große Ähnlichkeit der beiden Wörter „alas“ und „Alan“, sondern in erster Linie natürlich die seit Jahren völlig undisziplinierte Geldpolitik der Ära Alan Greenspan zwingen uns förmlich eine nur von Paul Volcker selbst zu beantwortende Frage auf:

Sieht Volcker in seinem Nachfolger Greenspan den potenziellen Totengräber des amerikanischen Erfolgsmodells?

„A TERM AT THE FED“

Als Angehörige einer weitgehend unverständenen und ungeliebten Minderheit sind kompromisslose Freiheitsfreunde an Kummer und Anfeindungen gewöhnt. Das gilt natürlich nicht erst seit Herrn Münteferings populistischen Auftritten und auch bei weitem nicht nur für sein politisches Lager. Denn der größte Feind der Freiheit des Individuums ist bekanntermaßen ein starker Staat, egal welcher konkreten politischen Provenienz dieser auch sein mag. Um unsere bereits sehr ausgeprägte Leidensfähigkeit als Verfechter unverfälschter liberaler Positionen in einer Zeit hemmungsloser staatlicher Interventionen in allen Lebensbereichen weiter zu stählen, haben wir kürzlich erneut das im Juli 2004 erschienene Buch „A Term At The Fed“ (Eine Amtszeit bei der US-Zentralbank) von Laurence H. Meyer, einem ausgewiesenen Interventionisten, zur Hand genommen.

Unter der Überschrift „Hybris“ haben wir dieses auf seine Weise durchaus lehrreiche Buch eines Insiders der US-Notenbank bereits im November 2004 besprochen. Damals lag unser Augenmerk auf der so typischen Selbstüberschätzung moderner Mächtigen-„Wirtschaftslenker“, die Meyer bereits in seinem Vorwort in schöner Klarheit auszusprechen weiß: „Die Fed und Geldpolitik, das ist die Geschichte darüber, wie wir am Ruder stehen, mit unseren Händen an dem großen Steuerrad, und durch den Sturm navigieren.“

Unser Kommentar zu dieser Passage lautete folgendermaßen: „Genau dieses von Hybris geprägte Bild versuchen die Notenbanker normalerweise ihrem Publikum immer und immer wieder vorzugaukeln und schmackhaft zu machen. Es zieht sich wie ein roter Faden durch Professor Meyers Buch und bereitet uns beim Lesen eine nicht zu unterschätzende Pein. Schließlich wissen wir doch alle, dass Wohlstand nicht durch staatliche Manipulationen des Zinssatzes oder durch den Einsatz der Gelddruckmaschine entsteht, sondern durch Arbeit, Sparen, Investieren. Große und kleine Unternehmer und die von ihnen geschaffenen Arbeitsplätze und Produkte sorgen für Wachstum und Wohlstand. Politiker und ihre Bürokraten hingegen betreiben lediglich die Umverteilung dieses Wohlstands.“ Entweder tun sie das direkt und für jedermann sichtbar durch Steuern, oder indirekt, geradezu heimlich und schwer zu durchschauen unter Zuhilfenahme der fast mythologischen Institution Zentralbank – durch Inflation.

HERR MEYER UND DIE AKTIENBLASE

Laurence Meyer bekleidete von Juni 1996 bis Januar 2002 das Amt eines Fed-Governors. Damit war er Mitglied des mächtigen Entscheidungsgremiums, das die US-Geldpolitik bestimmt. Seine Amtszeit umfasst den größten Teil der vermutlich ausgepräg-

testen Spekulationsblase aller Zeiten an den Aktienmärkten. Damit gehört Meyer zu den Hauptverantwortlichen dieser epochalen Fehlentwicklung. Deren geldpolitische Wegbereitung hat Stephen Roach, der Chief Economist der großen amerikanischen Investmentbank Morgan Stanley, erst kürzlich als die ursprüngliche Sünde der US-Notenbank bezeichnet: „That was the Original Sin that has since been compounded in the years that have followed.“ (Das war die ursprüngliche Sünde, die in den darauf folgenden Jahren verschlimmert wurde.) (<http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050425-mon.html#anchoro>) Roach vertritt in diesem Beitrag übrigens fast exakt die von uns sowohl in der „Performance“ als auch in dem gemeinsam mit Roland Leuschel verfassten Buch „Das Greenspan Dossier“ entwickelte Bubble-Analyse, in der den Notenbanken die zentrale Rolle zukommt. Langsam aber sicher scheint unsere Sichtweise der geldpolitischen und ökonomischen Zusammenhänge salonfähig zu werden.

Laurence Meyers Äußerungen zum Thema Spekulationsblasen erscheinen uns nicht nur aus diesem Grund als überaus bezeichnend. Sie bestätigen uns nicht nur in unserer bekanntlich höchst kritischen Beurteilung der geldpolitischen Ära Greenspan, sondern sie bestärken uns auch in unserer Prognose einer anhaltend inflationären Geldpolitik in den kommenden Jahren. Jedenfalls drängt sich bei der Lektüre des 2004 erschienenen Buchs von Meyer der Eindruck auf, dass die ideologische Verblendung der geldpolitischen Entscheidungsträger extrem tief verwurzelt ist. Ohne massiven äußeren Druck, wie er beispielsweise Ende der 1970er Jahre aufgrund der sichtbar schädlichen hohen Inflationsraten entstanden war, wird eine Rückkehr des nüchternen und rationalen Geistes eines Paul Volcker in die US-Geldpolitik kaum möglich sein.

Als Kernstück dieser ideologischen Verblendung sehen wir das völlige Ignorieren des Geldmengenwachstums seitens der Greenspan Fed. Dazu schreibt Meyer: „Sie werden in diesem Buch nicht sehr viel über die Geldmenge hören. (...) (D)ie Zentralbank trifft ihre Entscheidungen nicht direkt hinsichtlich der Geldmenge. Folglich können wir (und ich tue das) die Story der Geldpolitik erzählen, ohne darauf Bezug zu nehmen, was mit der Geldmenge passiert.“ Stattdessen beschränkt sich das geldpolitische Zentralkomitee auf den von ihm manipulierten kurzfristigen Zinssatz und misst die Inflation über einen fragwürdigen und fast beliebig manipulierbaren Warenkorb. Wir halten diesen Ansatz für falsch, gerade weil er zum Erkennen von Spekulationsblasen nicht geeignet ist und allein aus diesem Grund zu einer systematisch falschen Geldpolitik führen muss. Seit rund 10 Jahren können wir diesen einfachen Zusammenhang gewissermaßen live verfolgen.

Die Fixierung der Geldpolitik auf ihren Warenkorb machte sie zunächst blind für die Spekulationsblase am Aktienmarkt und ermöglichte ihnen das jahrelange Festhalten an einer falschen Geldpolitik. Dann, nach dem Platzen dieser Blase, führte sie zu einer neuen Runde falsch administrierter Zinssätze. Diese schufen den notwendigen Nährboden für eine Immobilienblase und eine Echoblase am Aktienmarkt, vielleicht sogar für eine Blase an den Rentenmärkten.



NICHTS HÖREN, NICHTS SEHEN UND NICHT DARAN DENKEN

Vor diesem Hintergrund wundert es uns nicht, dass Meyer in seiner Darstellung von Spekulationsblasen das von uns als notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung bezeichnete Geld- und Kreditmengenwachstum gar nicht erst erwähnt. Diese wichtige volkswirtschaftliche Größe liegt eben außerhalb des Sichtfelds der Greenspan Fed.

„Im Nachhinein“, so Meyer, „hätten wir alle im Sommer 1999 die Bubble in unserer Mitte sehen müssen. Es ist mir immer noch peinlich, dass es mir nicht gelang, die hohe Wahrscheinlichkeit zu erkennen, dass das der Fall war.“

Seine Weigerung, die Geldmenge als wichtigen Einflussfaktor zu akzeptieren, lässt leider keine Hoffnung zu, dass er in Zukunft in der Lage sein wird, eine Blase zu erkennen. In fast schon entwaffnender Offenheit schließt Meyer den der Spekulationsblase gewidmeten Abschnitt seines Buchs folgendermaßen: „Aber weil ich nicht sicher war, dass ich wusste, was zu tun sei, falls es eine Blase gebe, denke ich, dass ich es einfach vermieden habe, daran zu denken. Nebenbei bemerkt denke ich nicht, dass ich in dieser Hinsicht innerhalb des (geldpolitischen Entscheidungs-Anm. d. Red.) Komitees alleine war.“

Genau so haben wir uns immer schon die Leute vorgestellt, die von Politikern erkoren werden, uns dummes Volk „durch den Sturm zu navigieren“. Augen zu und durch – und dabei nie vergessen, an den eigenen Vorteil zu denken.

NEUES VON DER IMMOBILIENBLASE

Mit der US-Immobilienpreisblase haben wir uns bereits mehrfach auseinandergesetzt. Dabei ließen wir es nicht an Hinweisen fehlen, dass diese ungesunde inflationäre Entwicklung nicht auf die USA beschränkt ist. Wir nannten Großbritannien, Irland, Spanien und Australien als Beispiele für die preistreibende Wirkung der weltweit expansiven Geldpolitiken. Kein Geringerer als Jeremy Grantham, der Chairman der auch in den wildesten Jahren der Aktienblase stets dem Value-Ansatz verpflichteten Bostoner Vermögensverwaltung Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co LLC, hat kürzlich eine sehr aufschlussreiche Analyse einiger der von uns zitierten Immobilienmärkte vorgelegt (<http://www.gmo.com/america>). Ganz grob gesprochen, liegt für Grantham immer dann eine Spekulationsblase vor, wenn der aktuelle Preis eines Marktes sich um mindestens 2 Standardabweichungen von seinem langfristigen Trend entfernt hat. Mit Hilfe dieser Definition gelang es ihm, zu den ganz wenigen Marktteilnehmern zu gehören, die Ende der 1990er Jahre nicht der allgemeinen Euphorie erlagen, sondern mit klarem Verstand die Aktienblase erkannten, sie öffentlich beim Namen nannten und ihr unvermeidliches Platzen prognostizierten.

Als Maßeinheit zur Bewertung des Marktes für nichtgewerbliche Immobilien verwendet Grantham den Immobilienpreis im Verhältnis zum Einkommen privater Haushalte. Als Ergebnis dieser Vorgehensweise erhält er eine Zeitreihe, die sich unter großen Schwüngen um einen horizontal verlaufenden Durchschnitt bewegt. Die Preise nichtgewerblicher Immobilien bewegen sich längerfristig also im Einklang mit den Haushaltseinkommen. Kurzfristig kommt es jedoch auch an den Immobilienmärkten

immer wieder einmal zu erheblichen Abweichungen vom langfristigen Trend, gefolgt von einer Gegenbewegung.

Der britische Markt befindet sich zur Zeit sensationelle 3 Standardabweichungen über seinem langfristigen Trend, der australische und der amerikanische jeweils 2. In den USA seien die beiden Küstenregionen deutlich überbewertet, was für den Rest des Landes allerdings nicht gelte.

Granthams Ergebnisse passen also ganz vorzüglich zu unserer eigenen Einschätzung der genannten Immobilienmärkte und mahnen zu äußerster Vorsicht. In allen 3 Ländern befinden wir uns inmitten einer Zinserhöhungskampagne der jeweiligen Notenbank. In der dadurch bewirkten Liquiditätsverknappung sehen wir die klassische Nadel, welche die Blase zum Platzen bringen wird. In Australien scheint dieser Prozess bereits begonnen zu haben. Zumindest schreibt die australische Presse bereits über durchaus empfindliche Preisrückgänge in Sydney. „Käufermarkt aufgrund fallender Hauspreise“ lautete beispielsweise eine Überschrift in „The Sunday Telegraph“ am 10.4.2005. Australien war im aktuellen Zinszyklus übrigens das erste Land, dessen Zentralbank die Zinsen erhöhte. Etwas später folgten die Briten und danach die Amerikaner. Aufgrund dieser zeitlichen Verzögerungen wäre es sicherlich nicht gerade überraschend, die heiße Luft in eben dieser Reihenfolge aus den Blasen entweichen zu sehen.

HERR MEYER UND DIE IMMOBILIENBLASE

Nach dem weiter oben zu Ex-Fed-Governor Meyer Gesagten wird es den aufmerksamen Leser sicherlich nicht wundern, dass die steigenden Immobilienpreise in den USA keinen Eingang in Meyers Buch gefunden haben. Vermutlich kann er sie, wie damals schon die Aktienblase, einfach nicht erkennen. Oder er hat sich wieder einmal dafür entschieden, den Kopf in den Sand zu stecken. Vielleicht gelingt es seinen Vogel-Strauß-Kollegen ja dieses Mal, das drohende Unheil durch beherztes Ignorieren und Wegschauen abzuwenden.

HERR MEYER UND DIE ÖKONOMISCHEN UNGLEICHGEWICHTE

Laurence Meyers Buch enthält noch eine weitere überaus interessante Enthüllung. Im ersten Quartal 2000 hätten die Entscheidungsträger der Fed sich aufgrund einiger offensichtlicher ökonomischer Ungleichgewichte ernsthafte Sorgen gemacht. Er nennt die deutlich gestiegene Verschuldung der privaten Haushalte, aber auch der Unternehmen, das hohe Leistungsbilanzdefizit und die niedrige Sparquote. „Zusammengenommen waren das wirklich düstere Gedanken“, so Meyer.

Bis auf die Verschuldung der Unternehmen haben sich alle hier aufgezählten Ungleichgewichte weiter verschlimmert, teilweise sogar sehr deutlich. Was damals schon „düstere Gedanken“ auslöste, war 4 Jahre später, zum Erscheinungstermin des Buches, offensichtlich kaum noch der Rede wert. Schade nur, dass der hier wahrscheinlich sichtbare allzu menschliche Gewöhnungseffekt Probleme nicht beseitigt. Aber er ermöglicht es Laurence Meyer, sein teilweise entwaffnend ehrliches Buch mit einer optimistischen Prognose zu beenden.



HERRN MEYERS FAZIT

„Ich glaube, die Wirtschaft hat den schlimmsten Teil des Sturms überstanden. Wir sind dabei, den auf die Blase folgenden Kater hinter uns zu lassen.“ Wie er anhand der oben genannten Ungleichgewichte, der Immobilienblase und der Echoblase am Aktienmarkt zu dieser Einschätzung der Lage kommen kann, wird uns vermutlich immer verborgen bleiben.

2 BLASEN

Die nebenstehenden beiden Grafiken zeigen 2 himmelstürmende Indizes und sollen eventuelle Zweifler zum Nachdenken anregen. Chart 1 zeigt den Kursverlauf der NASDAQ von Ende 1994 bis Anfang 2000. Die Kurse stiegen von 711 auf 5.132 Punkte. Das sind 621% in gut 5 Jahren. Chart 2 zeigt den S&P Homebuilding Index von Anfang 2000 bis heute. Er stieg von 127 auf bisher 1.072 Punkte, ein Anstieg von 744% in ebenfalls etwas mehr als 5 Jahren. Als die Technologieblase platzte, begannen die Hausbauaktien ihren kometenhaften Aufstieg und gaben damit einen Hinweis auf die sich anbahnende Immobilienblase. Werden diese reinrassigen Profiteure der Immobilienblase, die neben der Bauausführung auch Baufinanzierungen anbieten, das Platzen der Blase ebenfalls frühzeitig signalisieren? Seit Anfang Februar ist dieser Index in der Spitze um 14% gefallen. Ob es sich hierbei lediglich um eine harmlose Korrektur in einem bestehenden Aufwärtstrend handelt oder um den Anfang eines vermutlich sehr langen Abstiegs, wird die Zukunft erweisen.



NASDAQ Composite Index von 1994 bis 2000

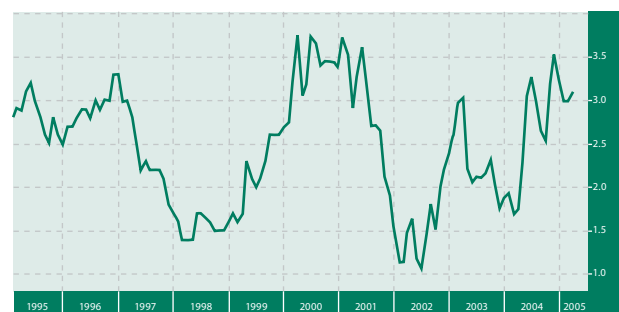


S&P Homebuilding Index von 2000 bis 2005

EXZELLENT ANALYSTEN

Innerhalb der britischen Großbank HSBC gibt es eines der besten volkswirtschaftlichen Analyseteams der Welt. Von dieser Gruppe erschien 1999 eine für damalige Verhältnisse geradezu gotteslästerliche Studie, die den Titel „Bubble Trouble“ trug. Darin erklärten die Autoren, warum sie die Entwicklung in den USA als Spekulationsblase bezeichneten, und prognostizierten deren Platzen im Jahr 2000. Unseres Wissens publizierte keine andere Großbank in jener von vollkommen irrationaler Euphorie beherrschten Zeit eine auch nur annähernd weitsichtige Analyse. Aus eben dieser Quelle kommend, wurde Mitte April eine Studie veröffentlicht, die den Titel „Hot evidence for a cold economy“ (Heiße Anzeichen für eine kalte Wirtschaft) trägt. Darin nennen und erklären die Autoren 12 volkswirtschaftlich relevante Indikatoren, die ihrer Meinung nach für eine deutliche ökonomische Abkühlung in den USA sprechen. Einige davon, wie beispielsweise die Zinsstrukturkurve, die Geldmengenentwicklung, die Aktienmärkte oder die gängigen Frühindikatoren, finden selbstverständlich auch Eingang in unsere eigene Arbeit. Andere hingegen werden von uns nicht systematisch beobachtet.

Beispielsweise gilt das für die Entwicklung der Reallöhne. Deren Zuwächse sind seit Ende der 1990er Jahre deutlich gefallen und seit 2004 sogar negativ. Der bislang ungebrochen starke Konsum der privaten Haushalte, der sich in den vergangenen Jahren bereits in historisch einmaligem Ausmaß aus der Hauspreisinflation speiste, steht offensichtlich auf tönernen Füßen. Sobald die Immobilienpreissteigerungen aufhören werden, wird der Konsument seinen Gürtel enger schnallen müssen. Dank fallender Reallöhne könnte dieser Anpassungsprozess schmerzhaft und lang anhaltend ausfallen und eine erhebliche Belastung für die US-Wirtschaft darstellen. Die enttäuschenden Zahlen der großen US-Einzelhandelsketten Costco, Wal-Mart und Target deuten womöglich schon auf den Beginn dieser Entwicklung hin.



US-Konsumentenpreisindex von 1995 bis 2005; jährliche Veränderung in %

Ebenfalls nicht unserer permanenten Beobachtung unterworfen sind die Investitionen im Bereich Informationstechnologie. Nach dem gewaltigen Einbruch im Anschluss an die geplatze Aktienblase kam es hier im Jahr 2003 zu einer kraftvollen Erholung. Seit Mitte 2004 sind die IT-Investitionen allerdings wieder rückläufig. Die HSBC-Analysten weisen zusätzlich auf einen interessanten Zusammenhang hin. Zwischen der jährlichen Veränderung der NASDAQ-Kurse und der jährlichen Veränderung der IT-Investitionen besteht eine recht hohe positive Korrelation, wobei den Aktienkursen eine Vorläuferrolle zukommt. Da die Performance der NASDAQ im Jahresvergleich negativ ist, rechnen die HSBC-Ökonomen konsequenterweise mit einer deutlichen Abschwächung der Investitionstätigkeit.



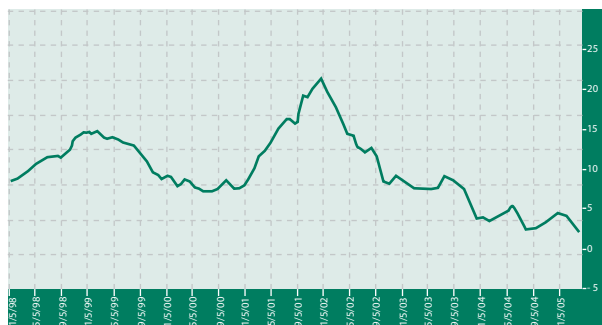
Wir selbst haben bereits in unserer September-Performance auf die sich mehrenden Zeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung hingewiesen. Mit 3,1% im ersten Quartal 2005 fiel das Wirtschaftswachstum in den USA bereits deutlich niedriger aus als die Konsensusschätzung. Vermutlich werden wir dieses Muster von unter den Erwartungen liegenden Wirtschaftsdaten auch in den kommenden Quartalen wieder beobachten können. Bei gleichzeitig anziehenden Inflationsraten weht bereits jetzt ein Hauch von Stagflation durch Amerika. Wie unsere regelmäßigen Leser wissen, gehören wir zu den relativ wenigen Analysten, die die Meinung vertreten, dass die derzeit gängigen hedonischen Methoden der Inflationsberechnung die tatsächlichen Preissteigerungen unterzeichnen. Sollte die Warenkorbinflation um die von manchen genannten 1 bis 2 %-Punkte höher sein als ausgewiesen, dann bliebe von dem offiziell ausgewiesenen Wachstum nicht mehr allzu viel übrig.

DAS GESAMTMODELL

Die *fundamentale Bewertung* des US-Aktienmarktes ist historisch betrachtet sehr hoch. Diese Einschätzung ergibt sich aus der Betrachtung aller klassischen Kennzahlen der Fundamentalanalyse wie Dividendenrendite, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis oder Kurs-Umsatzverhältnis. Lediglich jene Analysten, die ausschließlich das sogenannte Fed-Modell verwenden, in dem das Kurs-Gewinn-Verhältnis mit dem Zinsniveau verglichen wird, können zu einem anderen Ergebnis kommen. Wir wissen, dass dieses Modell auch heute noch weit verbreitet ist. Leider wird es zur Begründung andernfalls fundamental nicht zu konstruierender bullischer Prognosen selbst von Marktstrategen ins Feld geführt, die wir durchaus schätzen – aus anderen Gründen natürlich. Also wiederholen wir es hier noch einmal in aller Klarheit: Das Fed-Modell ist Unsinn. Die Begründung dieses harschen Urteils haben wir in unserer „Performance“ schon mehrmals präsentiert und werden sie deshalb hier nicht wiederholen. Interessierte Leser verweisen wir auf unser Archiv (<http://www.effektenbank.de>).

Die *monetären Rahmenbedingungen* sind negativ, und sie verschlechtern sich mit jeder neuen Zinsanhebung der US-Notenbank. Die in den vergangenen Jahren extrem steile Zinsstrukturkurve, die Marktteilnehmern mit Zugang zu billigem Zentralbankgeld satte „Arbitrage-Gewinne“ bescherte, hat sich bereits weitgehend normalisiert. Die mit dem Abflachen der Kurve dahinschmelzenden Margen sind ein wichtiger Bestandteil der zu erwartenden vollkommen normalen Bremsspuren eines jeden Zinserhöhungszyklus. Das sehr schwache Chartbild zahlreicher Aktien von Unternehmen des Finanzsektors spiegeln diesen einfachen Zusammenhang vermutlich längst wider.

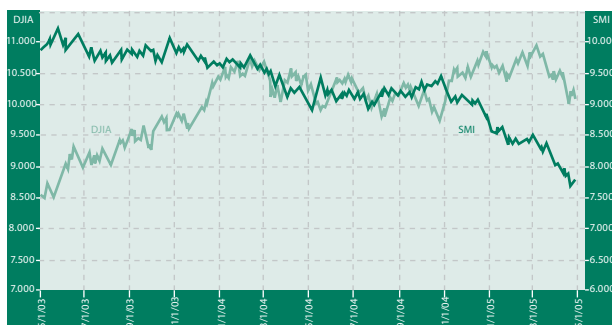
Die US-Geldmengen wachsen im Jahresvergleich nur noch zwischen 2,4% (MZM) und 5,4% (M3). Wenn man das Geldmengenwachstum der letzten 3 Monate annualisiert, ergibt sich ein noch restriktiveres geldpolitisches Bild: MZM minus 1,6%, M1 0,1%, M2 3,5% und M3 4,2%. Zum Vergleich erinnern wir daran, dass MZM in den Jahren 2001 und 2002 2-stellige Zuwachsraten aufwies, die in der Spitze über 20% betragen. Vermutlich wird das Nachlassen der preistreibenden Wirkung dieses veritablen Bergs von damals frisch kreierte Geld schon bald und deutlich an den Finanz- und Immobilienmärkten zu spüren sein.



US-Geldmenge MZM von 1998 bis heute;
jährliche Veränderung in %, 4-Wochen-Glättung

Bei den *Sentimentindikatoren* müssen wir zwischen dem mittel- bis langfristigen Bild einerseits und dem kurzfristigen andererseits differenzieren. Ersteres lässt aufgrund des fast 2 Jahre langen überschäumenden Optimismus problemlos eine ausgeprägte Baisse zu. Kurzfristige Schwankungen spielen hier kaum eine Rolle. Um das langfristige Bild zu verändern, bedarf es eines mehrere Monate anhaltenden Stimmungsumschwungs.

Besondere Aufmerksamkeit verdient derzeit der „*Smart Money Index*“. Dieser relativ selten in der Presse erwähnte Sentimentindikator erlebte im Anschluss an den Crash von 1987 eine gewisse Popularität, weil er sehr deutliche Warnsignale ausgesendet hatte. Zu seiner Berechnung wird ausschließlich die Performance des DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE während der ersten halben und der letzten ganzen Handelsstunde eines jeden Börsentages verwendet. Von der Bewegung der letzten Handelsstunde wird die der ersten halben Stunde abgezogen, und es wird ein kumulativer Index berechnet. In einem gesunden Trend bestätigt dieser Index den DOW, bewegt sich also in dieselbe Richtung. Kauf- oder Verkaufssignale ergeben sich immer dann, wenn er das nicht tut, wenn also negative Divergenzen zwischen den beiden Indizes entstehen. Der Vorlauf des Smart Money Index beträgt typischerweise mehrere Monate. Vielleicht ist diese Trägheit der Grund für seine geringe Popularität. Der Smart Money Index hat den im Oktober 2004 begonnen Kursanstieg nicht bestätigt. Damit hat sich eine ausgeprägte negative Divergenz gebildet, ein Warn- oder Verkaufssignal, wie es klarer nicht sein kann.



Smart Money Index von 2003 bis 2005;
Quelle: Hays Advisory LLC



Die kurzfristigen Sentimentindikatoren haben sich im Gefolge der Kursrückgänge der letzten Wochen wie üblich in Phasen fallender Kurse verbessert. Das Ausmaß dieser Verbesserung ist allerdings überraschend bescheiden ausgefallen. Daraus lassen sich 2 typische Szenarien ableiten. Entweder wird die laufende Abwärtsbewegung eine unmittelbare Fortsetzung erfahren, in deren Verlauf die Indikatoren klar positiv werden. Oder es kommt von hier aus zu einer kleinen Bearmarket-Rallye, in deren Verlauf sich die überverkaufte Situation abbaut und der Optimismus der Marktteilnehmer wieder zunimmt. Eine tragfähige Bodenbildung sieht normalerweise anders aus.

	Liquide Mittel	Festverzinsliche Wertpapiere	Aktien	HUI
Aggressives Wachstum	42%	35%	18%	5%
Moderates Wachstum	25%	60%	10%	5%
Mittleres Wachstum	37%	35%	23%	5%
Langfristiges Wachstum	52%	20%	23%	5%

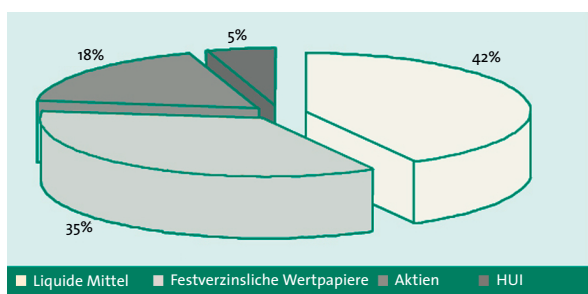
Asset Allocation

FAZIT

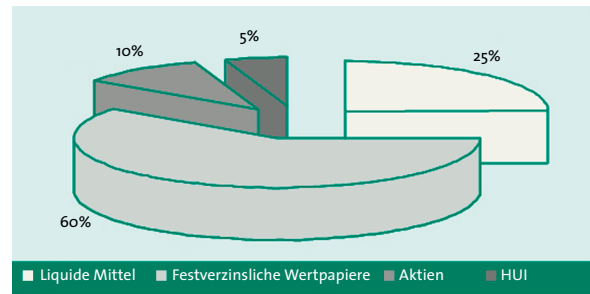
Es gibt kaum eine gefährlichere Konstellation für die Börse als die gegenwärtige. Nahezu alle großen Kursrückgänge erfolgten vor dem Hintergrund überbewerteter Märkte in Verbindung mit einer bremsenden Geldpolitik. Das ist der Hauptgrund unserer überaus vorsichtigen Haltung. Manchmal kann eine positive Markttechnik diese negativen Einflussfaktoren zwar eine Zeitlang kompensieren, aber das mit dieser Konstellation verbundene Risiko halten wir für prinzipiell zu hoch. In den letzten Wochen hat sich zusätzlich die Markttechnik in fast allen Bereichen bedeutend verschlechtert. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit deutlich, dass die beiden großen negativen Einflussfaktoren Überbewertung und restriktivere Geldpolitik endgültig die Oberhand gewinnen. Das baldige Ende der seit Anfang 2003 laufenden ungewöhnlich starken Bearmarket-Rallye (Echoblaste) wird immer wahrscheinlicher. Mehr denn je gilt jetzt das bewährte Motto: „Don't fight the Fed!“

Unser Freund Roland Leuschel, der zu den ganz wenigen Analysten gehört, die Anfang der 1980er Jahre extrem bullish auf die Aktienmärkte waren und dennoch den Crash von 1987 prognostizierten, hat sich kürzlich mit einer unmissverständlichen Warnung zu Wort gemeldet: „Bientot le Krach“.

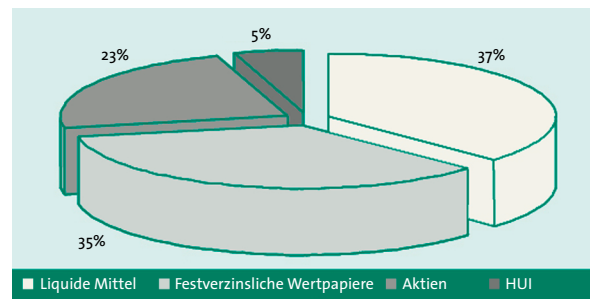
Die letzten Monat angekündigte Darstellung zusätzlicher für eine Fortsetzung der noch jungen, aber vermutlich langfristigen Rohstoff- und Edelmetallhaube sprechenden Gründe verschieben wir auf eine der kommenden Performance-Ausgaben.



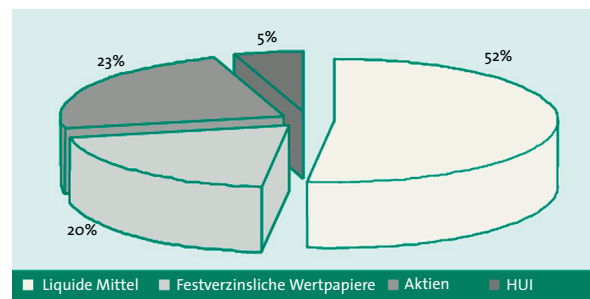
Aggressives Wachstum



Moderates Wachstum



Mittleres Wachstum



Langfristiges Wachstum

CHARTANALYSE

Die Verschlechterung der technischen Verfassung der US-Aktienmärkte hat sich in den letzten Wochen eindeutig fortgesetzt. Das an dieser Stelle schon mehrfach erwähnte Muster steigender Umsätze an Tagen fallender Kurse und abnehmender Umsätze an festen Börsentagen zeigte sich auch im vergangenen Monat. Wir sehen darin ein sehr ernst zu nehmendes Zeichen zunehmenden Verkaufsdrucks und abnehmenden Kaufinteresses, ein typisches Kennzeichen von Baissen. Der Verkaufsdruck verteilt sich dabei über eine sehr breite Palette unterschiedlicher Sektoren, was ebenfalls ein typisches Zeichen für einen Bärenmarkt ist. Die deutlich sichtbare Verschlechterung in der „New High New Low“-Statistik sei in diesem Zusammenhang ebenfalls erwähnt. Die starke Zunahme der Anzahl von Aktien, die 52-Wochen-Tiefs markiert haben, spricht ebenfalls gegen die These einer harmlosen Korrektur und für den Beginn eines ausgeprägten Abwärtstrends.



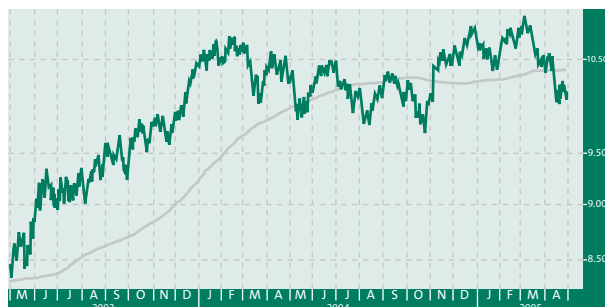
Eine weitere sehr ominöse Entwicklung sehen wir an den Anleihemärkten. Die Zinsdifferenzen der verschiedenen Bonitätskategorien waren im Verlauf der großen Bearmarket-Rallye der vergangenen beiden Jahre auf das Niveau von vor der LTCM-Krise (1998) gefallen. Die Marktteilnehmer an den Rentenmärkten waren also erneut außerordentlich risikofreudig geworden, ein typisches Zeichen für überbordenden Optimismus und hohe Liquidität an den Finanzmärkten. Seit Anfang dieses Jahres haben die Zinsdifferenzen eine deutliche und steile Ausweitung erfahren. Einerseits spiegelt dieses Verhalten eine zunehmende Risikoscheu der Anleger wider, die gewöhnlich auch für die Aktienmärkte von Bedeutung ist. Andererseits kann es als Zeichen zunehmender Spannung innerhalb des Finanzsystems gewertet werden. Beide Interpretationen ergänzen sich natürlich und weisen lediglich auf typische Veränderungen im Anschluss an eine Bremspolitik der Notenbank hin.

Im Zusammenhang mit unserem ungewöhnlich hohe Gefahren signalisierenden Gesamtmodell ergibt sich aus der technischen Marktverfassung ein zu großer Vorsicht mahnendes Bild. Folglich müssen wir die Wahrscheinlichkeit, am Beginn einer zyklischen Baisse zu stehen, für sehr hoch bezeichnen.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

Auch der DOW hat sowohl seine Aufwärtstrendlinie nach unten durchstoßen als auch die Untergrenze seiner potenziellen oberen Umkehrformation. Das daraus resultierende Verkaufssignal ist klar und deutlich und gibt uns ein Minimum-Kursziel von 9.800 Punkten. Dieses Kursziel befindet sich im Bereich der Tiefstkurse des Jahres 2004. Immerhin dreimal, nämlich im März, im August und im Oktober, testete der DOW dieses Kursniveau. Aus charttechnischer Sicht kommt ihm damit eine wichtige Bedeutung zu. Hier drängt sich förmlich der Gedanke auf, dass der Kursverlauf seit Januar 2004 eine mächtige obere Umkehrformation darstellt, deren Untergrenze bei rund 9.800 Punkten verläuft. Aus dieser großen Formation würde sich ein Minimum-Kursziel von etwa 8.500 Zählern ergeben. Vielleicht nicht ganz zufällig befinden sich genau in diesem Bereich massive technische Unterstützungen.

Insgesamt vermittelt der DOW ein schwächeres Bild als der S&P 500. Die Kurse befinden sich wieder inmitten der seit Januar 2004 laufenden Seitwärtsbewegung. Damit hat sich der Ausbruch über die Januar 2004-Hochs als Fehlsignal und Bullenfall herausgestellt. Der Index notiert bereits recht deutlich unter seiner wieder fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie, die bereits seit Mitte letzten Jahres mehr oder weniger seitwärts verläuft. Der auf Wochenbasis ermittelte MACD Indikator hatte den Ausbruch der Kurse über die 2004-Hochs bereits nicht mehr bestätigt. Der Kursrückgang der vergangenen Wochen erzeugte in diesem mittelfristig ausgerichteten MACD ein unmissverständliches Verkaufssignal. Die Argumente für den Beginn einer zyklischen Baisse häufen sich.

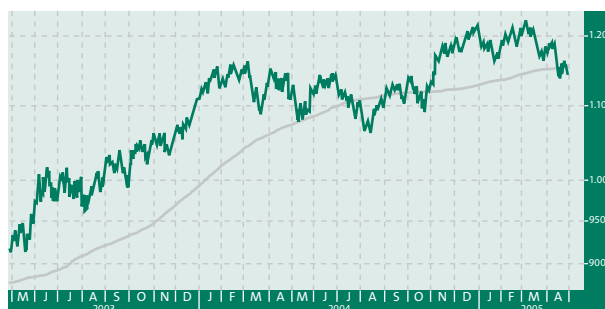


DJIA

S&P 500

Vergangenen Monat stellten wir die Vermutung auf, dass der Kursverlauf seit November 2004 eine obere Umkehrformation mit der Untergrenze von 1.163 Punkten darstellt. Diese Sichtweise wurde durch die Entwicklung der letzten Wochen klar bestätigt. Zunächst formte sich eine kleine rechte Schulter einer wohlproportionierten Schulter-Kopf-Schulter-Formation. Dann erfolgte ein dynamischer Ausbruch unter die bei rund 1.160 Zählern verlaufende Nackenlinie. Wie vergangenen Monat bereits angekündigt, sehen wir darin ein unmissverständliches technisches Verkaufssignal.

Mit knapp 6 Monaten ist die genannte Formation zwar nicht besonders groß und ihr Minimum-Kursziel beläuft sich nur auf etwa 1.080 Punkte. Aber sie kann problemlos als ein gewichtiger Teil einer sehr viel mächtigeren Formation interpretiert werden, die den gesamten Kursverlauf seit Januar 2004 umfasst. Ihre Untergrenze sehen wir in der Zone von 1.060 bis 1.100. Mit einem erneuten Test dieses Bereichs müssen wir aufgrund des oben erwähnten Minimum-Kursziels rechnen. Aufgrund unseres sehr negativen Gesamtmodells und der schwachen technischen Marktverfassung erscheint uns eine Begrenzung der zu erwartenden Kursrückgänge auf dieses Niveau nicht sehr wahrscheinlich zu sein. Die mittlerweile deutlich durchbrochene Aufwärtstrendlinie, die von den März-Tiefs aus angelegt wird, gibt einen zusätzlichen Hinweis darauf, dass die im Frühjahr 2003 begonnene und ungewöhnlich lang anhaltende Bearmarket-Rallye vorüber sein dürfte.

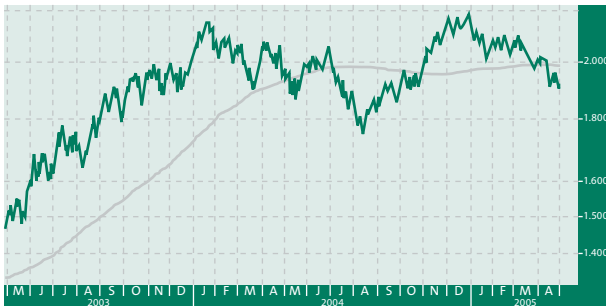


S&P 500



NASDAQ

Ein noch bedenklicheres Bild bietet uns die NASDAQ. Auch hier befinden sich die Kurse deutlich unterhalb der mittelfristigen Aufwärtstrendlinie, unterhalb der wieder fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie und innerhalb der großen Seitwärtsbewegung, deren Beginn an der NASDAQ aber bereits auf September-Oktober 2003 datiert werden muss. Erinnern wir uns noch einmal an den Kursverlauf des Jahres 2004. Damals schien sich eine wohlgeformte Umkehrformation abzuzeichnen, deren Untergrenze bei 1.880 bis 1.900 Zählern verlief. Im Juli 2004 erfolgte ein dynamischer Ausbruch unter diese Formation, der sich letztlich aber als schmerzhaftes Fehlsignal erwies. Dennoch sehen wir in dem Bereich um 1.900 Punkten weiterhin eine wichtige technische Unterstützungsmarke. Ende April 2005 wurde diese Zone erneut getestet. Die Kurse der NASDAQ befanden sich also auf demselben Niveau wie vor rund 1½ Jahren, im September 2003. Sieht so ein Bullenmarkt aus? Kurzfristig halten wir eine kleinere Bearmarket-Rallye bis in den Bereich der wieder fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie und anderer technischer Widerstände bei rund 2.000 Punkten für möglich. Solange das eingangs beschriebene Muster rückläufiger Umsätze bei steigenden Kursen beibehalten wird, betrachten wir Kurserholungen als Verkaufsgelegenheiten und rechnen zumindest mittelfristig mit einer Fortsetzung der Kursrückgänge. Kurzfristige Unterstützung befindet sich im Bereich der August 2004-Tiefs, also bei 1.750 Punkten, dann erst wieder bei 1.500.

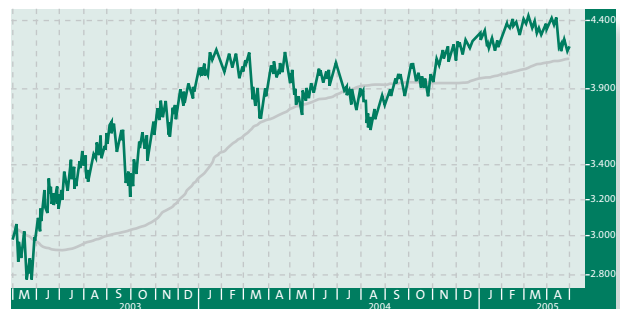


NASDAQ

DAX

Noch immer bietet der deutsche Aktienindex im Vergleich zu seinen amerikanischen Vorbildern ein relativ starkes Bild. Noch immer befinden sich die Kurse über den Hochs des ersten Quartals 2004. Damit ist weiterhin die bullische Interpretation des Charts möglich, die den Kursanstieg zur Jahreswende als einen Ausbruch aus einer langen Konsolidierungsformation interpretiert. Die steigende 200-Tage-Durchschnittslinie passt zu dieser Sichtweise. Da wir ein Eigenleben der deutschen Börse, also eine Abkopplung von den US-Vorgaben erst dann glauben, wenn wir es tatsächlich über einen längeren Zeitraum erleben, bleiben wir bei unserer von Skepsis geprägten Sichtweise. Da sich auch im DAX eine Verschlechterung der charttechnischen Verfassung konstatieren lässt, scheint uns diese von Vorsicht geprägte Haltung nicht allzu gewagt zu sein. Der Kursverlauf seit Ende letzten Jahres lässt nun auch im DAX an die Entstehung einer oberen Umkehrformation denken. Deren Untergrenze verläuft bei knapp 4.200 Zählern. Das aktuelle Chartbild des DAX ähnelt frappierend dem der US-Indizes von vor 4 Wochen. Damit könnte sich das kurzfristige Abweichen des DAX von den US-Vorgaben,

denen er normalerweise in der Richtung fast sklavisch folgt, als eine letztlich unbedeutende zeitliche Verzögerung herausstellen, gewissermaßen als rund 4-wöchige Phasenverschiebung. Die Untergrenze dieser potenziellen Umkehrformation verläuft bei etwa 4.180 Punkten. Ein Ausbruch unter diese Marke würde dem hier geschilderten Szenario deutlich an Gewicht verleihen. Ein Überschreiten der Jahreshochs hingegen würde es negieren. Der letzten Monat schon als erstes technisches Schwächezeichen erwähnte Bruch der zyklischen Aufwärtstrendlinie hat weiterhin Bestand und deutet auf das Ende der ungewöhnlich großen Bearmarket-Rallye hin.



DAX

NIKKEI

Auch an der japanischen Börse kam es im April zu Kursverlusten. Allerdings erfolgten sie in Verbindung mit Meldungen über politische Spannungen zwischen China und Japan. Normalerweise betrachten wir Kursrückgänge aufgrund von mit hoher Wahrscheinlichkeit zumindest kurz- bis mittelfristig unbedeutenden Nachrichten als typische Kaufgelegenheiten. Dazu tendieren wir auch in diesem Fall und bleiben bei unserer letzten Monat formulierten Markteinschätzung. Diese empfahl Käufe im Bereich von 11.300 Indexpunkten, da hier starke technische Unterstützungen lagen. Nun hat diese Marke allerdings nicht gehalten, und die Kurse fielen in der Spitze auf knapp 10.800 Punkte, also gut 4% unter unser Kaufniveau. Sie erreichten damit fast die untere Begrenzung der großen Dreiecksformation. Damit kommt der zweite Teil unsere Empfehlung ins Spiel, der als Stop Loss-Marke das Unterschreiten eben dieser unteren Begrenzung nannte.

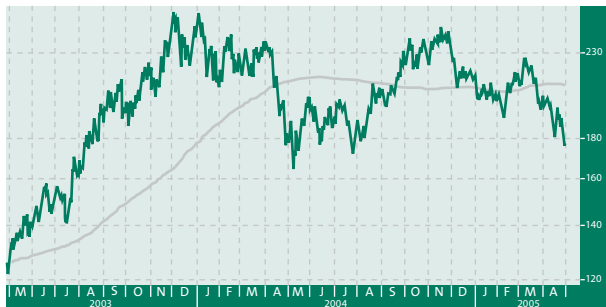


NIKKEI



HUI

Der Goldminenindex erfüllte unsere bullischen Erwartungen in den vergangenen Wochen nicht. Statt dessen erfolgte ein Ausbruch aus der potenziellen Dreiecksformation nach unten, ein klares Schwächezeichen. Sollte auf dem aktuellen Niveau verkauft werden? Nein, im Gegenteil. Wir halten die gegenwärtigen Kurse für eine Kaufgelegenheit. Aus technischer Sicht verläuft hier eine Unterstützungszone aus dem Jahr 2004. Etwa 15% niedriger befindet sich die Obergrenze einer massiven Unterstützung aus den Jahren 2002 und 2003. Der mit Abstand wichtigste Punkt unserer sehr bullischen Einschätzung der Goldminenaktien ist allerdings fundamentaler Natur. Im Vergleich zum Goldpreis sind die Minenaktien geradezu spottbillig. Außerdem befinden wir uns in einem sich deutlich abschwächenden ökonomischen Umfeld, das die Attraktivität des Edelmetallsektors ebenfalls unterstreicht.



HUI

GOLD

Gold befindet sich weiterhin in einem ungebrochenen Aufwärtstrend. Im Lauf des Jahres wurde die steigende 200-Tage-Durchschnittslinie zweimal getestet. Kurse in der Nähe ihrer steigenden 200-Tage-Durchschnittslinie betrachten wir bekanntlich als klare Kaufgelegenheiten innerhalb eines Bullenmarkts. Wir können keine Anzeichen technischer Schwäche erkennen. Das gilt umso mehr, da sich der Goldpreis in Yen und auch in Euro in jüngster Zeit erfreulich freundlich präsentiert hat. Unsere regelmäßigen Leser wissen, dass wir zur Bestätigung des von uns erwarteten weltweiten und langfristigen Bullenmarkts der Edelmetalle dem Goldpreis in Yen und in Euro eine wichtige Bedeutung beimessen. Gemessen in Euro lässt der wichtige Ausbruch über die Marke von 350 € pro Feinunze noch immer auf sich warten. Aktuell beträgt der Kurs fast 340 €. Es scheint wieder einmal spannend zu werden.



GOLD

CRB-ROHSTOFFINDEX

Nach dem sehr steilen Anstieg im Februar und März kam es im Rohstoffindex zu einer normalen Korrektur. Der Abstand zur steigenden 200-Tage-Durchschnittslinie ist noch immer recht groß und lässt problemlos eine Fortsetzung der Korrekturbewegung zu. Wir können keine Hinweise auf ein bevorstehendes Ende dieser vermutlich langfristigen Hausse erkennen und halten Kursrückgänge wie die der letzten 6 Wochen für Kaufgelegenheiten.



CRB

Claus Vogt, Jahrgang 1963, absolvierte ein BWL-Studium an der Universität Frankfurt am Main. Bereits während des Studiums, das er 1990 als Dipl.-Kaufmann beendete, stand die Börse im Mittelpunkt seines Interesses. Sein beruflicher Werdegang führte ihn zu zwei internationalen Großbanken, bevor er im Jahr 2000 als Leiter Research zur Berliner Effektenbank kam. Im März 2004 erschien sein gemeinsam mit Roland Leuschel verfasstes Buch: "Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet, oder: Inflation um jeden Preis."



IMPRESSUM – DATEN & FAKTEN

HERAUSGEBER:

Berliner Effektengesellschaft AG
Kurfürstendamm 119 | 10711 Berlin | Telefon 030-89021-100 | Telefax 030-89021-199

Niederlassung Frankfurt
Goethestraße 13 | 60313 Frankfurt | Telefon 069-91332-410 | Telefax 069-91332-419

www.effektengesellschaft.de | info@effektengesellschaft.de

www.tradegate.de | info@tradegate.de

info@freiverkehr.de

INVESTOR UND PUBLIC RELATIONS:

Catherine Hughes | Telefon 030-89 021-145 | Telefax 030-89 021-134 | chughes@effektengesellschaft.de

IMPRESSUM – PERFORMANCE

HERAUSGEBER:

Berliner Effektenbank
Niederlassung der Consors Capital Bank AG
Kurfürstendamm 119 | 10711 Berlin | Telefon 030-89021-372 | Telefax 030-89021-196

www.effektenbank.de | info@effektenbank.de

RESEARCH:

Claus Vogt | Telefon 030-89 021-355 | Telefax 030-89 021-369 | cvogt@effektenbank.de

REDAKTION:

Melanie Timm | Telefon 030-89 021-344 | Telefax 030-89 021-196 | mtimm@effektenbank.de

Gedruckt auf garantiert umweltfreundlich hergestelltem Papier. Alle Rechte vorbehalten.
Nachdruck oder Vervielfältigung nur mit Genehmigung des Herausgebers.