



BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT
AKTIENGESELLSCHAFT

DATEN & FAKTEN I/2006

STAND: 31. MÄRZ 2006 | INKLUSIVE DER AKTUELLEN MARKTANALYSE MAI 2006



Sehr geehrte Damen und Herren,

das Jahr 2006 verspricht für die Berliner Effektengesellschaft nach fünf „mageren“ Jahren endlich ein guter Jahrgang zu werden. Inzwischen kehren auch Privatanleger wieder verstärkt zurück in die Aktienmärkte. Sie und die institutionellen Anleger bescheren Umsätze, wie sie zuletzt im Jahre 2000 zu verzeichnen waren. Nach dem Zusammenbruch des Neuen Marktes hat sich erneut der Freiverkehr als geeignete Einstiegsplattform für junge Unternehmen in den Kapitalmarkt erwiesen.

Die konsolidierte Konzernbilanz der Berliner Effektengesellschaft mit ihren sehr diversifizierten Tochterunternehmen ist für den Anleger nur noch schwierig zu verstehen. Auch oder gerade die gesetzlich vorgeschriebene Umstellung auf IFRS-Rechnungslegungsstandards hat nach unserer Auffassung die Transparenz für unsere Aktionäre nicht gerade verbessert. Zu viele höchst unterschiedliche Faktoren etwa völlig branchenfremder Beteiligungen unserer VC-Konzerntochter Ventegis Capital AG fließen in das Konzernergebnis ein und erschweren die Vergleichbarkeit mit anderen Finanzdienstleistern oder Banken.

Auch wenn der Aktienkurs unserer Gesellschaft sich in den letzten Monaten entsprechend dem positiven Kapitalmarktumfeld sehr gut entwickelt hat, sind aus Sicht der Geschäftsführung weitere Maßnahmen nötig, um dauerhaft eine faire Bewertung im Sinne des Shareholder-Value-Gedankens zu ermöglichen. Dazu sollen mittelfristig die wesentlichen Konzerntochtergesellschaften eigenständig an der Börse notieren und sich mit ihren völlig unterschiedlichen Geschäftsmodellen einer Einzelbewertung durch den Markt stellen. Für die Einzelgesellschaften gibt es jeweils auch besser vergleichbare ebenfalls börsennotierte Wettbewerber in einer so genannten Peer-Group. Der Net-Asset-Value der Berliner Effektengesellschaft würde somit unabhängig vom Konzernergebnis besser sichtbar, und die Gesellschaft wäre in die Lage versetzt, auf temporäre Über- oder Unterbewertungen von Tochtergesellschaften oder eigener Anteile zu reagieren.

In diesem Zusammenhang wurde die ehemalige Konzerntochter Berliner Freiverkehr (Aktien) AG bereits in TRADEGATE AG WERTPAPIERHANDELSBANK umfirmiert, und ein Börsengang in den Entry Standard mit maximal 5 % der Anteile wird vorbereitet. Ausschließlich Aktionäre der Berliner Effektengesellschaft werden im Rahmen eines Private Placements die Gelegenheit erhalten, sich an dieser attraktiven Neuemission noch vor der Notierungsaufnahme zu beteiligen.

Wir hoffen auf einen regen Besuch auf unserer Hauptversammlung und ein weiterhin erfolgreiches Jahr 2006 für unsere Gesellschaft und unsere Aktionäre.

Ihre Berliner Effektengesellschaft

Der Vorstand

INHALT

02	Vorwort
03	Aktionärsstruktur, Unternehmensdaten, Kennzahlen
03	Konzernstruktur
03	Kurs- und Umsatzentwicklung der Aktie der Berliner Effektengesellschaft AG
03	Vorstand und Aufsichtsrat
03	Termine
04	Gewinn- und Verlustrechnung
04	Ergebnis pro Aktie
04	Segmentberichterstattung
05	Bilanz
05	Kapitalflussrechnung
05	Eigenkapitalentwicklung
06	Erläuterungen zum Zwischenausweis
06	Notes
10	Die aktuelle Marktanalyse der Berliner Effektenbank
16	Lageplan, Impressum

WKN 522 130, ISIN DE0005221303

Amtlich notiert in Berlin und Frankfurt

AKTIONÄRSSTRUKTUR PER 31. MÄRZ 2006

34,60%	H.T.B. Unternehmensbeteiligungen GmbH
33,32%	Holger Timm
14,54%	Cortal Consors S.A.
17,53%	Free Float

UNTERNEHMENS DATEN PER 31. MÄRZ 2006

Marktkapitalisierung:	57,2 Millionen €
Anzahl der Aktien:	16.461.303
Free Float:	17,53% = 2.886.393
Rechnungslegung:	IFRS
Bilanzsumme:	127.078 T€
Anzahl der Mitarbeiter:	172

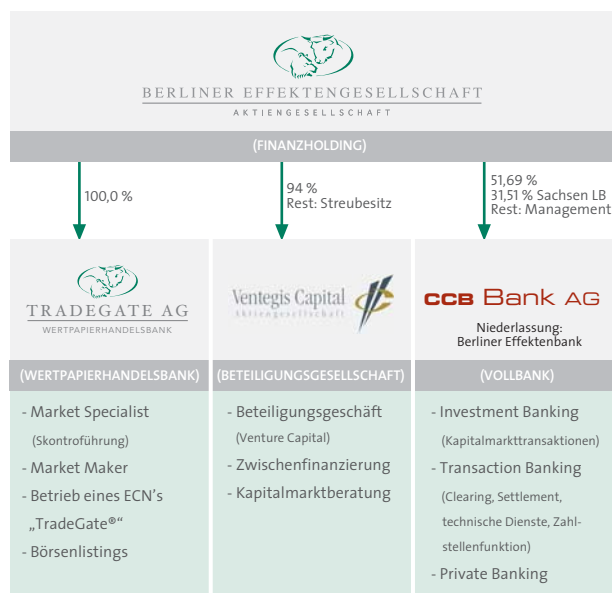
KENNZAHLEN PER 31. MÄRZ 2006

Ergebnis je Aktie:	0,11 €	
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge/Rohertrag:		4,6%
Provisionsüberschuss/Rohertrag:		27,8%
Handelsergebnis/Rohertrag:		67,6%
Cost/Income-Ratio:		78,7%
Eigenkapitalquote:		59,2%

KENNZAHLEN PER 31. MÄRZ 2005

Ergebnis je Aktie:	0,02 €	
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge/Rohertrag:		9,7%
Provisionsüberschuss/Rohertrag:		36,8%
Handelsergebnis/Rohertrag:		53,5%
Cost/Income-Ratio:		94,4%
Eigenkapitalquote:		64,2%

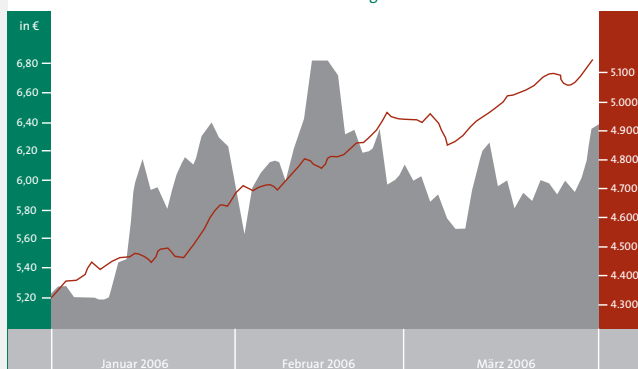
KONZERNSTRUKTUR



KURSENTWICKLUNG DER AKTIE

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

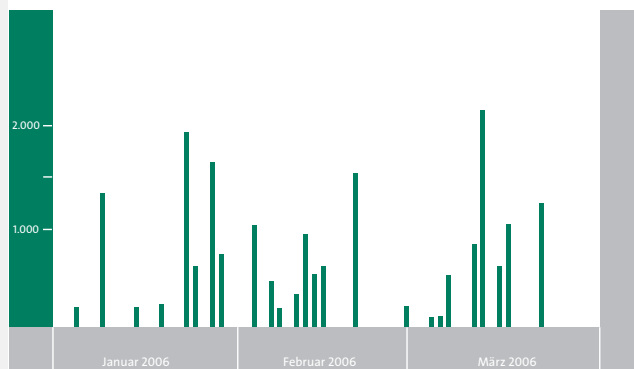
Januar - März 2006 – im Vergleich zum SDAX



UMSATZENTWICKLUNG DER AKTIE

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

Januar - März 2006



VORSTAND UND AUFSICHTSRAT

DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG

Vorstand	Aufsichtsrat
Holger Timm Sprecher des Vorstandes	Prof. Dr. Jörg Franke, Vorsitzender
Karsten Haesen Mitglied des Vorstandes	Dr. Andor Koritz, stellvert. Vorsitzender Rechtsanwalt
	Andrä Dujardin Unternehmer
	Wolfgang Hermann Kaufmann
	Detlef Prinz Unternehmer
	Pamela Schmidt-Fischbach Rechtsanwältin Cortal Consors S.A. Zweigniederlassung Deutschland

TERMINE

21. Juni 2006 10:00 Uhr	Hauptversammlung in Berlin
11. August 2006	Bericht über das erste Halbjahr 2006
10. November 2006	Bericht über das III. Quartal 2006
8. Dezember 2006 17:00 Uhr	Aktionärsveranstaltung in Berlin

Gewinn- und Verlustrechnung	Notes	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Zinsüberschuss	(1)	450	432	4,2
Netto-Risikovorsorge im Kreditgeschäft	(2)	- 73	- 22	231,8
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge		377	410	- 8,0
Provisionsüberschuss	(3)	2.274	1.563	45,5
Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen (Hedge Accounting)		-	-	-
Handelsergebnis	(4)	5.522	2.269	143,4
Rohertrag		8.173	4.242	92,7
Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale)	(5)	- 16	12	—
Ergebnis aus Finanzanlagen (held-to-maturity-Bestände)		-	-	-
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen		- 110	-	-
Verwaltungsaufwand	(6)	- 6.430	- 4.004	60,6
Betriebsergebnis		1.617	250	546,8
Sonstiges betriebliches Ergebnis	(7)	686	6	11.333,3
Ergebnis vor Steuern		2.303	256	799,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		- 581	4	—
Ergebnis nach Steuern		1.722	260	562,3
Konzernfremden Gesellschaftern zustehende Gewinne/Verluste		156	12	1.200,0
Konzerngewinn/-verlust		1.878	272	590,4

Ergebnis je Aktie	in € 01.01.-31.03.2006	in € 01.01.-31.03.2005
Ergebnis je Aktie	0,11	0,02
Durchschnittliche Anzahl der Aktien	16.456.926	16.311.917

Segmentberichterstattung	in T€ Skontro- führung/ Eigenhandel	in T€ Financial Market Services	in T€ Private Banking	in T€ Corporate Finance	in T€ Venture Capital	in T€ Sonstiges	in T€ Konzern
Zinsüberschuss	205	111	11	0	30	93	450
Netto-Risikovorsorge im Kreditgeschäft	0	0	-85	0	12	0	-73
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge	205	111	-74	0	42	93	377
Provisionsüberschuss	578	1.115	314	193	75	-1	2.274
Handelsergebnis	5.243	41	63	0	174	1	5.522
Rohertrag	6.026	1.267	303	193	291	93	8.173
Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale)	-3	0	0	0	-13	0	-16
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	0	0	0	0	-110	0	-110
Verwaltungsaufwand	-3.187	-1.805	-913	-79	-194	- 252	- 6.430
Betriebsergebnis	2.836	-538	-610	114	-26	-159	- 1.617
Sonstiges betriebliches Ergebnis	5	767	26	3	30	-145	686
Ergebnis vor Steuern	2.841	229	-584	117	4	-304	2.303
Durchschnittlich gebundenes Kapital	36.087	399	9.689	307	8.322	20.391	75.195
Eigenkapitalrendite des Ergebnisses vor Steuern	31,5%	229,6%	-24,1%	152,4%	0,2%	-6,0%	12,3%
Durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter	69	33	13	1	5	40	161

Aktiva	Notes	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Barreserve	(8)	731	870	- 16,0
Forderungen an Kreditinstitute	(9)	67.199	60.031	11,9
Forderungen an Kunden	(10)	8.734	8.172	6,9
Risikovorsorge		- 2.557	- 2.498	2,4
Handelsaktiva	(11)	5.909	3.313	78,4
Beteiligungs- und Wertpapierbestand	(12)	41.232	41.289	- 0,1
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen		287	397	- 27,7
Immaterielle Anlagewerte		1.777	1.902	- 6,6
Sachanlagen		1.452	1.435	1,2
Ertragsteueransprüche		926	632	46,5
Sonstige Aktiva		964	2.314	- 58,3
Aktive latente Steuern		424	258	64,3
Gesamt		127.078	118.115	7,6

Passiva	Notes	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	(13)	10.385	5.303	95,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	(14)	33.281	33.949	- 2,0
Handelspassiva	(15)	2.420	954	153,7
Rückstellungen	(16)	2.766	1.819	52,1
Ertragsteuerverpflichtungen		823	230	257,8
Sonstige Passiva		1.677	1.848	- 9,3
Passive latente Steuern		531	480	10,6
Eigenkapital		75.195	73.532	2,3
Gezeichnetes Kapital		16.461	16.454	0,0
Kapitalrücklage		40.933	40.907	0,1
Gewinnrücklagen		3.852	2.503	53,9
Neubewertungsrücklage		266	307	- 13,4
Konzerngewinn		3.543	3.052	16,1
Anteile in Fremdbesitz		10.140	10.309	- 1,6
Gesamt		127.078	118.115	7,6

Kapitalflussrechnung	in T€ 2006	in T€ 2005
Zahlungsmittelbestand zum 01.01.	49.794	35.571
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	6.356	- 1.627
Cashflow aus Investitionstätigkeit	- 74	- 2.193
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	11	35
Wechselkurs-, konsolidierungskreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelfonds	-	-
Zahlungsmittelbestand zum 31.03.	56.087	31.786

Eigenkapitalentwicklung	in T€ Eigenkapital	in T€ Anteile in Fremdbesitz
Kapital zum 31.12.2005	63.222	10.309
Gezeichnetes Kapital		
Ausgabe Aktien aus Mitarbeiteroptionsprogramm	7	-
Kapitalrücklage		
Ausgabe Aktien aus Mitarbeiteroptionsprogramm	25	-
Nettoveränderungen der Neubewertungsrücklage	- 41	3
Konzerngewinn/-verlust 01.01. - 31.03.2006	1.878	- 156
sonstige Veränderungen	- 36	- 16
Kapital zum 31.03.2006	65.055	10.140

Zum 31. März 2006 legt die Berliner Effektengesellschaft AG Zahlen nach den Regelungen der International Financial Reporting Standards vor. Diesen Regelungsrahmen bezeichnen wir nachfolgend mit IFRS. Als Ergebnis der Prüfung des Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2005 war es erforderlich, die Zahlen zum 31. März des Vorjahres an die gewonnenen Erkenntnisse anzupassen. Insbesondere betraf dies die Risikovorsorge im Kreditgeschäft für Portfoliorisiken, den Personalaufwand aus den ausgegebenen Mitarbeiteroptionen und den Steueraufwand aus latenten Steuern.

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. 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 Anstieg der Erträge aus den zum Verkauf bestimmten Wertpapieren haben den leichten Rückgang des Zinsüberschusses aus dem Kreditgeschäft etwas mehr als ausgeglichen.

(1) Zinsüberschuss	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Zinserträge aus Kredit- und Geldmarktgeschäften	301	310	- 2,9
Zinserträge aus dem Wertpapierbestand (available for sale)	131	100	31,0
Dividenden aus Wertpapieren	165	152	8,6
Laufendes Ergebnis aus Beteiligungen und Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	-	-	-
Zinserträge	597	562	6,2
Zinsaufwendungen	- 147	- 130	13,1
Gesamt	450	432	4,2

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. Im ersten Quartal standen 92 T€ Zuführungen zu Wertberichtigungen und Direktabschreibungen auf Forderungen 19 T€ Auflösungen von Wertberichtigungen gegenüber.

(2) Risikovorsorge im Kreditgeschäft	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Zuführungen	- 89	- 47	89,4
Auflösungen	19	25	- 24,0
Saldo Direktabschreibungen und Eingänge auf abgeschriebene Forderungen	- 3	-	-
Gesamt	- 73	- 22	231,8

Der Provisionsüberschuss wird vor allem von den Courtagen aus der Skontroführung und den sonstigen Provisionen des Wertpapiergeschäftes getragen. Das erste Quartal entwickelte sich erfreulich. So stieg der Saldo der Courtageerträge und -aufwendungen von 642 T€ auf 1.547 T€. Vor allem die anhaltende Belebung der Aktienmärkte zog den Anstieg der Courtage aus der Skontroführung nach sich. Im sonstigen Wertpapiergeschäft veränderte sich das Provisionsergebnis kaum. Das Ergebnis aus dem Emissionsgeschäft des Vorjahres wurde nicht wieder erreicht. Dennoch trug es erneut einen positiven Beitrag zum Ergebnis bei.

(3) Provisionsüberschuss	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Courtageerträge	2.637	1.337	97,2
Sonstiges Wertpapiergeschäft	1.809	1.150	57,3
Emissionsgeschäft	618	1.283	- 51,8
Übrige	38	27	40,7
Provisionserträge gesamt	5.102	3.797	34,4
Courtageaufwand	- 1.090	- 695	56,8
Sonstiges Wertpapiergeschäft	- 1.224	- 559	119,0
Emissionsgeschäft	- 500	- 975	- 48,7
Übrige	- 14	- 5	180,0
Provisionsaufwand gesamt	- 2.828	- 2.234	26,6
Gesamt	2.274	1.563	45,5

Das Handelsergebnis verbesserte sich um 3.253 T€ gegenüber dem Vorjahr. Auf Grund der guten Entwicklung an den deutschen Kapitalmärkten und der daraus resultierenden Stärkung des Geschäftssegmentes Skontroführung / Eigenhandel stieg das Ergebnis gegenüber dem ersten Quartal 2005 stark an. Hier findet zudem die im zweiten Halbjahr des Vorjahres erfolgte Umstellung von Geschäftsprozessen ihren Niederschlag. 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.

(4) Handelsergebnis	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Ergebnis aus dem Eigenhandel in Wertpapieren	1.597	22	7.159,1
Kursdifferenzen aus Aufgabegeschäften	3.872	2.235	73,2
Ergebnis aus dem Handel in Derivaten und deren Bewertung	7	1	600,0
Zinsen und Dividenden	5	-	-
Ergebnis aus dem Devisenhandel	41	11	272,7
Gesamt	5.522	2.269	143,4

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.

(5) Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale)	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Veräußerungs- und Bewertungsergebnis aus festverzinslichen Wertpapieren	-	-	-
Veräußerungs- und Bewertungsergebnis aus anderen Wertpapieren und Beteiligungen	- 16	12	- 233,3
Gesamt	- 16	12	- 233,3

Im ersten Quartal 2006 ist der Verwaltungsaufwand angestiegen. Hintergrund sind die Berücksichtigung erfolgsabhängiger Tantiemen und im Vergleich zum ersten Quartal des Vorjahres der erweiterte Konsolidierungskreis.

(6) Verwaltungsaufwand	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Personalaufwand	- 3.471	- 2.093	65,8
Sachaufwand	- 2.673	- 1.683	58,8
Laufende Abschreibungen auf Sachanlagen und sonstige immaterielle Anlagewerte	- 286	- 228	25,4
Gesamt	- 6.430	- 4.004	60,6

Das sonstige betriebliche Ergebnis wird vor allem von Erträgen aus Umlagen des Verwaltungsaufwandes geprägt.

(7) Sonstiges betriebliches Ergebnis	in T€ 01.01.-31.03.2006	in T€ 01.01.-31.03.2005	Veränderung in %
Sonstige betriebliche Erträge	839	51	1.545,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 153	- 45	240,0
Gesamt	686	6	11.333,3

Erläuterungen zur Bilanz

Die Handelsaktiva enthalten alle Wertpapiere und positiven Marktwerte von Derivaten, die zur kurzfristigen Erzielung von Gewinnen eingegangen werden. Der Beteiligungs- 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 fast ausschließlich Software. Darin ist selbst erstellte Software enthalten. Aus dem Erwerb von weiteren Anteilen an der Ventegis Capital AG entstand ein geringer Geschäfts- und Firmenwert.

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. Sollten sich Abschreibungen als wesentlich oder dauerhaft erweisen, erfolgt ein Ausweis des Bewertungsergebnisses in der Gewinn- und Verlustrechnung.

(8) Barreserve	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Kassenbestand	104	115	- 9,6
Guthaben bei der Deutschen Bundesbank	627	755	- 17,0
Gesamt	731	870	- 16,0

(9) Forderungen an Kreditinstitute	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Täglich fällig	49.000	41.008	19,5
Andere Forderungen	18.199	19.023	- 4,3
Gesamt	67.199	60.031	11,9

(10) Forderungen an Kunden	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Täglich fällig	2.536	2.410	5,2
Andere Forderungen	6.198	5.762	7,6
Gesamt	8.734	8.172	6,9

Die Erhöhung der Aktien und anderen nicht festverzinslichen Wertpapiere, die zu Handelszwecken gehalten werden, ist auf den Anstieg des Geschäftsvolumens zurückzuführen. Insbesondere die eigene Handelsplattform TradeGate® trug dazu bei.

(11) Handelsaktiva	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	123	149	- 17,4
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	5.434	2.778	95,6
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	352	386	- 8,8
Gesamt	5.909	3.313	78,4

(12) Beteiligungs- und Wertpapierbestand	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	23.783	23.881	- 0,4
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	14.878	14.836	0,3
Beteiligungen	2.321	2.322	-
Beteiligungen an verbundenen Unternehmen	250	250	-
Gesamt	41.232	41.289	- 0,1

(13) Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Täglich fällig	9.023	3.945	128,7
Andere Forderungen	1.362	1.358	0,3
Gesamt	10.385	5.303	95,8

(14) Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Täglich fällig	22.633	25.693	- 11,9
Andere Forderungen	10.648	8.256	29,0
Gesamt	33.281	33.949	- 2,0

Der Anstieg der Handelspassiva ist ebenfalls durch den Anstieg des Handelsvolumens in Handelsgeschäften begründet.

(15) Handelspassiva	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Lieferverpflichtungen aus Leerverkäufen von Wertpapieren	1.948	550	254,2
Negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	472	404	16,8
Gesamt	2.420	954	153,7

(16) Rückstellungen	in T€ 31.03.2006	in T€ 31.12.2005	Veränderung in %
Sonstige Rückstellungen	2.766	1.819	52,1
Gesamt	2.766	1.819	52,1

VOM ZINS UND VON ANDEREN PREISEN

DAS GRUNDPROBLEM DER GESELLSCHAFTLICHEN ORGANISATION

Vor die Wahl gestellt, werden nahezu alle Menschen eine Welt vorziehen, in der sie über mehr Güter und Dienstleistungen verfügen können, und sich gegen eine Welt entscheiden, in der ihre materielle Versorgung schlechter ist. Außerdem werden die meisten Menschen die Tatsache anerkennen, dass eine arbeitsteilig organisierte Gesellschaft produktiver ist als eine auf Selbstversorgung basierende. Und schließlich wird es kaum Leugner der Tatsache geben, dass Ressourcen knapp sind.

Aus diesen drei einfachen Wahrheiten ergibt sich das Grundproblem der gesellschaftlichen Organisation: Wie kann unter der einschränkenden Bedingung knapper Ressourcen die volkswirtschaftliche Produktion maximiert werden?

Die Antwort auf diese Frage ist einfach: Die knappen Ressourcen müssen arbeitsteilig so eingesetzt und kombiniert werden, dass die dringendsten Bedürfnisse der Menschen befriedigt werden können. Welche Bedürfnisse zu den dringendsten gehören, lässt sich allgemein natürlich nicht beantworten. Das kann jeder Mensch nur für sich selbst entscheiden. Jeder Einzelne wird genau diejenigen Güter nachfragen, die seine ganz individuellen dringendsten Bedürfnisse befriedigen – und die er sich leisten kann.

Wie kann unter diesen Umständen entschieden werden, welche Güter hier und jetzt produziert werden sollen? Und mit welchen Produktionsverfahren sollen diese Güter produziert werden?

DIE MÄRKTE UND DIE RENTABILITÄTSRECHUNG GEBEN DIE ANTWORTEN

Die Antworten auf diese Fragen geben die Märkte und die Rentabilitätsrechnung. Hier erhalten die Unternehmer die notwendigen Informationen über die Wünsche der Konsumenten und über die erzielbaren Preise für die verschiedenen Güter. Der Unternehmer kann mit Hilfe einer auf Marktpreisen basierenden ökonomischen Kalkulation entscheiden, ob für ihn die Produktion des Gutes X profitabler ist als die des Gutes Y. Da auch er zu den Menschen gehört, die lieber mehr als weniger ihr Eigen nennen, wird er aufgrund seiner Kalkulation mit der Produktion des profitableren Gutes beginnen.

Sobald sich die Präferenzen der Konsumenten verändern, erhält der Unternehmer über den Preismechanismus des Marktes die entsprechende Information. Auf diese Weise wird er prinzipiell in die Lage versetzt, seine Produktion den neuen Verhältnissen anzupassen.

MARKTPREISE SIND FÜR EINE EFFIZIENTE VOLKSWIRTSCHAFT UNVERZICHTBAR

In einer Marktwirtschaft spielen die Preise von Gütern und Dienstleistungen also eine extrem wichtige Rolle. Bekanntlich ergeben Preise sich aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage und sorgen somit für deren Koordination. Wenn ein Produzent sein Produkt zu einem zu hohen Preis anbietet, dann wird er keine Käufer finden. Um nicht auf seiner Ware sitzen zu bleiben, muss er den Preis senken. Wenn ein Produzent sein Produkt hingegen zu einem zu niedrigen Preis anbietet, dann wird er die hohe Nachfrage nicht befriedigen können. Er muss dann entweder die Produktion erhöhen oder den Preis so lange anheben, bis die Nachfrage seiner Produktionskapazität entspricht.

Dabei entscheiden die Preise aber nicht nur über die Auslastung, sondern auch über die Struktur der Produktionskapazitäten. Die Preise geben dem Unternehmen also nicht nur eine Antwort auf die Frage, wie viel eines bestimmten Gutes er herstellen soll, sondern auch auf die Frage, welche Güter überhaupt produziert werden sollen. Über den Preis erfährt der Unternehmer, welche Wünsche der Konsument hat.

PREISE ERMÖGLICHEN DIE ÖKONOMISCHE KALKULATION

Die am Markt entstehenden Preise stellen für die Produzenten also entscheidende Informationen dar. Es sind die Preise, die den Unternehmern signalisieren, was sie produzieren sollen und in welchen Mengen. Es sind die Preise der Güter und Dienstleistungen, die eine ökonomische Kalkulation überhaupt erst möglich machen. Wer den Preis der Produktionsfaktoren nicht kennt, der kann weder Rentabilitäts- noch Produktivitätsvergleiche anstellen.

In einem Wirtschaftssystem, das keine Preise kennt, ist diese Kalkulation unmöglich. Deshalb kann die Produktion unter diesen Bedingungen nicht an die Nachfrage angepasst werden. Wer die sich ständig wandelnde Nachfrage nicht kennt, der kann sie selbstverständlich nicht befriedigen. Aus diesem simplen Grund war und ist ein sozialistisches Wirtschaftssystem, das keine Märkte und folglich auch keine Marktpreise kennt, zum Scheitern verurteilt.

DIE UNMÖGLICHKEIT DES SOZIALISMUS

Der große Ökonom der Österreichischen Schule, Ludwig von Mises, hat diese Erkenntnis bereits im Jahr 1920 in seinem Artikel „Die Wirtschaftsrechnung im sozialistischen Gemeinwesen“ ebenso klar artikuliert wie in seinem zwei Jahre später erschienenen brillanten Buch „Die Gemeinwirtschaft“. Er zeigte damit zu einem sehr frühen Zeitpunkt anhand einer klaren Argumentation, warum ein sozialistisches Wirtschaftssystem zwingend einem marktwirtschaftlichen unterlegen sein muss. Wer ohne Preissignale die Abstimmung von Angebot und Nachfrage bewerkstelligen will, muss über ein allumfassendes, göttliches Wissen verfügen. Aller Verherrlichung kommunistischer Menschenschänder zum Trotz, konnte das natürlich niemand leisten.

Leider konnte diese wichtige Erkenntnis den damals auf dem Vormarsch befindlichen Kommunismus nicht aufhalten. Die ökonomischen Argumenten unzugänglichen Möchtegern-Weltverbesserer und selbsternannten Gutmenschen setzten sich mit ihren undurchdachten und naiven Ideen in weiten Teilen der Welt durch und bescherten ihren Untertanen eine lange Leidenszeit. Die große Überraschung am Zusammenbruch der Sowjetunion ist nicht etwa die Hinterlassenschaft einer nahezu völlig unbrauchbaren Wirtschaftsstruktur. Das Überraschende ist, dass der Zusammenbruch so lange auf sich warten ließ. Der menschliche Unternehmergeist findet eben auch in ineffizienten Wirtschaftssystemen und bei widrigen Rahmenbedingungen Wege, die das Überleben möglich machen – und somit die Agonie eines überholten Systems verlängern können.

In abgeschwächter Form erleben wir diesen Mechanismus ja auch in Deutschland. Hier wird das zu Ludwig Erhards Zeiten relativ marktwirtschaftlich orientierte Wirtschaftssystem in zunehmendem Maße Stresstests ausgesetzt. Fast ist es, als wollten die Politiker die Belastbarkeit des Systems erforschen – mit Steuererhöhungen, Regulierungen, Bevormundungen, Staatsverschuldung und den vielen anderen staatlichen Maßnahmen, die den kreativen Bürgern das Leben so schwer machen und



VOM ZINS UND VON ANDEREN PREISEN

das Wachstum hemmen. Dennoch bemühen sich leistungswillige und ehrgeizige Menschen immer wieder, trotz zunehmend lähmender Rahmenbedingungen Großes zu leisten und unternehmerisch tätig zu werden.

Die Grenzen der Belastbarkeit unseres Wirtschaftssystems werden wir leider erst dann kennen, wenn die Ganz Große Koalition, der sämtliche im Bundestag vertretene Parteien angehören und vermutlich auch fast alle anderen – der Steuererhöher und Staatsverschulder sie überschritten haben.

DER ZINSSATZ IST DER PREIS DES GELDES

Das hier über Preise im Allgemeinen Gesagte gilt selbstverständlich auch für den vielleicht wichtigsten aller Preise, den Preis des Geldes, den Zins. Der Zins geht in jede ökonomische Kalkulation ein. Auf der einen Seite planen die Konsumenten ihre Ausgaben, auf der anderen Seite die Produzenten ihre Investitionen. Die zentrale Rolle für die Koordination dieser Pläne im Zeitablauf spielt der Zinssatz. Nur wenn der Zinssatz durch das freie Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bestimmt wird, kann er für eine effiziente Abstimmung aller Pläne einer Volkswirtschaft sorgen.

Eingriffe in den Marktmechanismus der Preisbildung des Geldes führen selbstverständlich zu systematisch falschen Zinssignalen. Diese finden Eingang in die Pläne aller wirtschaftenden Menschen. Auf diese Weise führen die Zinssignale zu Plänen, die mit den eigentlichen Wünschen und Absichten der Planenden nicht mehr im Einklang sind. Im Ergebnis kommt es auf Seiten der Konsumenten zu einer Verfälschung des Spar- und Konsumverhaltens und auf Seiten der Produzenten zu einer veränderten Produktion. Die gesamte Produktionsstruktur der Volkswirtschaft wird im Lauf der Zeit falsch ausgerichtet.

WER KENNT DEN RICHTIGEN ZINS?

An dieser Stelle dürfte die Antwort auf diese Frage klar sein: Niemand. Was für alle Preise gilt, trifft auch auf den Zinssatz zu. Niemand kann ihn kennen, er muss sich aus Nachfrage und Angebot am Markt ergeben.

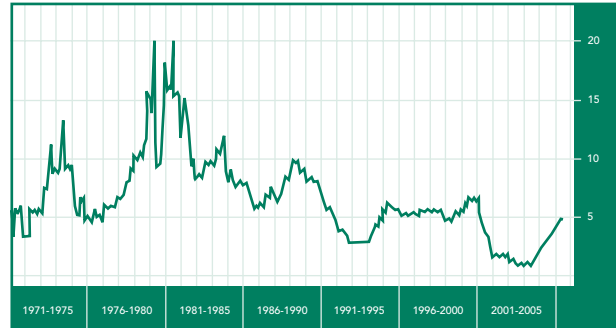
HURRA, WIR SPIELEN GOTT

Dennoch gibt es eine kleine Gruppe von Bürokraten, die sich dank staatlicher Garantien anmaßen dürfen, den richtigen Zins zu kennen. Diese Gottesspieler des modernen Weltfinanzsystems sind selbstverständlich die Notenbanker.

Lassen Sie sich durch das hoch herrschaftliche Gebaren und das – zurzeit – hohe Sozialprestige dieser von Politikern auserwählten Gruppe nicht blenden. Diese Damen und Herren wissen und können auch nicht mehr als Sie und ich. Aber sie haben den staatlichen Auftrag, Gott zu spielen. Sie sollen tatsächlich so tun, als könnten sie den richtigen Zins, als wüssten sie Bescheid über die von Konsumenten und Produzenten gewünschte Wirtschaftsstruktur, als könnten sie die hoch komplexe Wirtschaft steuern.

Selbstverständlich können sie das nicht. Sie haben lediglich die staatlich garantierte Macht, den kurzfristigen Zinssatz mehr oder weniger nach Belieben festzulegen. Über die ökonomischen und gesellschaftlichen Folgen ihrer Marktmanipulationen können sie ebenso wie wir nur spekulieren. Ganz wie Goethes Zauberberlehrer tun sie Dinge, deren Folgen sie nicht kennen können. Und den einzigen klaren Zusammenhang zwischen ihrem Wir-

ken und seinen Folgen leugnen sie auch noch weitgehend. Dieser lautet: Steigende Geld- und Kreditmengen führen früher oder später zu steigenden Preisen.



Kurzfristige US-Zinsen (Federal Funds Rate), 1971 bis 2006
Auch die kurzfristigen Zinsen steigen und fallen – natürlich mit zyklischen Schwankungen – in sehr langen Trends.

DIE ERFOLGE DER WIRTSCHAFTSLENKER EXISTIEREN FAST NUR AUF DEM PAPIER

Ausgehend von den USA hat das Zentralbank(un)wesen in den vergangenen Jahren erstaunlich an Popularität gewonnen. Die offiziell via Warenkorb relativ beliebig gemessenen Inflationsraten waren niedrig und das Wirtschaftswachstum zumindest in den USA beachtlich. Zwar weisen kritische Analysten darauf hin, dass beide ökonomische Größen aufgrund der ständig veränderten Berechnungsmethoden ein viel zu positives Bild der Wirtschaft zeichnen. Würden Inflation und Wirtschaftswachstum noch genauso berechnet wie vor 30 Jahren, dann wäre die ausgewiesene Inflation mehrere Prozentpunkte höher und die US-Wirtschaft in einer Rezession. Die großen Erfolge der modernen Wirtschaftslenker sind also überwiegend statistischer Natur, sie existieren nur auf dem Papier.

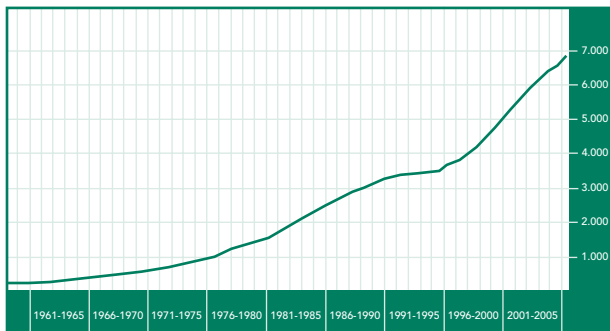
GELD DRUCKEN IST KEINE LÖSUNG

Langfristig setzen sich die Marktkräfte allerdings auch gegen staatliche Manipulationen durch. Das Platzen der Aktienblase in den Jahren 2000 bis 2003 mag als Veranschaulichung dieser Aussage ebenso dienen wie die rund 15-jährige Aktienbaisse in Japan.

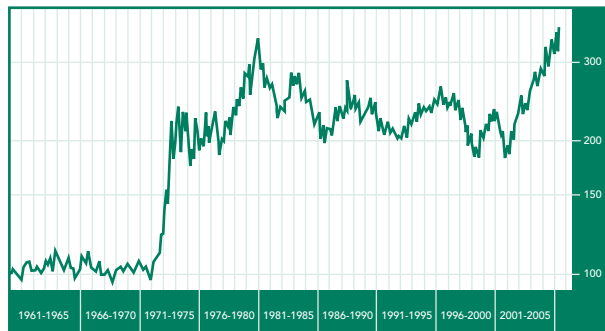
Die Gottesspieler der US-Notenbank glaubten aus der Erfahrung ihrer japanischen Kollegen lernen zu können. Deshalb antworteten sie auf das Platzen der nur dank ihrer Geldpolitik möglich gewordenen Aktienblase mit einem weiteren, extremen Liquiditätsschub. Wie immer in den vergangenen 20 Jahren druckten sie einfach nur massenweise neues Geld, um der beginnenden Wirtschaftskrise zu begegnen. Sie erzielten damit einen beängstigenden „Erfolg“. Zwar gelang es ihnen, den gerade begonnenen Bereinigungsprozess – die Rezession – in einem sehr frühen Stadium abzuwürgen. Aber nur zu einem sehr hohen Preis. Der volkswirtschaftlich bedeutende US-Immobilienmarkt entwickelte sich dank der überreichlich vorhandenen Liquidität zu einer Spekulationsblase von enormen Ausmaßen. Um die volkswirtschaftlichen Folgen der geplatzten Aktienblase zu überwinden sorgten sie für die Entstehung einer noch größeren Spekulationsblase an den Immobilienmärkten. Hier wurde tatsächlich der Teufel mit Beelzebub ausgetrieben.



VOM ZINS UND VON ANDEREN PREISEN



US-Geldmenge M-2 in Mrd. US-\$, 1960 bis 2006
Die sprichwörtliche Gelddruckmaschine läuft seit vielen Jahren auf Hochtouren.



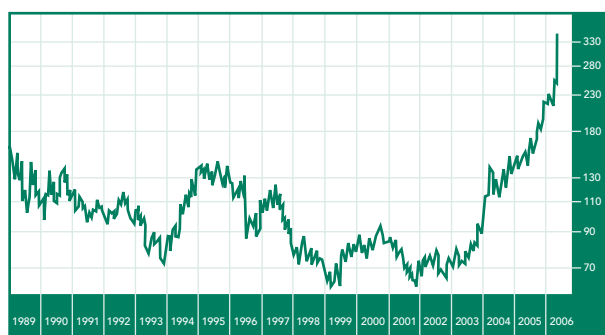
CRB-Rohstoffindex, 1960 bis 2006
Der große Doppelboden der Jahre 1999 bis 2001 leitete einen langfristigen Aufwärtstrend ein.

VOM ANGEBLICHEN SEGEN STEIGENDER (ROHSTOFF)PREISE

Ich habe auf die hier geschilderten Zusammenhänge immer wieder hingewiesen. Zu meinem Leidwesen ist es mir nicht gelungen, das Ausmaß und die Dauer der Immobilienblase vorherzusehen. Folglich habe ich auch die Erholung von Wirtschaft und Börsenkursen deutlich unterschätzt. Dabei ist es ein schwacher Trost, dass dieser Zusammenhang auch von den stets bullischen Wall Street-Analysten nicht erkannt wurde. In ihren optimistischen Prognosen spielte die für den Aufschwung entscheidende Entwicklung an den Immobilienmärkten nämlich keine Rolle. Den eigentlichen Grund für die Erholung der US-Wirtschaft in den vergangenen drei Jahren haben also auch die Bullen nicht erkannt. Etwas überspitzt könnte man sagen, sie waren aus den falschen Gründen optimistisch.

Werden sie jetzt angesichts der wie in Zeitlupe platzenden Immobilienblase bearish? Natürlich nicht. Sie bleiben ihrer bewährten Strategie treu, nach der jeder Tag ein guter Tag zum Kauf von Aktien ist. Keine Meldung, keine Entwicklung kann schlecht genug sein, um nicht doch irgendwie gedreht werden zu können, um letztlich als Argument für steigende Börsen erhalten zu können.

Selbst in Deutschland liest man mittlerweile ernst gemeinte Kommentare und Artikel von durchaus renommierten Autoren, die beispielsweise die stark gestiegenen Rohstoffpreise als Segen für die deutsche Wirtschaft preisen. Fast ist es, als würden die alten Klamotten der 70er Jahre wieder aus den Schubladen gezogen, mit einem neuen Datum versehen und ein zweites Mal veröffentlicht. Dabei weisen die Autoren natürlich extrem einseitig auf die positive Seite stark steigender Rohstoffpreise hin. Besonders schwierig ist das nicht, denn selbstverständlich gibt es auch Inflationsgewinner. Aus genau diesem Grund favorisiere ich bereits seit geraumer Zeit den Edelmetall- und Rohstoffsektor. Ich vergesse darüber allerdings nicht den gesamtwirtschaftlich extrem negativen Effekt von Inflationen. Insbesondere führen sie zu einer Verarmung breiter Bevölkerungsschichten und lassen die Schere zwischen Arm und Reich immer größer werden. Um den politischen Modebegriff nahezu aller Parteien aufzugreifen: Inflationäre Politiken sind in höchstem Maße „sozial ungerecht“.



Kupferpreis in US-\$, 1989 bis 2006
Wie fast alle wichtigen Rohstoffe befindet sich auch der Kupferpreis in einem langfristigen Aufwärtstrend.

NUR EINE SEITE DER MEDAILLE

Die steigenden Rohstoffpreise seien ein Segen für die deutsche Wirtschaft, weil die nun sehr viel reicher gewordenen Rohstoffe exportierenden Länder mehr deutsche Waren kaufen könnten und würden. Dieses Argument klingt zunächst ganz überzeugend. Leider lässt es eine wichtige Kleinigkeit außer Acht: Jeder Euro kann nur einmal ausgegeben werden! Natürlich schwimmen beispielsweise die Erdöl exportierenden Länder förmlich in Geld. Aber woher kommt das Geld? Selbstverständlich von Ihnen, liebe Leser, und von mir. Wir müssen die höheren Preise für Heizöl und Benzin bezahlen. Und da wir jeden Euro nur einmal ausgeben können, haben wir nach dem unvermeidlichen Tankstopp leider nichts mehr übrig, um andere Konsumwünsche zu befriedigen. Es muss also zwingend Teile der deutschen Wirtschaft geben, die unter den steigenden Preisen direkt oder indirekt leiden. Aber warum über die große Masse der Inflationsverlierer reden, wenn es doch auch ein paar Gewinner zum Vorzeigen gibt?

BUSH MACHT BENZINPREISE ZUR CHEFSACHE

In den USA werden die steigenden Benzinpreise mittlerweile zum Politikum. Zusätzliche Nahrung erhalten die ökonomisch ungebildeten Massen durch die gewaltigen Gewinne der Ölmultis. Beispielsweise wies Exxon Mobil einen Quartalsgewinn von sagenhaften 8,4 Mrd. US-Dollar aus. Natürlich wird dabei geflissentlich übersehen, dass auch das Ölgeschäft äußerst zyklisch ist und Exxon viele magere Jahre hinter sich bringen musste, um endlich wieder üppige Gewinne einstreichen zu können. Von wenig Sensibilität und Weitsicht zeugte allerdings das Versorgungspaket, das Exxon seinem scheidenden Chef Lee Raymond geschnürt hat. Das Gesamtpaket beläuft sich auf nahezu 400 Mio. US-Dollar. Ein derart üppiges Abschiedsgeschenk ließe sich meiner Meinung nach nur dann rechtfertigen,

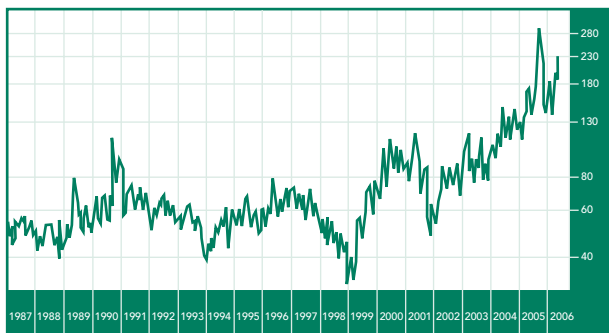


VOM ZINS UND VON ANDEREN PREISEN

wenn Herr Raymond durch überirdische Fähigkeiten ganz alleine für den dramatischen Ölpreisanstieg der vergangenen Jahre verantwortlich wäre. Wo bleibt der Aufschrei der Aktionäre, denen das auf diese absurde Weise aus dem Fenster geworfene Geld doch eigentlich gehört?

Während die Aktionäre die Kröte scheinbar ungerührt schlucken, nimmt die Unzufriedenheit in der Bevölkerung aufgrund der gestiegenen Benzinpreise deutlich zu. Gleichzeitig ist die Popularität des US-Präsidenten Bush auf ein ungewöhnlich niedriges Maß gefallen. Was macht ein Politiker in dieser Situation? Er entwickelt mehr oder weniger sinnlose Aktivitäten, um den Eindruck zu erwecken, die Situation zu beherrschen und etwas zu unternehmen. Dieses absurde politische Theater erleben wir – von den Medien leider massiv unterstützt – immer und immer wieder. Egal, wie offensichtlich die politische Machtlosigkeit auch sein mag, die Medien bieten den Politikern regelmäßig ein Forum für ihre propagandistische Selbsterhöhung und tragen damit massiv zur Volksverdummung bei.

In diesem Zusammenhang muss man die neuesten Vorschläge der Republikaner angesichts der unzufriedenen Bevölkerung sehen. Diese sehen unter anderem ein Gesetz gegen Preistreiber vor, was immer das auch sein soll. Vor dem Hintergrund der oben beschriebenen Bedeutung von Marktpreisen überlasse ich die Beurteilung dieser Gesetzesvorlage gerne Ihnen. Ein anderer Vorschlag sieht die Verteilung von 100-Dollar-Schecks an Millionen von Autofahrern vor. Werden hier bereits die von Fed-Präsident „Helikopter“ Ben Bernanke angedrohten unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen vorbereitet? Helikopter-Money für jeden amerikanischen Automobilisten?



US-Benzinpreis pro Gallone, 1987 bis 2006
Der US-Volkszorn steigt parallel zu den steigenden Benzinpreisen. Dass die laxe Geldpolitik der vergangenen Jahre die eigentliche Ursache von breit angelegten Preissteigerungen sind, wird nicht nur von Politikern gerne unterschlagen.

NEUES VON DER US-IMMOBILIENBLASE: DIE LUFT ENTWEICHT

Die US-Hypothekenkreditanträge fallen bereits seit Mitte 2005 ebenso deutlich wie der Index der Geschäftstätigkeit der Hausbauunternehmen. Dann, etwa seit Ende letzten Jahres, schnellte die Anzahl der zum Verkauf stehenden Häuser in die Höhe, während die Zahl neu gebauter Häuser ebenso rückläufig ist wie die Immobilienverkäufe. Jetzt folgen die ersten Presseberichte über deutlich rückläufige Immobilienpreise in einigen Teilen der USA.

Ende April gaben mit Centex Corp., Pulte Homes und Beazer Homes die drei größten US-Hausbauunternehmen enttäuschende Quartalszahlen bekannt. Auch der von ihnen gegebene Ausblick war wenig erfreulich. Ihre Aktien notieren zwischen 25 % und 32 % unter ihren im Sommer 2005 markierten Hochs. Einem Wall Street-Analyst fiel dazu folgender Kommentar ein: „Die Verschlechterung im Hausbausektor verläuft viel schneller

als von den meisten gedacht.“ Und sie wird viel länger anhalten und viel weiter gehen als von den meisten gedacht, möchte ich an dieser Stelle ergänzen. Der Stein ist ins Rollen gebracht, von nun an wird es richtig spannend.

SIND DIE GOTTESSPIELER BALD AM ENDE?

Erst das Platzen der Immobilienblase wird das ganze Ausmaß der Fehlentwicklungen der vergangenen 10 Jahre offenbaren. Dann wird sich zeigen, was die Verantwortlichen aus den Bereichen Geld- und Fiskalpolitik in den vergangenen Jahren geleistet haben. Der neue Fed-Chef Ben Bernanke hat bereits mehrmals und lautstark angekündigt, die Gelddruckmaschine auch auf unkonventionelle Weise einzusetzen, sobald ihm das opportun erscheint. Ich sehe keinen Grund, an diesen Worten zu zweifeln und halte es angesichts der Entwicklung am US-Immobilienmarkt für wahrscheinlich, noch in diesem Jahr eine Kostprobe der Bernanke'schen Variante der Gelddruckmaschine zu erhalten.

Wenn dem so sein sollte, dann ist es an der Zeit, sich die Frage zu stellen, welche Preissteigerungen die nächste Phase des extrem leichten Geldes hervorrufen wird. Nach der Aktienblase kam die Immobilienblase. Was kommt dann? Die Edelmetall- und Rohstoffblase? Haben die Gottesspieler noch einen weiteren Joker im Ärmel? Oder sind sie am Ende der Fahnenstange angekommen?

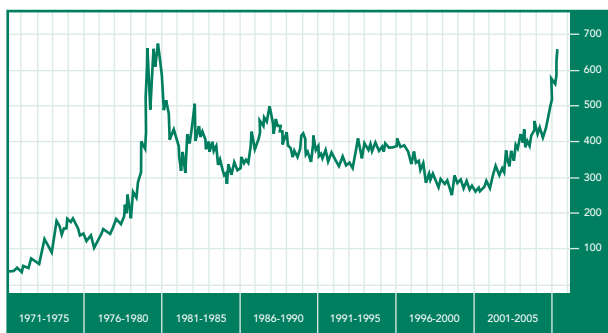
EDELMETALL- UND ROHSTOFFHAUSSE ODER -BLASE?

Die Märkte, heißt es, seien klüger als Politiker und ihre Bürokraten. Manchmal scheinen sie in der Lage zu sein, einen Braten schon zu riechen, bevor der Herd auch nur geliefert wurde. Unter diesem Gesichtspunkt lohnt sich ein Blick auf die von mir bereits in einem sehr frühen Stadium erkannte und prognostizierte Edelmetall- und Rohstoffhausse. Die Preissteigerungen an diesen Märkten können nämlich unter Bezugnahme auf frühere inflationäre Episoden als deutliche Inflationssignale interpretiert werden. Eine zunächst nur tropfenweise erfolgende Flucht aus Finanztiteln in reale Vermögenswerte ist mittlerweile zu einem hübschen, kleinen Bächlein angeschwollen. Aber mehr noch nicht. Von einer Blase sind wir noch immer sehr weit entfernt – nicht jedoch von einer zyklischen Korrektur innerhalb des langfristigen Aufwärtstrends. Die nächste Zinssenkungskampagne der Notenbanken hat jedenfalls das Potenzial, aus diesem Bächlein einen vermutlich großen Strom zu machen.

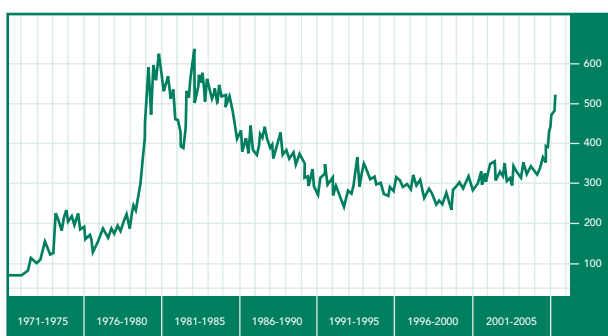
In meinem mit Roland Leuschel verfassten Buch „Das Greenspan Dossier“, das mittlerweile in der dritten Auflage vorliegt, habe ich mich ausführlich mit Spekulationsblasen auseinandergesetzt. Dort können Sie anhand einer einfachen Checkliste prüfen, ob irgendein Markt die für Spekulationsblasen charakteristischen Merkmale trägt.



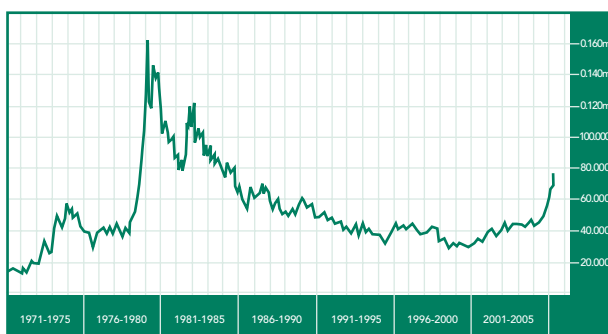
VOM ZINS UND VON ANDEREN PREISEN



Gold in US-\$ pro Feinunze, 1971 bis 2006
Der langfristige Aufwärtstrend begann 2001.



Gold in Euro pro Feinunze, 1971 bis 2006
Der langfristige Aufwärtstrend begann erst im Jahr 2005.



Gold in Yen pro Feinunze, 1971 bis 2006
Auch in Yen befindet sich Gold in einem langfristigen Aufwärtstrend. Die Goldhaube ist also ein globales Phänomen.

DIE DEFLATIONÄRE WIRKUNG CHINAS IST VERMUTLICH VORBEI

Bisher hat das weltweit deutlich über dem Wirtschaftswachstum liegende Geldmengenwachstum nicht zu einem deutlichen Anspringen der per Warenkorb gemessenen Inflation geführt. Neben den trickreichen Veränderungen der Berechnungsmethode ist die deflationäre Wirkung des neu in die Weltwirtschaft integrierten Chinas maßgeblich dafür verantwortlich. Dank extrem billiger Arbeit konnte China zahlreiche industrielle Produkte zu sehr niedrigen Preisen herstellen und am Weltmarkt anbieten. Natürlich hätte dieser Mechanismus in Zeiten eines stabilen Geldes zu fallenden Preisen führen müssen. Dass dieser Preisverfall nicht eingetreten ist, liegt natürlich an der weltweit laxen Geldpolitik. Statt eines für die Verbraucher überaus positiven Preisrückgangs, sorgten die weltweit aktiven Gelddrucker der Notenbanken für relativ gering steigende Inflationsraten im Warenkorb und massiven Spekulationsblasen.

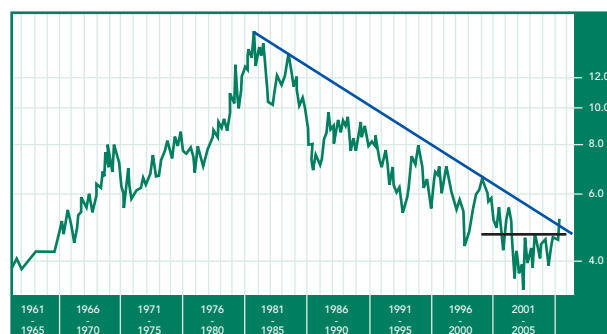
Jetzt scheint die weltweit auf die Preise drückende Wirkung Chinas auszulaufen. Die auf industrielle Produktion und Export ausgerichtete chinesische Wirtschaft bekommt die Preissteige-

rungen der Rohstoffe natürlich besonders stark zu spüren. Steigende Faktorpreise schmälern natürlich den Gewinn. Deshalb müssen sie früher oder später an den Verbraucher – auch an den chinesischen – weitergegeben werden in Form steigender Güterpreise. Da auch die Löhne in China steigen sollen, bräut sich hier ein interessantes inflationäres Potenzial auf. Statt Deflation zu exportieren, könnte China in Zukunft eine Quelle „überraschender“ Inflation werden. Übrigens schlummert auch in Japan – dank einer über viele Jahre hin extrem laxen Geldpolitik, begleitet vom Aufbau einer riesigen Staatsschuld – ein erhebliches Inflationspotenzial.

TRENDWENDE AN DEN RENTENMÄRKTEN

Neben den Edelmetall- und Rohstoffmärkten scheinen endlich auch die Rentenmärkte aufgewacht zu sein und den inflationären Braten zu riechen. Ich wies schon mehrfach auf die Möglichkeit einer langfristigen Trendwende an den Rentenmärkten hin. Sowohl in Japan als auch in den USA markierten die Rentenmärkte bereits Mitte 2003 ihre Zinstiefs bzw. Kurshochs. Lediglich in Europa kam es im vergangenen Jahr zu höheren Hochs. Insgesamt interpretiere ich den Verlauf der Anleihezinsen als große Bodenformation. In den letzten Wochen und Monaten sind in den USA die Kurse aus dieser Formation ausgebrochen und haben kurz darauf ihre sehr langfristige Abwärtstrendlinie überschritten. Gleichzeitig ist auch der deutsche Rentenmarkt aus einer kleineren, aber charttechnisch nicht weniger bedeutenden Bodenformation nach oben ausgebrochen. Damit wurde eine Trendwende signalisiert, die wahrscheinlich von langfristiger Bedeutung ist.

Trotz der sehr deutlich überverkauften Situation des US-Rentenmarkts und der extrem einseitigen Sentimentindikatoren konnte der Markt die längst überfällige technische Gegenbewegung bisher zumindest nicht liefern. Diese ungewöhnliche Markttechnik halte ich für bedeutsam. Ich interpretiere sie als klaren Hinweis auf das Ausmaß der hier besprochenen Trendwende. Zinstrends dauerten in der Vergangenheit normalerweise mindestens zwischen 20 und 30 Jahre. Das letzte Zinshoch datiert aus dem Jahr 1980. Eine Trendwende nach etwa einem Vierteljahrhundert fallender Zinsen liegt also durchaus im Bereich historischer Normalität.



Zinsentwicklung 10-jähriger US-Staatsanleihen, 1960 bis 2006
Der langfristige Abwärtstrend begann 1980 und wurde durch die Bodenbildung der vergangenen Jahre vermutlich beendet. Stellen Sie sich für die nächsten 20 bis 30 Jahre auf steigende Zinsen ein.



VOM ZINS UND VON ANDEREN PREISEN

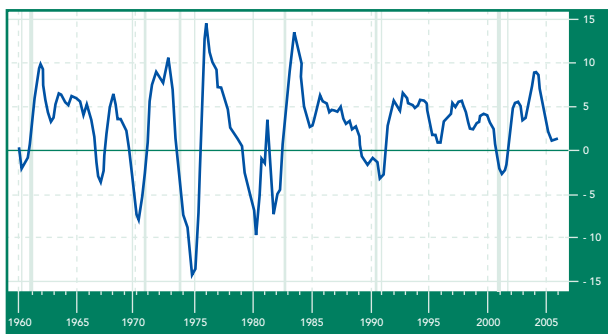
EIN SELTENES PHÄNOMEN AM AKTIENMARKT

Die bisher letzte 10 %-Korrektur am US-Aktienmarkt liegt mittlerweile rund drei Jahre zurück. Das ist sehr ungewöhnlich. Im 20sten Jahrhundert kam es laut Alan Newman von Crosscurrents an der US-Börse zu 68 Korrekturen von mindestens 10 %. Im Durchschnitt kam es also alle 1,44 Jahre zu einem größeren Einbruch an den Märkten. Die nächste Korrektur ist überfällig.

DIE US-FRÜHINDIKATOREN SIGNALISIEREN EINE WIRTSCHAFTLICHE ABSCHWÄCHUNG ODER MEHR

Der US-Index der „Leading Economic Indicators“ (LEI) ist neben der Zinsstrukturkurve – die übrigens ein Bestandteil des LEI ist – einer der besten Rezessionsindikatoren. Er hat jede Rezession der Nachkriegszeit frühzeitig signalisiert. Allerdings gab er zwei Fehlsignale, indem er in den Jahren 1966/67 und 1995 eine Rezession ankündigte, die anschließend nach offizieller Lesart nicht eingetreten ist. Allerdings kam es 1966/67 zu einer wirtschaftlichen Abschwächung, die seinerzeit als Minirezession bezeichnet wurde. Und 1995 begann die US-Notenbank mit ihrer unsäglichen geldpolitischen Kampagne, die zur größten Akteinflase aller Zeiten führte. Statt einer bereinigenden und notwendigen Rezession ihren Lauf zu lassen, überschwemmten die Notenbankbürokraten das Land mit neu kreiertem Geld.

Mit einer jährlichen Steigerung von 9 % erreichte der LEI bereits im ersten Quartal 2004 den Höchstpunkt des laufenden Zyklus'. Seither fallen die jährlichen Wachstumsraten deutlich und waren im Februar und März dieses Jahres mit - 0,5 % bzw. - 0,1 % sogar negativ. Damit signalisiert der Index eine bemerkenswert schwache wirtschaftliche Entwicklung. Es ist erstaunlich, wie wenig Beachtung dieser äußerst erfolgreiche Frühindikator in den Medien erfährt. Fast scheint es, als sei eine verlässliche Rezessionswarnung gar nicht erwünscht.



US-Frühindikator LEI (Index of Leading Economic Indicators), jährliche Veränderung der Quartaldurchschnitte in Prozent
Die Frühindikatoren signalisieren eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung, aber noch keine Rezession.

LEI SIGNALISIERT AUCH EINE TRENDWENDE DER GELDPOLITIK

Paul Kasriel, der Chefökonom von Northern Trust, weist im Zusammenhang mit dem Frühindikator LEI auf einen weiteren interessanten Aspekt hin. Die jährliche prozentuale Veränderung des LEI hat laut Kasriel einen Vorlauf von drei Quartalen zu der Veränderung der kurzfristigen US-Zinsen (Fed Fund Rates).

Damit signalisiere der LEI einen Richtungswechsel der US-Geldpolitik im kommenden Jahr. Ob „Helikopter“ Ben Bernanke, der im Jahr 2002 in seltener Offenheit das Hohe Lied der Gelddruckmaschine gesungen hat, es so lange wird abwarten können?

DAS GESAMTMODELL

Die *fundamentale Bewertung* der US-Aktienmärkte befindet sich auf einem historisch betrachtet sehr hohen Niveau. Alle klassischen Indikatoren der Fundamentalanalyse wie Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Umsatz-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis oder Dividendenrendite bestätigen diese Aussage. Die Überbewertung beträgt nebenbei bemerkt mindestens 50 %. In Phasen langfristiger Bärenmärkte sind zyklische Baisse in der Größenordnung von - 40 % durchaus normal. Selbst wenn die nächste zyklische Baisse innerhalb des im Jahr 2000 begonnenen langfristigen Bärenmarkts zu einer Kurshalbierung führen würde, wären die Märkte aus fundamentaler Sicht noch längst nicht günstig bewertet. Das Risiko an den Aktienmärkten ist also sehr groß. Sollte die US-Wirtschaft sich – wie immer und trotz LEI und Zinsstrukturkurve von nahezu allen Strategen unerwartet – auf dem Weg in eine Rezession befinden, dann wird sich dieses abstrakte Risiko der fundamentalen Bewertung in sehr konkreten und schmerzlichen Kursverlusten manifestieren.

Die *monetären Rahmenbedingungen* sind ebenfalls negativ. Steigende Zinsen sind bekanntlich Gift für die Börse, und die Fed hat seit Juni 2004 bereits zum 15. Mal die Zinsen erhöht. Und seit Jahresanfang steigen nun auch die langfristigen Zinsen. Die Zinsstrukturkurve verläuft weiterhin sehr flach. Dank des Zinsanstiegs am Rentenmarkt konnte die Inversion bisher weitgehend vermieden werden. Damit hat sie noch immer nicht das ultimative Rezessionssignal gegeben.

Die Geldmengensteigerungen sind weiterhin auf einem für moderne Zeiten ungedeckten Geldes, das von Notenbankbürokraten beliebig kreiert werden kann, recht niedrig. Im Jahresvergleich stieg MZM um 3,6 %, M-1 um 0,9 % und M-2 um 4,7 %. Die annualisierten Dreimonatszuwächse betragen für MZM + 2,5 %, für M-1 + 3,9 % und für M-2 + 6,5 %. Für eine Fortsetzung der Immobilienblase und der Echoblase an den Aktienmärkten wird dieses Geldmengenwachstum nicht ausreichen.

Die langfristigen *Sentimentindikatoren* zeigen seit über zwei Jahren einen spektakulären Grad an Optimismus. Sie stehen einer ausgeprägten Baisse sicherlich nicht im Wege.

FAZIT

In der Vergangenheit war die Kombination aus steigenden Zinsen, hoher Bewertung der Aktienmärkte und großer Zuversicht der Marktteilnehmer immer gut für eine ordentliche Baisse. Ich kann keinen Grund ausmachen, warum es dieses Mal anders sein sollte. Allerdings kann ich gleich mehrere Gründe erkennen, die für eine besonders starke Abwärtsbewegung sprechen: Immobilienblase, Leistungsbilanzdefizit und steigende Rohstoffpreise sind die offensichtlichsten.



Claus Vogt, Jahrgang 1963, absolvierte ein BWL-Studium an der Universität Frankfurt am Main. Bereits während seines 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.“

LAGEPLAN

Adresse:

Berliner Effektengesellschaft AG
Kurfürstendamm 119
10711 Berlin

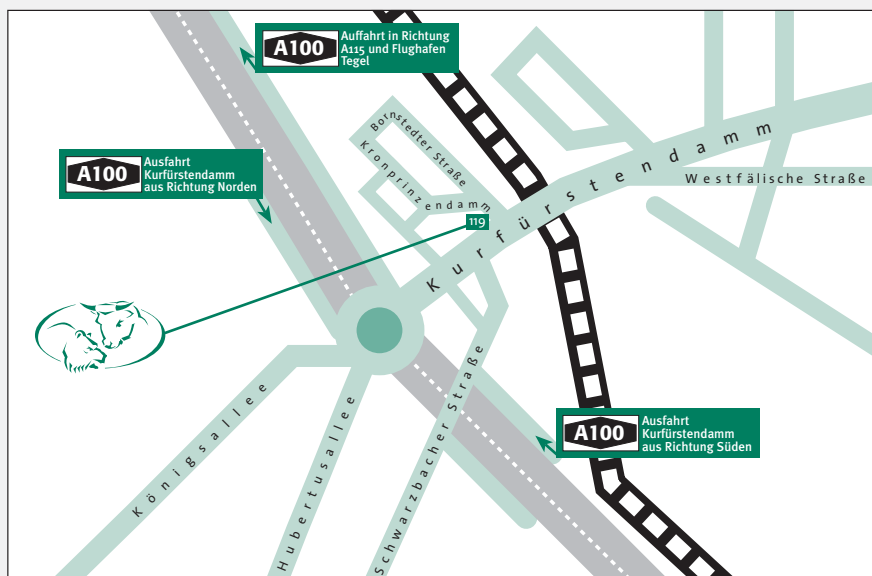
Telefon 030-89021-100
Telefax 030-89021-199

Anfahrt:

A100, Ausfahrt „Kurfürstendamm“

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

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



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

VORWORT

HERAUSGEBER:

Berliner Effektenbank
Niederlassung der CCB 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:

Silvana Bogert, Claus Vogt | Telefon 030-89 021-372 | Telefax 030-89 021-196 | info@ccb-bank.de

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 10. April 2006 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.

Gedruckt auf Papier aus nachhaltiger Forstwirtschaft und chlorinfreiem Zellstoff. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck oder Vervielfältigung nur mit Genehmigung des Herausgebers.