



BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT
AKTIENGESELLSCHAFT

Daten & Fakten

III/2004

Stand: 30. September 2004



Inklusive der aktuellen **PERFORMANCE**-Ausgabe für November 2004 – ab Seite 10



VORWORT



Dr. Jörg Franke
Holger Timm

Sehr geehrte Damen und Herren,

Sie halten jetzt den Quartalsbericht der Berliner Effektengesellschaft AG in den Händen, der wiederum mit der monatlichen Kundenzeitschrift „Performance“ unserer Berliner Effektenbank, Niederlassung der Consors Capital Bank AG, zusammengefasst wurde. Auf diese Weise sparen wir nicht nur Druckkosten, sondern können vielleicht den einen oder anderen unter Ihnen für die Berliner Effektenbank als Kunden gewinnen.

Wie es sich bereits im Trend der ersten sechs Monate abzeichnete, war der diesjährige ein langer und unerfreulicher Sommer mit sehr niedrigen Geschäftsvolumina in einem lustlos seitwärtstendierenden Markt. Waren es nun die steigenden Ölpreise oder die bevorstehenden Präsidentschaftswahlen in Amerika, die Anleger zu einer eher abwartenden Haltung veranlasst haben? Die Ursachen sind vielschichtig, im Ergebnis für uns aber nicht überraschend. Während der letzten drei Monate konnten jedenfalls von allen drei operativen Konzerngesellschaften keine Gewinne erwirtschaftet werden, und unser Kon-

zernergebnis ist damit erstmalig in diesem Jahr in die roten Zahlen gerutscht. Bleibt zu hoffen, dass die Kapitalmärkte in den letzten drei Monaten des Jahres wieder aus ihrem Dornröschenschlaf erwachen und der allseits erhoffte Wirtschaftsaufschwung doch noch Realität wird und sich positiv auf Börse und Börsenumsätze auswirkt.

Natürlich sind wir im Konzern auch in umsatzschwachen Zeiten nicht untätig geblieben und arbeiten weiter an einer zukunftssträchtigen Struktur und Strategie. So konnten wir die Ventegis Capital AG mit 93,7% – durch den Umtausch mit Aktien – wieder in den Konzern eingliedern. Einer Ad-hoc-Meldung vom 8. Oktober konnten Sie entnehmen, dass auch die bisherige Consors Capital Bank AG zu neuen Ufern aufbrechen möchte. Die künftige Ausrichtung unter dann neuem Namen werden wir wohl erst mit Beginn des neuen Jahres bekannt geben. Auf jeden Fall spielt die Bank eine gewichtige Rolle im Gesamtkonzept unseres Konzerns. Kunden der Berliner Effektenbank werden im Dienstleistungsangebot von einem erweiterten Leistungsspektrum profitieren können.

Vorstand und Aufsichtsrat haben sich entschlossen, entgegen ursprünglichen Planungen für das Geschäftsjahr 2004 noch keinen IFRS-Konzernabschluss zu veröffentlichen. Grund sind immer noch bestehende Unsicherheiten bei der Anerkennung des für Finanzdienstleister

wichtigen Standards IAS 39. Wir möchten in dem Gestrüpp neuer Rechnungslegungsstandards unsere Aktionäre nicht zusätzlich verwirren, zumal die Quartalsergebnisse des laufenden Jahres ebenfalls noch nach HGB/DRS 6 ausgewiesen wurden. Erst mit den Zahlen für das 1. Quartal 2005 werden wir dann unser Konzernergebnis nach IFRS veröffentlichen. Dabei werden Vergleichszahlen nach IFRS für das Jahr 2004 erstellt, um in der Berichterstattung für das kommende Geschäftsjahr dem Anleger die Auswertung unserer veröffentlichten Berichte zu erleichtern.

Zuletzt bleibt uns die traurige Pflicht, den für uns alle völlig überraschenden Tod unseres langjährigen und verdienstvollen Aufsichtsratsmitgliedes Dr. Günter Rexrodt anzuzeigen. Wir werden ihm stets ein ehrendes Andenken bewahren. Sein engagierter Einsatz für unsere Gesellschaft, seine fachliche Kompetenz, aber vor allem der Mensch Günter Rexrodt wird uns sehr fehlen. Die Nachwahl einer geeigneten Persönlichkeit wird erst der kommenden ordentlichen Hauptversammlung vorgeschlagen, da der noch aus 5 Mitgliedern bestehende Aufsichtsrat voll handlungsfähig ist.

Ihre Berliner Effektengesellschaft AG

Der Vorstand

Berlin, im Oktober 2004

Wir trauern um

Dr. Günter Rexrodt

Plötzlich und unerwartet müssen wir Abschied nehmen von unserem langjährigen Aufsichtsratsmitglied. Mit ihm verlieren wir einen engagierten, verlässlichen und hochgeschätzten Geschäftspartner.

Wir werden ihm stets ein ehrendes Andenken bewahren.
Unser Mitgefühl gilt seiner Familie.

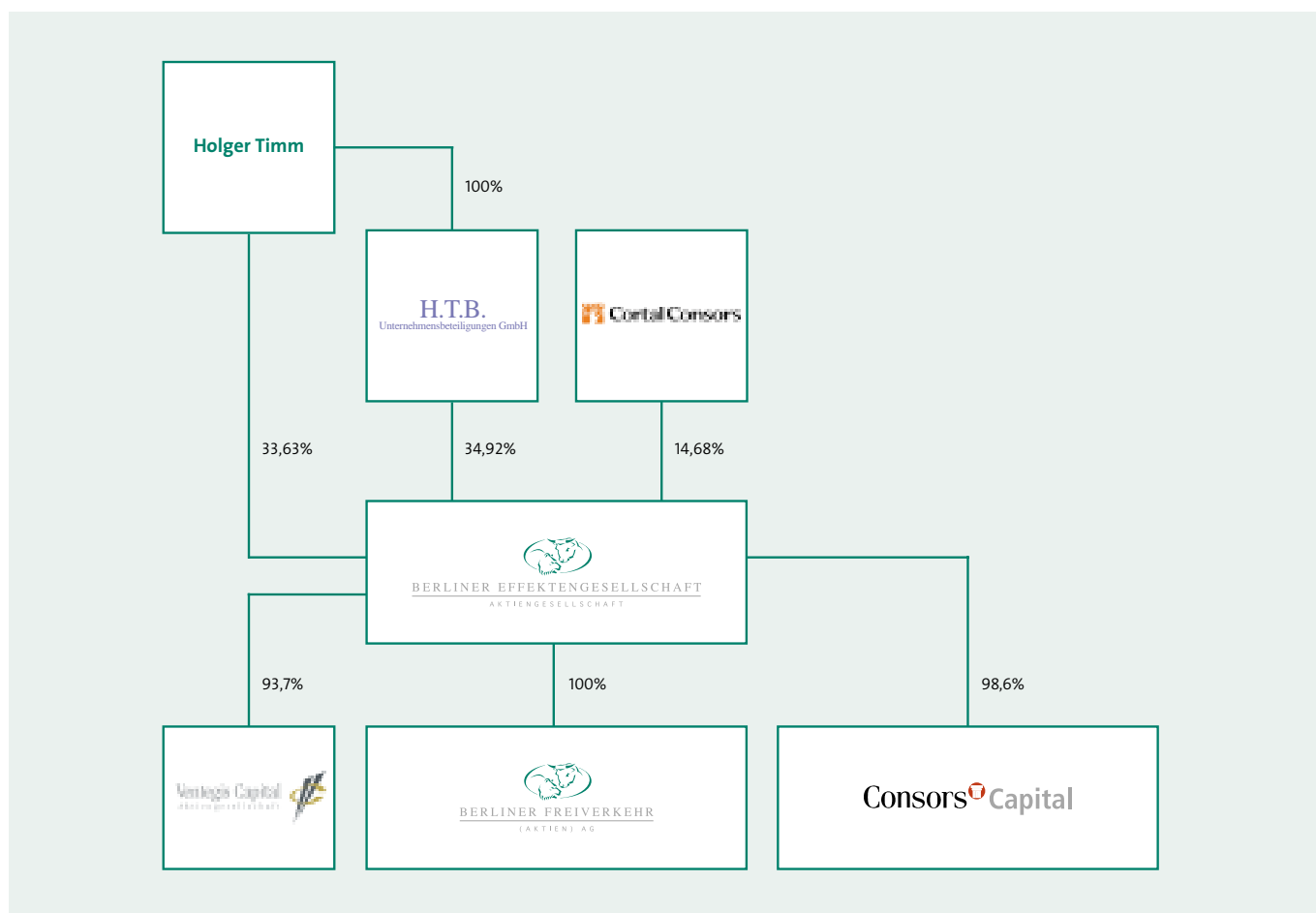
Aufsichtsrat und Vorstand
Berliner Effektengesellschaft AG



INHALT

Vorwort	Seite 02
Inhalt	Seite 03
Konzernstruktur	Seite 03
Zwischenausweis nach HGB/DRS 6	Seite 04
Ergebnis nach HGB/DRS 6	Seite 05
Kapitalflußrechnung	Seite 06
Erläuterungen zum Zwischenausweis	Seite 07
Aktionärsstruktur, Unternehmensdaten, Kennzahlen	Seite 07
Kurs- und Umsatzentwicklung der Aktie der Berliner Effektengesellschaft AG	Seite 08
Lageplan, Termine	Seite 09
Performance – Die aktuelle Marktanalyse der Berliner Effektenbank	Seite 10
Impressum	Seite 20

KONZERNSTRUKTUR



(Stand: 30. September 2004)



ZWISCHENAUSWEIS NACH HGB/DRS 6

	in T€ 30.09.2003	in T€ 31.12.2003	in T€ 30.09.2004	in T€ Veränderung 30.09.2004 zu 31.12.2003	
Kassenbestand	-	143	66	- 77	- 53,8%
Guthaben bei Zentralnotenbanken	-	1.245	997	- 248	- 19,9%
Forderungen an Kreditinstitute	51.674	74.343	44.726	- 29.617	- 39,8%
täglich fällig	12.860	27.740	25.250	- 2.490	- 9,0%
andere Forderungen an Kreditinstitute	38.814	46.603	19.476	- 27.127	- 58,2%
Forderungen an Kunden	193	10.214	10.928	714	7,0%
Schuldverschreibungen und					
andere festverzinsliche Wertpapiere	18.913	24.990	19.489	- 5.501	- 22,0%
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	10.042	10.375	11.261	886	8,5%
Beteiligungen	-	1.569	1.569	-	0,0%
Anteile an verbundenen Unternehmen	871	-	-	-	0,0%
Anteile an assoziierten Unternehmen	1.679	-	-	-	0,0%
Immaterielle Vermögensgegenstände	3.266	3.118	3.103	- 15	- 0,5%
Sachanlagen	1.735	2.523	1.232	- 1.291	- 51,2%
Eigene Aktien oder Anteile	-	-	-	-	0,0%
Sonstige Aktiva	621	1.168	1.330	162	13,9%
Summe Aktiva	88.994	129.688	94.701	- 34.987	- 27,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	314	4.016	1.618	- 2.398	- 59,7%
täglich fällig	314	1.622	1.397	- 225	- 13,9%
mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist	-	2.394	221	- 2.173	- 90,8%
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	249	26.571	27.189	618	2,3%
täglich fällig	249	16.285	16.159	- 126	- 0,8%
mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist	-	10.286	11.030	744	7,2%
Rückstellungen	1.656	2.939	2.075	- 864	- 29,4%
Pensionsrückstellungen	-	301	-	- 301	- 100,0%
Steuerrückstellungen	432	397	50	- 347	- 87,4%
andere Rückstellungen	1.224	2.241	2.025	- 216	- 9,6%
Sonderposten mit Rücklageanteil	-	-	-	-	0,0%
Eigenkapital	56.444	64.785	63.179	- 1.606	- 2,5%
gezeichnetes Kapital	15.960	15.960	16.311	351	2,2%
Rücklagen	73.656	76.136	78.022	1.886	2,5%
Bilanzgewinn/-verlust	- 33.172	- 32.343	- 33.152	- 809	2,5%
Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung	-	2.037	1.309	- 728	- 35,7%
Anteile fremder Gesellschafter	-	2.995	689	- 2.306	- 77,0%
Sonstige Passiva	30.331	31.377	640	- 30.737	- 98,0%
Summe Passiva	88.994	129.688	94.701	- 34.987	- 27,0%
Eventualverbindlichkeiten	-	717	830	113	15,8%
Verbindlichkeiten aus Bürgschaften und					
Gewährleistungsverträgen	-	717	830	113	15,8%
Andere Verpflichtungen	-	3.667	3.104	- 563	- 15,4%
unwiderrufliche Kreditzusagen	-	3.667	3.104	- 563	- 15,4%



ERGEBNIS NACH HGB/DRS 6

	in T€		in T€		in T€		in T€	
	01.01.2003 - 30.09.2003	01.01.2004 - 30.09.2004	Veränderung		01.07.2003 - 30.09.2003	01.07.2004 - 30.09.2004	Veränderung	
Zinserträge	2.225	1.392	- 833	- 37,4%	306	455	149	48,7%
Zinsaufwendungen	-	- 378	- 378	0,0%	-	- 135	- 135	0,0%
Laufende Erträge	10	185	175	1.750,0%	4	- 2	- 6	- 150,0%
Ergebnisse aus assoziierten Unternehmen	- 243	-	243	- 100,0%	- 58	-	58	- 100,0%
Provisionserträge	3.262	7.102	3.840	117,7%	1.374	1.892	518	37,7%
Provisionsaufwendungen	- 1.545	- 3.748	- 2.203	142,6%	- 666	- 941	- 275	41,3%
Ertrag aus Finanzgeschäften	13.851	14.633	782	5,6%	5.628	3.182	- 2.446	- 43,5%
Aufwand aus Finanzgeschäften	- 10.171	- 8.979	1.192	- 11,7%	- 3.722	- 2.063	1.659	- 44,6%
Sonstige betriebliche Erträge	455	1.498	1.043	229,2%	202	80	- 122	- 60,4%
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	- 7.650	- 11.572	- 3.922	51,3%	- 2.627	- 3.748	- 1.121	42,7%
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf immaterielle Anlagewerte und Sachanlagen	- 1.173	- 1.428	- 255	21,7%	- 384	- 438	- 54	14,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 423	- 90	333	- 78,7%	- 282	- 8	274	- 97,2%
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und bestimmte Wertpapiere sowie Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft	-	- 209	- 209	0,0%	-	25	25	0,0%
Erträge aus Zuschreibungen zu Forderungen und bestimmten Wertpapieren sowie aus der Auflösung von Rückstellungen im Kreditgeschäft	213	-	- 213	- 100,0%	134	-	- 134	- 100,0%
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	- 1.189	- 1.594	- 405	34,1%	- 91	- 1.701	- 1.610	1.769,2%
Abschreibungen auf Beteiligungen, Anteile an verbundenen Unternehmen und wie Anlagevermögen behandelte Wertpapiere	- 1.711	- 4	1.707	- 99,8%	-	-	-	0,0%
Erträge aus Zuschreibungen zu Beteiligungen, Anteilen an verbundenen Unternehmen und wie Anlagevermögen behandelten Wertpapieren	-	-	-	0,0%	-	-	-	0,0%
Außerordentliches Ergebnis	-	4	4	0,0%	-	-	-	0,0%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	615	24	- 591	- 96,1%	- 8	51	59	- 737,5%
Sonstige Steuern, soweit nicht unter „sonstige betriebliche Aufwendungen“ ausgewiesen	-	- 6	- 6	0,0%	-	-	-	0,0%
Erträge aus der Auflösung von passiven Unterschiedsbeträgen aus der Kapitalkonsolidierung	-	747	747	0,0%	-	382	382	0,0%
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	- 2.285	- 829	1.456	- 63,7%	- 99	- 1.268	- 1.169	1.180,8%
Anteil fremder Gesellschafter am Jahresüberschuß	-	-	-	0,0%	-	-	-	0,0%
Anteil fremder Gesellschafter am Jahresfehlbetrag	-	20	20	0,0%	-	1	1	0,0%
Auf den Konzern entfallender Jahresüberschuß/-fehlbetrag	- 2.285	- 809	1.476	- 64,6%	- 99	- 1.267	- 1.168	1.179,8%
Gewinn-/Verlustvortrag	- 30.863	- 32.343	- 1.480	4,8%	4.143	-	- 4.143	- 100,0%
Anteil fremder Gesellschafter am Gewinn-/Verlustvortrag	-	-	-	0,0%	-	-	-	0,0%
Auflösung der Rücklage für Anteile an einem herrschenden Unternehmen und für eigene Aktien	-	-	-	0,0%	-	-	-	0,0%
Dotierung der Rücklage für eigene Aktien	- 24	-	24	- 100,0%	- 24	-	24	- 100,0%
Bilanzgewinn/-verlust	- 33.172	- 33.152	20	- 0,1%	4.020	- 1.267	- 5.287	- 131,5%



KAPITALFLUSSRECHNUNG

	in T€ Drittes Quartal 2004	in T€ Drittes Quartal 2003
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	- 808,9	- 2.284,2
Im Jahresüberschuß/-fehlbetrag enthaltene zahlungsunwirksame Posten und Überleitung auf den Cash Flow aus operativer Geschäftstätigkeit		
Abschreibungen, Wertberichtigungen und Zuschreibungen auf Finanz- und Sachanlagen	483,7	3.165,4
Veränderungen der Rückstellungen	- 864,1	- 46,8
Veränderung zahlungsunwirksamer Posten	- 29.879,7	29.710,4
Gewinn/Verlust aus der Veräußerung von Finanz- und Sachanlagen	- 789,8	139,1
Sonstige Anpassungen (per Saldo)	211,0	- 30.005,4
Zwischensumme	- 31.647,8	678,5
Veränderung des Vermögens und der Verbindlichkeiten aus operativer Geschäftstätigkeit nach Korrektur um zahlungsunwirksame Bestandteile		
Forderungen		
an Kreditinstitute	49.778,1	- 7.064,6
an Kunden	- 855,3	-
Wertpapiere (soweit nicht Finanzanlagen)	4.157,3	- 19.125,6
Andere Aktiva aus operativer Geschäftstätigkeit	42,7	25.995,7
Verbindlichkeiten		
gegenüber Kreditinstituten	- 2.793,0	- 166,2
gegenüber Kunden	- 19.351,6	-
Verbriefte Verbindlichkeiten	-	-
Andere Passiva aus operativer Geschäftstätigkeit	- 303,1	- 0,2
Außerordentliche Einzahlungen	-	-
Außerordentliche Auszahlungen	-	-
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	- 972,7	317,6
Einzahlungen aus der Veräußerung von		
Finanzanlagen	821,5	426,8
Sachanlagen	7,3	0,1
Auszahlungen für den Erwerb von		
Finanzanlagen	- 64,1	- 628,8
Sachanlagen	- 204,9	- 52,8
Effekte aus der Veränderung des Konsolidierungskreises		
Einzahlungen aus dem Verkauf von konsolidierten Unternehmen und sonstigen Geschäftseinheiten	-	-
Auszahlungen für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen und sonstigen Geschäftseinheiten	-	-
Mittelveränderungen aus sonstiger Investitionstätigkeit (per Saldo)	-	-
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	559,8	- 254,7
Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen	-	-
Dividendenzahlungen	-	-
Käufe und Verkäufe von eigenen Aktien	-	- 24,2
Mittelveränderungen aus Nachrangkapital sowie sonstigem hybriden Kapital (per Saldo)	-	-
Einzahlungen aus der Aufnahme von Finanzkrediten	-	-
Auszahlungen aus der Tilgung von Finanzkrediten	-	-
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-	- 24,2
Zahlungsmittelbestand zum Ende der Vorperiode	5.299,8	4.250,6
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	- 972,7	317,6
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	559,8	- 254,7
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-	- 24,2
Wechselkurs-, konsolidierungskreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelfonds	-	-
Änderung des Konsolidierungskreises	-	-
Zahlungsmittelbestand zum Ende der Periode	4.886,9	4.289,3



ERLÄUTERUNGEN ZUM ZWISCHENAUSWEIS PER 30. SEPTEMBER 2004

Dieser Zwischenabschluss wurde unter Anwendung der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden des Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2003 mit dem selben Konsolidierungskreis unter Beachtung des Deutschen Rechnungslegungs Standard Nr. 6 aufgestellt.

Im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres verstärkte sich der negative Trend der Vormonate. Die weiter nachlassende Ordertätigkeit, insbesondere bei den Direktbanken, wirkte sich unmittelbar auf den Saldo aus Courtaageerträgen und -aufwendungen sowie auf das Ergebnis aus Finanzgeschäften aus. Der Provisionsüberschuss erholte sich trotz der geringeren Netto-Courtagen, da höhere Erträge im Dienstleistungsgeschäft um Kapitalmaßnahmen und um Zweitlistings dies ausgleichen konnten. Im Vergleich zum dritten Quartal des Vorjahres verbesserte sich der Provisionsüberschuss um 34 %. Dies ist auch auf den Ergebnisanteil der Consors Capital Bank AG zurückzuführen, die im Vorjahr nicht zum Konsolidierungskreis gehörte. Das Ergebnis aus Finanzgeschäften enthält im Wesentlichen die Differenzen aus Aufgabengeschäften. Infolge ihres Rückganges ermäßigte sich das Nettoergebnis aus Finanzgeschäften um 30% gegenüber dem Vorquartal. Das dritte Quartal des Vorjahres verlief freundlicher, so dass

auch hier ein Rückgang des Ergebnisses aus Finanzgeschäften zu verzeichnen ist.

Der Anstieg der allgemeinen Verwaltungsaufwendungen hängt mit dem gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres erweiterten Konsolidierungskreis und den Tantiemehzahlungen für das erste Quartal 2004 zusammen. Auf die neu konsolidierten Gesellschaften entfallen rund 4.444 T€ der allgemeinen Verwaltungsaufwendungen.

In Höhe von 382 T€ wurden im zweiten Quartal passive Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung erfolgswirksam aufgelöst, da ihnen Verluste in den konsolidierten Gesellschaften gegenüber standen. Zum 30. September 2004 wurden insgesamt 747 T€ für eingetretene Verluste in der Consors Capital Bank AG und der Ventegis Capital AG in Anspruch genommen.

Die Berliner Effektengesellschaft AG hat eine Kapitalerhöhung durch Sacheinlage durchgeführt. Aus dem Tausch von Anteilen an der Ventegis Capital AG gegen Anteile an der Berliner Effektengesellschaft gingen 877.610 junge Aktien hervor. Die übernommenen Aktien der Ventegis Capital AG wurden mit 2.294 T€ bewertet. Aus dem Zugang resultierte ein weiterer kleiner passiver Unter-

schiedsbetrag, der bereits in voller Höhe durch Verluste im dritten Quartal aufgelöst wurde. Der weitere Rückgang der Bilanzsumme im Vergleich zum 30. Juni 2004 ist auf die Verfügungen über Einlagen der Kunden der Consors Capital Bank AG zurückzuführen.

Das im Zwischenbericht angegebene Ergebnis je Aktie ist der Quotient aus dem Bilanzverlust und der Anzahl der Aktien zum Stichtag.

Der erweiterte Konsolidierungskreis des Jahresabschlusses 2003 zog eine Erweiterung der Segmentberichterstattung nach sich. Das Ergebnis der Gruppe verteilt sich auf die operativen Segmente: Skontroführung/Wertpapierhandel, Bankgeschäfte und Venture Capital und die Überleitungsposition Zentralbereiche/Konsolidierung. Das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit im Segment Skontroführung/Wertpapierhandel beträgt 3.158 T€ gegenüber 1.205 T€ zum gleichen Zeitpunkt des Vorjahres. Von diesen Beträgen entfallen 213 T€ auf das dritte Quartal 2004 bzw. 1.205 T€ auf das dritte Quartal 2003. In den Segmenten Bankgeschäfte und Venture Capital wurde ein Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit in Höhe von - 341 T€ bzw. - 83 T€ erzielt.

WKN 522 130, ISIN DE0005221303

Amtlich notiert in Berlin und Frankfurt

AKTIONÄRSSTRUKTUR PER 30. SEPTEMBER 2004

34,92% H.T.B. Unternehmensbeteiligungen GmbH
33,63% Holger Timm
14,68% Cortal Consors S.A.
16,78% Free Float

UNTERNEHMENS DATEN PER 30. SEPTEMBER 2004

Marktkapitalisierung: 62,3 Millionen €
Anzahl der Aktien: 16.311.203
Free Float: 16,78% = 2.736.293
Rechnungslegung: HGB
Bilanzsumme: 94.701 T€
Anzahl der Mitarbeiter: 131

KENNZAHLEN PER 30. SEPTEMBER 2004

Ergebnis je Aktie: - 0,05 €
Zinsüberschuß/Rohertrag: 11,75%
Provisionsüberschuß/Rohertrag: 32,86%
Finanzergebnis/Rohertrag: 55,39%
Cost/Income-Ratio: 127,36%
Eigenkapitalquote: 66,71%

KENNZAHLEN PER 30. SEPTEMBER 2003

Ergebnis je Aktie: - 0,14 €
Zinsüberschuß/Rohertrag: 30,25%
Provisionsüberschuß/Rohertrag: 23,24%
Finanzergebnis/Rohertrag: 49,80%
Cost/Income-Ratio: 119,41%
Eigenkapitalquote: 63,42%



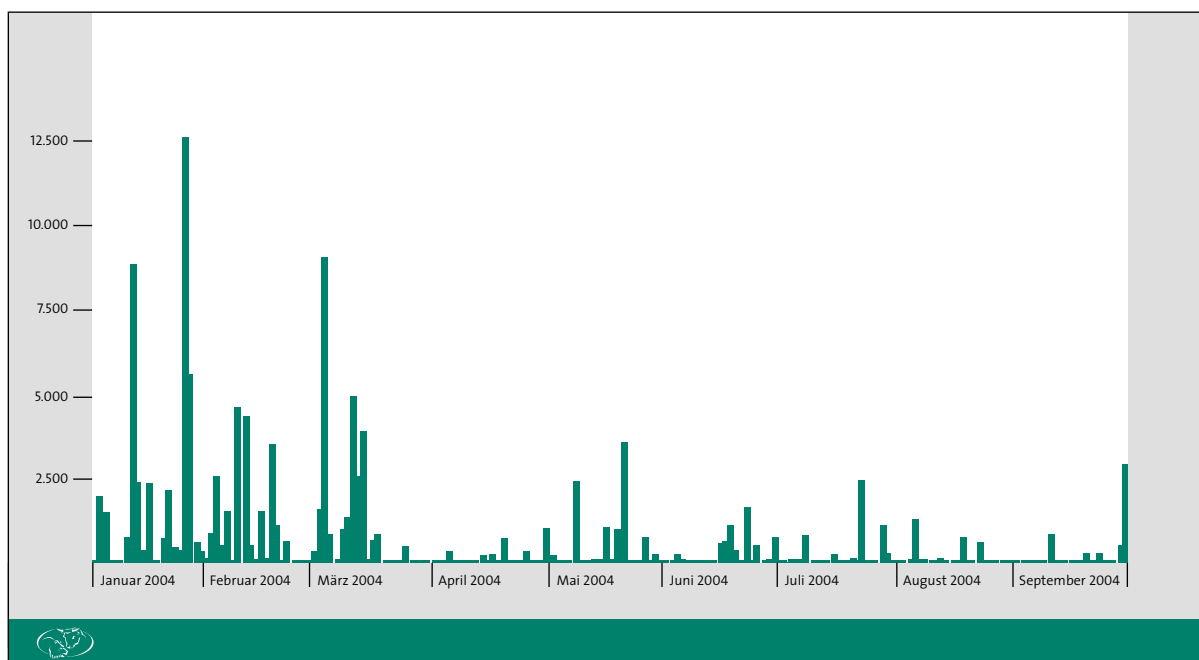
KURSENTWICKLUNG DER AKTIE DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG (WKN 522 130, ISIN DE0005221303)

Januar - September 2004 – im Vergleich zum SDAX



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

Januar - September 2004





VORSTAND UND AUFSICHTSRAT DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG

(Stand: 30. September 2004)

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

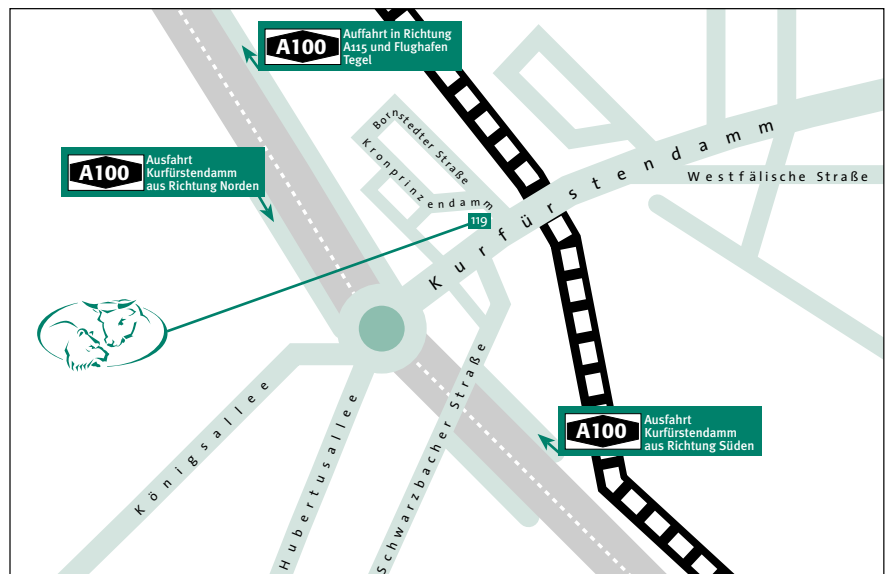
Telefon 030-89021-100
Telefax 030-89021-199

Anfahrt:

A100, Ausfahrt „Kurfürstendamm“

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

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



TERMINE

- | | |
|------------------|--|
| 3. Dezember 2004 | 17.00 Uhr Aktionärsveranstaltung in Berlin |
| 18. Februar 2005 | Bekanntgabe der vorläufigen Jahreszahlen |
| 23. Juni 2005 | 10.00 Uhr Hauptversammlung in Berlin |



EDITORIAL



Sehr geehrte Leserinnen,
sehr geehrte Leser,

wie auch in unserer Marktanalyse immer wieder betont, genießt derzeit die asiatisch-pazifische Region die weltweit größte Attraktivität unter den Investoren. Laut einem UN-Bericht hat China im vergangenen Jahr die USA als größten Standort für ausländische Direktinvestitionen überholt.

So ist es kaum verwunderlich, dass eine innovative Börse, wie die Berliner Börse, am 17. September ein Memorandum of Understanding mit dem chinesischen Marktplatz, der Shenzhen Stock Exchange, als Basis einer vielversprechenden Zusammenarbeit unterzeichnet hat.

Die Shenzhen Stock Exchange wurde 1990 gegründet. Von insgesamt 1.357 in China börsennotierten Unternehmen sind 522 an der Shenzhen Stock Exchange gelistet. Im Mai wurde ein Wachstumssegment mit einem elektronischen Handelssystem für kleine aufstrebende Firmen gegründet, das diesen den Zugang zum Kapitalmarkt erleichtern soll – die Nachfrage ist rege. Die Berliner Börse bietet unter allen deutschen Börsen das umfangreichste Angebot chinesischer Aktien.

Seit Anfang Oktober ist zudem die letzte Etappe der durchgängigen Transparenz an der Berliner Börse erreicht. Neben den im Berliner Freiverkehr notierten Aktien sind nun die Orderbücher von mehr als 11.000 internationalen und deutschen Aktien im Amtlichen und Regelmäßigem Markt einsehbar. Somit ist der konkrete Handelsverlauf als Realtime-Marktinformation, welcher sonst nur Profis offen steht, für alle Interessenten nachvollziehbar. Dieser bundesweit einmalige Service ist für die Anleger kostenlos nutzbar.

Eine gewinnbringende Lektüre wünscht Ihnen

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 18. Oktober 2004 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.

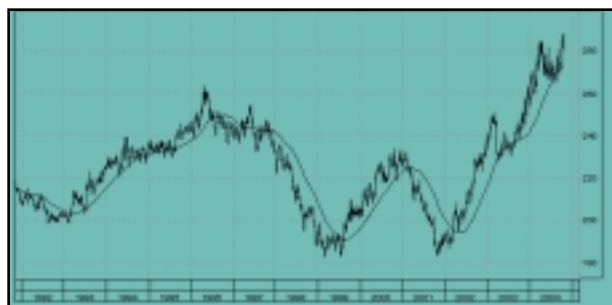


Alle Jahre wieder präsentieren sich die Mächtigsten der Welt im Rahmen des G-7-Treffens von ihrer medial gesehen besten Seite. Dabei handelt es natürlich um eine reine Public Relations- oder Propaganda-Veranstaltung mit Häppchen, Stars und Journalisten. Der Zweck dieser Treffen ist es, ein Bild zupackender Kompetenz zu vermitteln und die Schimäre vom Primat der Politik aufrechtzuerhalten. Die große Bühne wird von den Darstellern aus aller Welt zu souveränen Werbeauftritten genutzt, um die übliche Botschaft der Politiker an ihr Wählervolk zu übermitteln: Alles wird gut! Und wenn nicht, dann trifft die stets dem Allgemeinwohl verpflichteten Staatsdiener selbstverständlich keine Schuld. Für diesen Fall lohnt es sich frühzeitig einen allseits unbeliebten Sündenbock zu präsentieren.

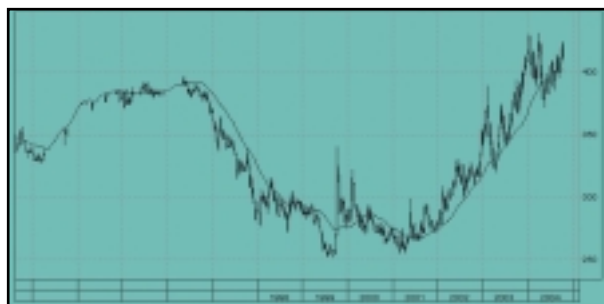
„Die sieben führenden Industrienationen glauben, bei ihrem Treffen in Washington einen Schuldigen für die Misere gefunden zu haben: Spekulanten, die mit vielen Milliarden Dollar frei vagabundierender Anlagegelder den Ölmarkt aus dem Gleichgewicht gekippt haben.“ So fasste das Handelsblatt das Ergebnis der diesjährigen Sündenbock-Hatz zusammen. Plötzlich sind sie also wieder da, die bösen Spekulanten, und durchkreuzen mit ihrem frechen Gewinnerzielungsmotiv die altruistische Nach-mir-die-Sintflut-Schuldenpolitik der Mächtigen. Wehmütig trauert man den Zeiten nach, als die frei vagabundierenden Anlagegelder in einem Anfall kollektiver Umnachtung statt Öl Telekom-Aktien kauften, direkt vom deutschen Finanzminister für den absurd hohen Preis von 60 Euro gar. Bloomberg zitiert neben anderen gleichlautenden Stimmen auch den deutschen Wirtschaftsminister Clement: „*On the international level, we have to take action against speculation.*“ (Wir müssen auf internationaler Ebene etwas gegen die Spekulation unternehmen). Wie wär's mit einer selbst vom Bundesrechnungshof immer wieder ange-mahnten Rückkehr zu einer seriösen Fiskalpolitik, idealerweise in Verbindung mit einer nach hergebrachten Maßstäben lang-fristig tragfähigen Geldpolitik? Auf internationaler Ebene fehlt in beiden Bereichen bereits seit Jahren der politische Wille zur notwendigen Selbstdisziplin. Nach uns die Sintflut eben.

WIR BLEIBEN LANGFRISTIGE BULLEN

Allem politischen Wunschenken zum Trotz bleiben wir bei unserer seit dem Jahr 2001 immer wieder geäußerten Prognose, dass sich die Rohstoff- und Edelmetallmärkte am Anfang eines langfristigen Aufwärtstrends befinden. Verantwortlich dafür



CRB - Rohstoffindex

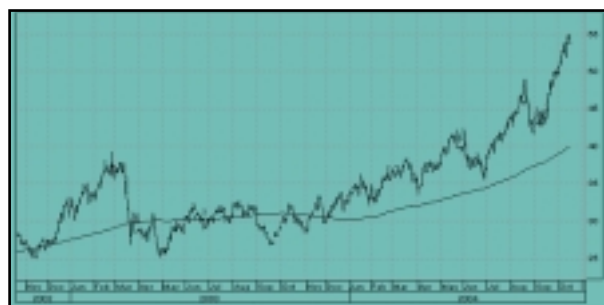


Gold, Feinunze in US-Dollar

sind natürlich nicht irgendwelche Spekulanten, sondern fundamentale ökonomische Faktoren wie beispielsweise Angebot und Nachfrage. Auch die ausufernde Staatsverschuldung und die durch Notenbanken auf ein unangemessen niedriges Niveau manipulierten Zinsen in den G-7-Ländern sowie die seit vielen Jahren stark steigenden Geldmengen spielen in diesem Zusammenhang eine bedeutende Rolle. Vor diesem Hintergrund kann ein rationaler, historisch gebildeter Anleger gar nicht anders, als sein unter Umständen hart erarbeitetes Vermögen vor dem immer bedrohlicher werdenden staatlich verordneten Verlust in Sicherheit zu bringen. Die Flucht in reale Vermögenswerte, die nicht vom Staat und seinen Bürokraten per Knopfdruck beliebig vermehrt werden können wie Geldscheine, Staatsanleihen und andere Zahlungsverprechungen, trägt alle Züge durchdachten, rationalen Handelns. Wem sein eigenes Wohlergehen und das seiner Familie wichtiger ist als das der politischen Führung, der muss entsprechend handeln, auch wenn Politiker ihn dann im ersten Schritt als Spekulanten und später womöglich wieder einmal als Vaterlandsverräter denunzieren. „Wer hat hier wen verraten?“ fragt vollkommen zu Recht und zunehmend deutlicher vernehmbar zumindest ein Teil der jüngeren Generationen.

VON ANGEBOT UND NACHFRAGE

Langfristig sind und bleiben wir also ausgesprochene Ölpreisbul-len. Das weltweite Angebot an Rohöl kann vermutlich nicht mehr deutlich gesteigert werden. Vielmehr mehren sich die Stimmen, die auf das Modell des Geophysikers Dr. M. King Hubbert verweisen, das einst den Verlauf der Rohölproduktion in den USA auf



Rohöl (West Texas Intermediate) in US-Dollar



sensationelle Weise treffsicher prognostizierte (<http://www.hubbertypeak.com>). Dieses Modell lässt auf ein baldiges Sinken der weltweiten Ölproduktion schließen.

Die steigende Nachfrage speziell in den asiatischen Ländern halten wir nicht für ein vorübergehendes Phänomen, sondern für eine dauerhafte strukturelle Veränderung. Lediglich ein relativ bescheidener Anteil dieser Nachfrage dürfte dem Aufbau einer strategischen Ölreserve Chinas gedient haben. Sollten diese Käufe der chinesischen Regierung gestoppt werden, dann könnte damit eine jederzeit mögliche, genau genommen sogar überfällige Preiskorrektur ausgelöst werden. Selbstverständlich sind auch Verkäufe der US-Regierung aus den Beständen der amerikanischen strategischen Reserve denkbar oder gar gleichzeitige Verkäufe aus beiden genannten Quellen. Entsprechend scharf könnte folglich die nächste Kurskorrektur ausfallen. Ein Blick auf den Preis-Chart bestätigt diese Sichtweise. Kurz- bis mittelfristig erkennen wir einen deutlich überkauften Markt. Beispielsweise ist der Abstand der Kurse zur 200-Tage-Durchschnittslinie extrem groß geworden. Eine Korrektur in der Größenordnung von 20% oder sogar mehr ist aus dieser charttechnischen Konstellation heraus jederzeit möglich, wenn nicht sogar wahrscheinlich. Wir würden darin aber eine hervorragende langfristige Kaufgelegenheit erblicken.

Marktmanipulationen von Regierungsstellen – man denke hier zum Beispiel an Devisenmarktinterventionen – folgen bekanntlich nicht der Gewinnerzielungsmaxime und unterliegen deshalb auch keinerlei Verlustbegrenzungsstrategie. Statt dessen sind sie auf einen maximalen Preiseffekt an dem ins Visier genommenen Markt ausgerichtet. Eine langfristige Trendwende bei eindeutig gegenläufigen fundamentalen Marktbedingungen kann eine staatliche Intervention natürlich nicht bewirken. An den Devisenmärkten haben die Notenbanken in der Vergangenheit ein ganz erhebliches Lehrgeld für diese Lektion gezahlt. Auch der großangelegte Versuch der Zentralbanken in den 1960er Jahren, durch die Bildung eines Gold-Pools den damals fundamental unausweichlichen Goldpreisanstieg zu verhindern, scheiterte bekanntlich kläglich.

WIE TEUER IST ÖL EIGENTLICH?

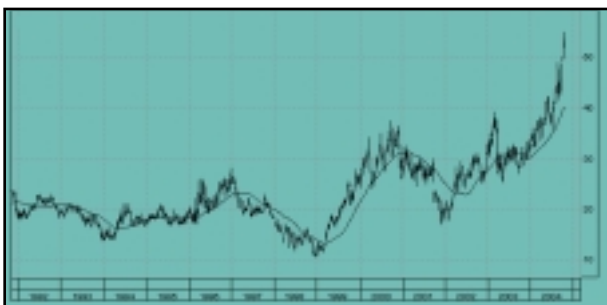
In den 1970er Jahren erlebte die Welt einen spektakulären Anstieg der Rohölpreise. Ölkrise und OPEC, autofreier Sonntag und Energiesparmaßnahmen bestimmten seinerzeit die Schlag-

zeilen. Dieser durch die von der OPEC politisch ganz bewusst herbei geführte Angebotschock kulminierte im Jahr 1979 im Zusammenhang mit dem Teheraner Geiseldrama. Im Januar 1980 erreichte der Ölpreis dann den Höchstkurs dieser erinnerungswürdigen Zeit. Dann ging es mit mehr oder weniger großen Unterbrechungen rund 20 Jahre lang abwärts. Ende Dezember 1998 wurde schließlich der Tiefpunkt dieses langfristigen Abwärtstrends markiert. Wir befinden uns folglich erst im sechsten Jahr einer langfristigen Aufwärtsbewegung. Diese wiederum setzt sich aus einigen klar zu unterscheidenden Phasen zusammen. Zunächst sehen wir eine 2-jährige Aufwärtswelle, der eine einjährige Baisee folgte. Im Anschluss daran kam es zu einer volatilen Zickzack-Bewegung, die wiederum 2 Jahre in Anspruch nahm. Charttechnisch kann die gesamte 3-jährige Phase nach der ersten Aufwärtswelle problemlos als eine zusammengehörige, ausgeprägte Konsolidierung interpretiert werden, auf die eine zweite große Aufwärtswelle folgte. Aus dem Blickwinkel langfristiger Zyklen tun wir vermutlich gut daran, von einer Fortsetzung dieses säkularen Aufwärtstrends während der nächsten 10 bis 15 Jahre auszugehen.

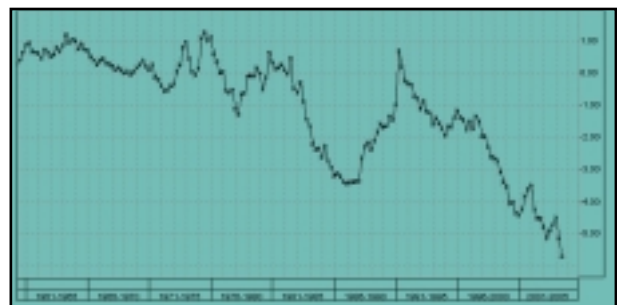
Dieser auf den ersten Blick vielleicht extrem erscheinende Hinweis relativiert sich sofort, wenn wir die Entwicklung des Ölpreises unter Berücksichtigung der Inflationsrate analysieren. Hier zeigt sich nämlich, dass sich der aktuelle Ölpreis inflationsbereinigt lediglich auf dem Niveau von Mitte der 1970er und fast 50% unter dem Höchstkurs des Jahres 1980 befindet. Von einem echten historischen Rekordhoch kann also noch lange nicht gesprochen werden.

EHRliche WOrte und erfREuliche EinSichten

Insbesondere während der Hochphase der großen Aktienspekulationsblase Ende der 1990er Jahre hat Robert McTeer, der Präsident der Federal Reserve Bank of Dallas, mit mangelndem Weitblick und fehlendem Urteilsvermögen auf sich aufmerksam gemacht. Er war ein glühender Verfechter der New Era-These und kann getrost als wichtiger Cheerleader bei der Promotion dieser naiven Sichtweise bezeichnet werden. Dann, im Februar 2001, machte er mit folgendem sensationell einfältigen wirtschaftspolitischen Rat von sich reden: „*If we all join hands together and buy a new SUV, everything will be ok.*“ (Wenn wir uns alle die Hände reichen und ein neues geländegängiges Auto kaufen, dann wird alles gut.)



Rohöl (West Texas Intermediate) in US-Dollar

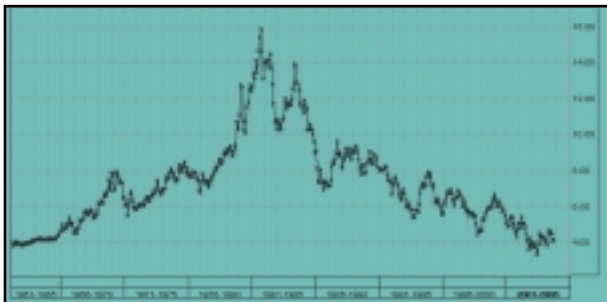


US-Leistungsbilanzdefizit in % des BIP



Kürzlich hat sich der solchermaßen ausgezeichnete Notenbank-Bürokrat öffentlich zu dem gigantischen Leistungsbilanzdefizit der USA geäußert. Dieses hat mit fast 6 % des Bruttoinlandsprodukts eine Größenordnung erreicht, die nach Einschätzung des amerikanischen Star-Ökonomen Paul Krugman bisher Bananenrepubliken vorbehalten war. Wir sind uns nicht ganz sicher, ob Krugmans Sichtweise korrekt ist. Könnte es nicht auch so gewesen sein, dass Länder, in denen Ungleichgewichte dieser Größenordnung zugelassen wurden, gerade deshalb zu Bananenrepubliken erklärt wurden?

Wie auch immer, das Leistungsbilanzdefizit der USA kann nicht von Dauer sein, und seine Korrektur wird schmerzhaft und vermutlich weltweite Konsequenzen haben. Diese ökonomische Einsicht ist so grundlegend, dass auch Robert McTeer sie teilt: „Theoretically, some day that process will come to an end, the flows will turn against us and there will be a crisis that will result in rapidly rising interest rates and a rapidly depreciating dollar that will be very disruptive. BUT I DON'T KNOW WHAT TO DO ABOUT IT.“ (Theoretisch wird dieser Prozess eines Tages zu einem Ende kommen, die Kapitalströme werden sich gegen uns wenden und es wird zu einer Krise kommen. Diese wird zu deutlich steigenden Zinsen und einer rapiden Abwertung des US-Dollars führen, was überaus zerstörend sein wird. ABER ICH WEISS NICHT, WAS DAGEGEN GETAN WERDEN KANN.)

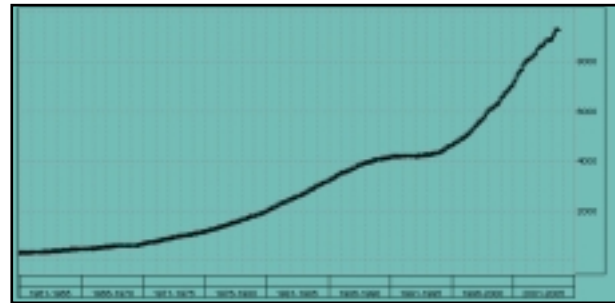


Zinsen 10-jähriger US-Staatsanleihen

Wieder einmal lässt Goethes Zauberlehrling grüßen. Die durch eine über viele Jahre vollkommen falsche Geldpolitik heraufbeschworenen Geister lassen sich von den dafür verantwortlichen Notenbankern nicht mehr bannen. Ratlos und kleinlaut stehen sie nun vor dem von ihnen geschaffenen Monster. Sie scheinen derart geschockt zu sein, dass sie das normalerweise krampfhaft aufrechterhaltene Trugbild, eine Volkswirtschaft wunschgemäß steuern zu können, in einem Anfall von Realitätserkenntnis aufgeben. Wir sehen in diesen Worten von McTeer ein erstes zaghaftes und womöglich nicht bewusst gemachtes Eingeständnis der von uns immer wieder kritisierten geldpolitischen Fehler der Ära Greenspan.

HYBRIS

Wir kontrastieren diese Aussage McTeers mit einem Zitat seines ehemaligen Zentralbank-Kollegen Laurence H. Meyer. Meyer war während der Hochphase der Aktienblase von Juni 1996 bis Januar 2002 Gouverneur der Federal Reserve. Er hat kürzlich ein Buch über seine Dienstzeit vorgelegt mit dem Titel „A Term at



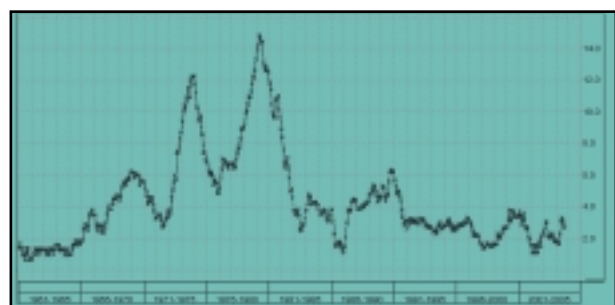
US-Geldmenge M-3 in Mrd. US-Dollar

the Fed“ (Eine Amtszeit bei der US-Notenbank). Darin gewährt er uns interessante Einsichten in das Innenleben dieser mächtigen Behörde und in die Selbstwahrnehmung der Akteure. Meyer schreibt in seinem Vorwort: „... the Fed and monetary policy (...) is the story of how we stand at the helm, with our hands on the big wheel, and navigate through the storm.“ (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.)

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.

EHRliche WORTe UND BÜROKRATISCHE WIDERWORTe

Unter der Überschrift „Wer lügt am frechsten?“ berichteten wir im vergangenen Monat von der statistischen Schönfärberei in den USA. Wir empfahlen unseren Lesern die Lektüre eines zwar umfangreichen, aber extrem instruktiven Artikels über Änderungen der statistischen Methoden und deren Auswirkungen



US-Inflationsrate (Consumer Price Index) jährliche Veränderung in %



auf einige der wichtigsten volkswirtschaftlichen Zeitreihen. Zu diesem Thema hat sich jetzt auch Bill Gross, einer der erfolgreichsten Portfoliomanager im Bereich festverzinslicher Wertpapiere, zu Wort gemeldet. In seinem monatlich erscheinenden Investment Outlook unterzieht er die offizielle Berechnung der Inflationsrate einer kritischen Analyse. Wir selbst haben bereits mehrmals in unserer „Performance“, aber auch in unserem bereits in der zweiten Auflage vorliegenden Buch „Das Greenspan Dossier“ auf diese Missstände hingewiesen – jetzt also auch Bill Gross, einer der ganz Großen der amerikanischen Investmentszene. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die amerikanische Inflationsrate seit 1987 jedes Jahr um 0,5 bis 1,1 %-Punkte zu niedrig ausgewiesen wird. Dass Gross nicht irgendwer ist, lässt sich leicht an den Reaktionen ablesen, die sein kritischer Beitrag ausgelöst hat. Kein Geringerer als der Fed Gouverneur William Poole meldete sich wie folgt zu Wort: „*Bill Gross just doesn't understand the way hedonic measurement is done.*“ (Bill Gross hat keine Ahnung, wie die hedonische Messtechnik funktioniert.)

In der ihm eigenen vornehmen Art hat Gross kurz darauf eine lesenswerte Antwort publiziert (<http://www.pimco.com/TopNav/Home/Default.htm>). Darin macht er anhand eines einfachen Beispiels seine Kritik noch einmal deutlich und schließt mit dem Satz: „*It's a con – pure and very, very simple.*“ (Es ist ein Schwindel – schlicht und sehr, sehr einfach.)

Ob Bill Gross sein eingängiges Gummibärchen-Beispiel gewählt hat, weil er seinerseits vermutet, der hochkarätige Notenbank-Bürokrat wisse nicht, wovon er rede, können wir natürlich nicht beurteilen.



NOBELPREIS FÜR WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

Der Nobelpreis gilt bekanntlich als die höchste Ehrung, die einem Wissenschaftler unter Anteilnahme einer überaus großen Öffentlichkeit zuteil werden kann. Für einen kurzen Moment erhalten die ausgezeichneten Forscher die Möglichkeit den meist extrem engen Radius ihres jeweiligen Elfenbeinturms zu verlassen und sich dem grellen Rampenlicht einer globalen Medienbühne zu präsentieren. In dem uns hier interessierenden Bereich der Wirtschaftswissenschaften erhielten Edward C. Prescott und Finn E. Kydland den „Nobel Memorial Prize in Economic Science“ des Jahres 2004. Streng genommen handelt es sich hierbei nicht um einen echten Nobelpreis, sondern um eine Preisstiftung der Schwedischen Reichsbank, der Zentralbank des Landes. In Erinnerung an Alfred Nobel wird diese staatliche Ergänzung der eigentlichen Nobelpreise erst seit 1969 vergeben. Dieser kleine Unterschied spielt allerdings weder in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit noch in der offiziellen Darstellung und Behandlung des Nobelkomitees eine besondere Rolle.

Zeigte sich die Unvoreingenommenheit des Preiskomitees nicht darin, dass im Jahr 1974 mit Friedrich August von Hayek, Vertreter der Österreichischen Schule, und der große Gegenspieler von John Maynard Keynes ausgezeichnet wurde? Dass die Umsetzung seiner radikal-liberalen Ideen das Ende des staatlichen Geldmonopols und mithin die Abschaffung der den Preis stiftenden Zentralbank bedeuten würde, bleibt heitere Randnotiz dieses historischen Vorgangs. Jetzt, 30 Jahre später, ging der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften an 2 Ökonomen, deren nun ausgezeichnete Arbeiten in klarem Widerspruch zur Keynesianischen Theorie stehen. Diese beherrscht bekanntlich sowohl den modernen Wissenschaftsbetrieb als auch die wirtschaftspolitische Diskussion und Realität. Die von der New York Times gewählte Überschrift „*2 Mavericks in Economics Awarded Nobel Prize*“ (2 Außenseiter der Wirtschaftswissenschaften mit Nobelpreis ausgezeichnet) weist auf diese durchaus nicht alltägliche Konstellation hin. Von den Erkenntnissen der Österreichischen Schule sind die beiden neu ernannten Preisträger dennoch meilenweit entfernt. Trotzdem halten wir die diesjährige Auswahl des Komitees für ein bemerkenswertes Zeichen der Zeit.

Bekanntlich unterliegen gerade breit aufgestellte Gremien hinsichtlich ihrer eigentlich immer einen mehrheitsfähigen Kompromiss repräsentierenden Ent-



∴ *„Some stockmarket analysts have argued that the market is overvalued at this level. We (...) find that the market is correctly valued.“*

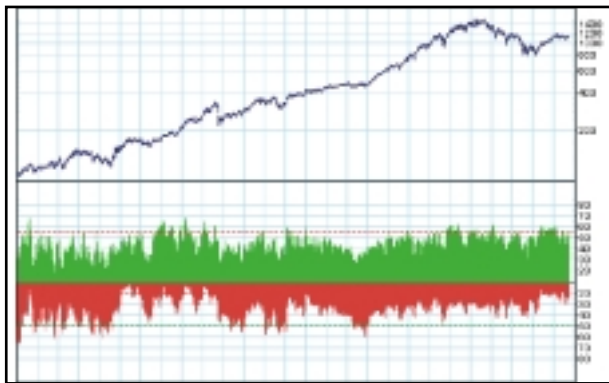
(Einige Aktienmarkt-Analysten haben behauptet, dass der Markt auf diesem Niveau überbewertet ist. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass der Markt korrekt bewertet ist.)

Edward C. Prescott und Ellen R. McGratten in: Federal Reserve Bank of Minneapolis Review, Vol. 24, No. 4, Herbst 2000 ~



scheidungsfindung deutlich dem vorherrschenden Zeitgeist. So fiel Hayeks Wahl in eine Zeit der Stagflation, in der Zweifel an Keynes Modellen plötzlich für eine relativ kurze Zeit salonfähig wurden. Laut keynesianischem Lehrbuch durfte es diese unangenehme Kombination von Inflation und Rezession nämlich gar nicht geben. Die Macht der inflationär-rezessiven Realität war damals für einen kurzen Zeitraum so stark, dass selbst das dem keynesianisch geprägten Wissenschaftsbetrieb zugehörige Preisverleihungskomitee sich diesem Einfluss nicht entziehen wollte oder konnte. Nebenbei bemerkt stammen die beiden jetzt ausgezeichneten Arbeiten von Prescott und Kydland aus den Jahren 1977 und 1982, können also ebenfalls als Kinder ihrer stagflationären Zeit betrachtet werden.

Wie unsere regelmäßigen Leser wissen, vertreten wir die Meinung, dass insbesondere die US-Wirtschaftspolitik am Ende ihrer von exzessiver fiskal- und geldpolitischer, also keynesianischer Steuerung geprägten Fahnenstange angekommen ist. Wir sprechen in diesem Zusammenhang bereits seit längerem von einer Zeitenwende, die bereits begonnen hat. Zeitenwenden beinhalten selbstverständlich auch Paradigmenwechsel. Weniger wissenschaftlich ausgedrückt handelt es sich dabei ganz banal um Änderungen in vorherrschenden Grundüberzeugungen, die während eines unter Umständen sehr langen Zeitraums gar nicht oder nur von wenigen Außenseitern in Frage gestellt und einer kritischen Prüfung unterzogen werden. Insofern betrachten wir die diesjährige Preisverleihung des Nobelpreises für



Sentimentindikator von Investors Intelligence

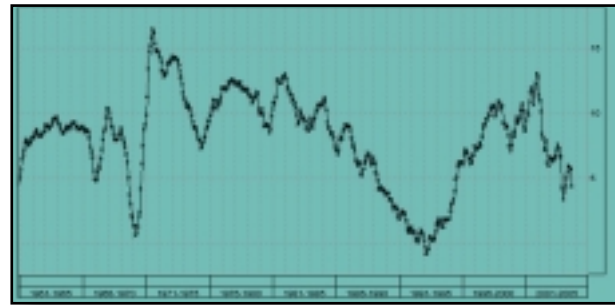
Wirtschaftswissenschaften als eine zwar nebensächliche, aber dennoch willkommene Bestätigung unserer Arbeitshypothese. Es darf endlich wieder an Keynes gezweifelt werden, eine Renaissance nicht-keynesianischer, womöglich gar klassisch liberaler Erkenntnisse scheint möglich zu werden.

EIN KLEINER ZWEIFEL

Eine abschließende Bemerkung zum Thema Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften möchten wir noch anfügen. Im Vermächtnis Alfred Nobels heißt es: „Mit dem ganzen Rest meines realisierbaren Vermögens ist folgendermaßen zu verfahren: Das Kapital, von den Testamentvollstreckern in sicheren Wertpapieren realisiert, soll einen Fonds bilden, dessen jährliche Zinsen als Preise denen zugeteilt werden, die im verfloßenen Jahr der Menschheit

den größten Nutzen gebracht haben.“

Vielleicht sollte angesichts dieser Aussage im Bereich Wirtschaftswissenschaften ehrlicherweise doch nicht auf den Unternehmer Alfred Nobel Bezug genommen werden. Etwas zynisch



US-Geldmenge M-3, jährliche Veränderung in %

kann man nämlich angesichts der von epochalen Ungleichgewichten gekennzeichneten wirtschaftspolitischen Realität, an deren Zustandekommen Wirtschaftswissenschaftler maßgeblich beteiligt waren, durchaus die Frage stellen, ob aus den modernen Wirtschaftswissenschaften der Menschheit überhaupt ein Nutzen entstanden ist oder vielmehr doch nur den Vertretern des nahezu allumfassenden Staates und seiner wuchernenden und auch mit Wirtschaftswissenschaftlern in zentralen Positionen besetzten Bürokratien.

DAS GESAMTMODELL

Die fundamentale Bewertung des US-Aktienmarkts bleibt weiterhin anhand aller bewährter Kennzahlen negativ. Das gilt für das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das Kurs-Cashflow-Verhältnis, das Kurs-Umsatz-Verhältnis und ganz besonders auch für die Dividendenrendite. Lediglich das von uns schon mehrfach in seiner Unbrauchbarkeit vorgestellte Fed-Modell, bei dem das Kurs-Gewinn-Verhältnis mit dem Zinssatz langfristiger Staatsanleihen verglichen wird, kommt zu einem anderen Ergebnis und gibt den zahlreichen Bullen das händeringend gesuchte Argument, um die klassischen Kennzahlen ignorieren zu können.

Die *Sentimentindikatoren* sind im Verlauf der letzten Wochen erneut auf sehr hohe Werte gestiegen. Das ist angesichts der mittlerweile 9-monatigen Seitwärtsbewegung der Aktienmärkte sehr bemerkenswert. Auf diesen Punkt weist der aktuelle Kommentar von Comstock Partners hin, der eine sehr lesenswerte Gegenüberstellung der jetzigen Seitwärtsbewegung mit der des Jahres 1994 liefert. Auf den ersten Blick sehen diese beiden Phasen nämlich sehr ähnlich aus. Laut Comstock zeigte der Sentimentindikator von Investor's Intelligence Ende 1994 nur 32 % Bullen und 50 % Bären, zur Zeit hingegen 54 % Bullen und lediglich 24 % Bären. Außerdem betrug der Cash-Anteil der amerikanischen Aktienfonds damals relativ stattliche 8 %, heute sind es nur 4,1 %. „Wenn sich ein Markt für eine lange Zeit in einer engen Seitwärtsbewegung befindet, dann wird der irgendwann erfolgende Ausbruch aus dieser Zone mit hoher Wahrscheinlichkeit in die dem vorherrschenden Sentiment entgegengesetzte Richtung erfolgen“, so die Analysten von Comstock Partners (<http://www.comstockfunds.com>).



Außerdem sind wir der Meinung, dass die über viele Monate hin extrem große Zuversicht der Marktteilnehmer weiterhin für eine mehr als überfällige Eintrübung des Sentiments spricht. Diese dürfte dann mit fallenden Kursen einhergehen und viele Monate anhalten.

Die monetären Rahmenbedingungen sind trotz des niedrigen Zinsniveaus rundum negativ. Die US-Notenbank hat in den vergangenen Monaten bereits dreimal die Zinsen erhöht. Gleichzeitig sind die langfristigen Zinsen nicht etwa gestiegen, sondern gefallen. Im Ergebnis führte diese Entwicklung zu einer deutlich flacheren Zinsstrukturkurve, ein eindeutig negativer Aspekt für die zukünftige Wirtschaftsentwicklung. Auch die Geldmengen wachsen mit für die Greenspan-Fed ungewöhnlich niedrigen Raten, die zwischen 2,6 % bei MZM und 4,6 % bei M-3 liegen. Das wird nicht ausreichen, um der liquiditätsgetriebenen Bearmarket-Rallye an den Aktienmärkten erneut Leben einzuhauchen.

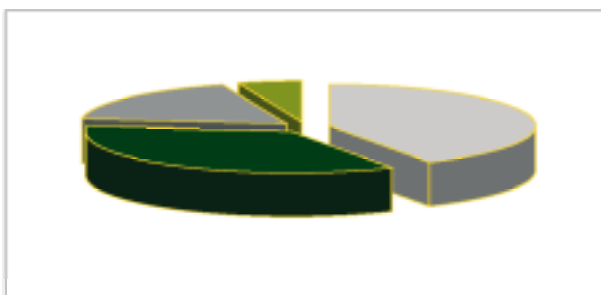
FAZIT

Unser Modell zur Beurteilung des US-Aktienmarktes ist extrem negativ und weist damit auf ganz erhebliche Kursrisiken hin. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich die im Januar dieses Jahres begonnene Seitwärtsbewegung als obere Umkehrformation erweisen und das Ende der im März 2003 begonnen Bearmarket-Rallye markieren wird.

Letzten Monat lautete unser Fazit schlicht und einfach „Verkaufen“. Dabei ist uns leider ein kleiner Lapsus unterlaufen. Irgendwo auf dem Weg von unserem Rechner zur im pdf-Format publizierten Endversion unserer Analyse ist ein Satz verloren gegangen. Im ursprünglich geplanten vollständigen Wortlaut sollte unser Fazit folgendermaßen lauten: „Verkaufen. In unserer Asset Allocation halbieren wir die empfohlenen Aktienanteile in sämtlichen Portfolio-Typen.“

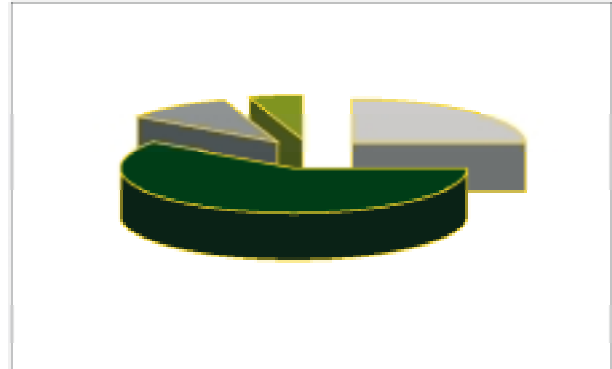
Unsere sehr langfristigen Leser werden sich über diese Entscheidung vielleicht gewundert haben, denn eigentlich befanden wir uns bereits an der Untergrenze der seinerzeit vorgestellten Asset Allocation. Nach langem Zögern haben wir uns entschieden, der mittlerweile kaum noch zu leugnenden Tatsache Rechnung zu tragen, dass im Jahr 2000 ein langfristiger Abwärtstrend an den Aktienmärkten begonnen hat. Deutlich niedrigere Untergrenzen für den jeweiligen Aktienanteil als in Zeiten langfristiger Aufwärtstrends, wie beispielsweise von 1982 bis 2000, halten wir vor diesem Hintergrund für angemessen. Unsere Allokation in Gold- und Silberminen ist in diesem allgemeinen Aktienanteil auch weiterhin nicht enthalten.

Aggressives Wachstum



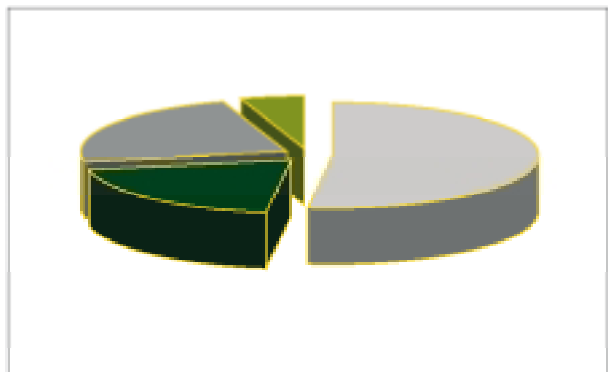
18 % Aktien	5 % HUI	42 % Liquide Mittel	35 % Festverzinsl. WP
----------------	------------	------------------------	--------------------------

Moderates Wachstum



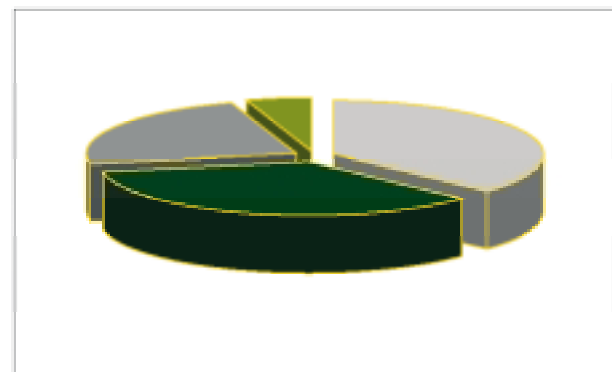
10 % Aktien	5 % HUI	25 % Liquide Mittel	60 % Festverzinsl. WP
----------------	------------	------------------------	--------------------------

Langfristiges Wachstum



23 % Aktien	5 % HUI	52 % Liquide Mittel	20 % Festverzinsl. WP
----------------	------------	------------------------	--------------------------

Mittleres Wachstum



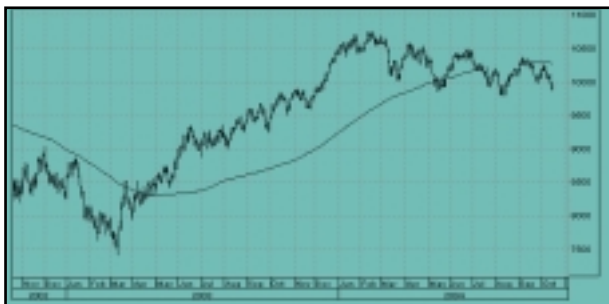
23 % Aktien	5 % HUI	37 % Liquide Mittel	35 % Festverzinsl. WP
----------------	------------	------------------------	--------------------------



Unserer Meinung nach endete im Jahr 2000 an den Aktienmärkten Europas und der USA ein langfristiger Aufwärtstrend, der 1982 begonnen hatte und Aktionäre mit spektakulären Kursgewinnen beschenkte. Danach begann ein langfristiger Abwärtstrend, der mit nunmehr rund 5 Jahren noch immer als recht jung bezeichnet werden kann. Innerhalb dieses langfristigen Abwärtstrends entwickelte sich beginnend im Oktober 2002 bzw. im März 2003 die erste ausgeprägte Bearmarket-Rallye. Trotz der von den Tiefständen aus gerechnet sehr deutlichen Kursgewinne trägt diese Rallye alle Zeichen einer typischen Bearmarket-Bewegung, die lediglich einen Teil der voran gegangenen Verluste wieder aufholen konnte. Im Januar diesen Jahres erreichte die Kursrerholung – bisher zumindest – ihren Höhepunkt. Seither geht es unter Schwankungen seitwärts. Wir interpretieren insbesondere aufgrund unseres Gesamtmodells diese Seitwärtsbewegung als obere Umkehrformation, die den Abschluss der Bearmarket-Rallye bilden und die Wiederaufnahme des langfristigen Abwärtstrends einleiten wird. Diese Sichtweise steht übrigens weiterhin im Einklang mit der Dow Theory, einer der wenigen wirklich erfolgreichen Strategien zum mittelfristigen Timing der Märkte.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

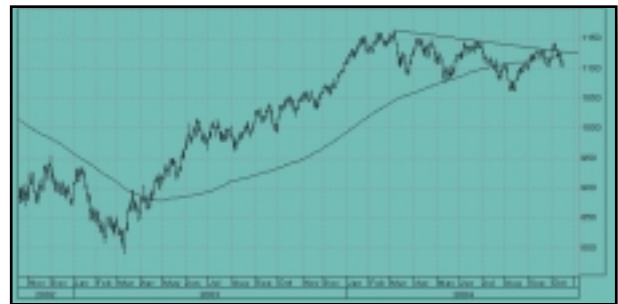
Das Chartbild des Dow hat sich in den vergangenen Wochen und Monaten deutlich eingetrübt. Die in diesem Index mit dem Februar-Hoch eingeleitete Seitwärtsbewegung lässt mittlerweile eine klare obere Umkehrformation erkennen. Deren Untergrenze verläuft bei rund 9.800 Punkten. Seit dem Februar-Hoch liegt jede Kursspitze unter der vorherigen und jede zeichnete sich durch niedrigere Umsätze aus. Die 200-Tage-Durchschnittslinie ist bereits übergerollt und beginnt zu fallen. Wir sehen darin ein zwar sehr simples, aber durchaus bewährtes Warnsignal. Die beiden letzten Rallye-Versuche scheiterten an der als Widerstand fungierenden 200-Tage-Durchschnittslinie, und die aktuellen Kurse befinden sich nur noch 1,5 % über der Formationsuntergrenze. Ein von uns erwarteter Kursrutsch unter diese bei 9.800 verlaufende horizontale Linie würde ein deutliches technisches Verkaufssignal erzeugen und das Ende der Bearmarket-Rallye verkünden. Das erste Kursziel für dieses von uns klar favorisierte Szenario sehen wir bei 9.000 Punkten. Ein dynamischer Ausbruch über die zur Zeit bei gut 10.300 verlaufende Abwärtstrendlinie würde Zweifel an dieser Interpretation aufkommen lassen.



DJIA

S & P 500

Auch dieser Index zeigt seit Jahresanfang ein Muster stets tieferer Hochpunkte, die von jeweils geringeren Umsätzen begleitet wurden. Im Unterschied zum Dow kam es hier allerdings zu einer lehrreichen Verletzung der Abwärtstrendlinie. Diese wurde Anfang Oktober überschritten, allerdings ohne die von uns immer wieder geforderte Dynamik aufzuweisen. Damit war eine ganz wichtige Bedingung für ein Kaufsignal nicht erfüllt und schon nach wenigen Tagen oberhalb dieser Trendlinie rutschten die Kurse erneut ab – und zwar dynamisch. Der Ausbruch war als Fehlsignal und Bullenfalle bestätigt. Die Kurse fielen zügig weiter bis zur ersten, kurzfristigen Unterstützung bei 1.100 Zählern. Im Verlauf dieser Bewegung kam es aus technischer Sicht zu mehreren interessanten Entwicklungen. Beispielsweise haben die Momentumindikatoren das kleine Kurshoch Mitte Oktober nicht bestätigt. Während der S & P 500 über sein September-Hoch steigen konnte, blieben die Indikatoren unter ihren jeweiligen Hochs und erzeugten damit eine negative Divergenz. Anschließend wurden die rückläufigen Kurse durch Verkaufssignale dieser Indikatoren bestätigt. Das aktuelle Niveau der Indikatoren lässt problemlos eine Fortsetzung der Kursrückgänge zu, bevor überverkaufte Niveaus erreicht sein werden. Wir bleiben folglich bei unserer bearishen Erwartung. Unterstützung für die nächste Abwärtswelle sehen wir im Bereich 950 bis 1.000 Zähler. Die vom Oktober 2002 her stammende mittelfristige Aufwärtstrendlinie verläuft bei gut 870 und stellt unser mittelfristiges Kursziel dar. Ein dynamischer Kursanstieg über die Oktober-Hochs bei 1.140 Punkten würde diese Interpretation zunichte machen.



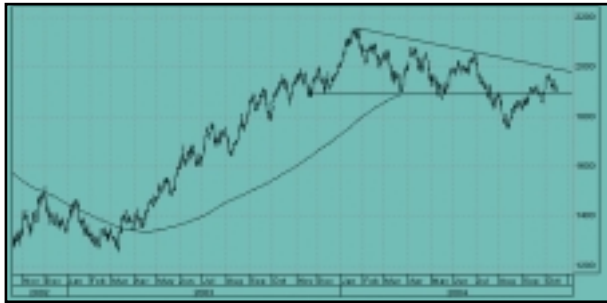
S & P 500

NASDAQ

An der NASDAQ kam es bereits im Juni zu einer Bullenfalle, als die Kurse mit schwachen Umsätzen über die damals geltende Abwärtstrendlinie stiegen. Anschließend kam es zu einem scharfen Kursrückgang, in dessen Verlauf die obere Umkehrformation mit einem klaren Verkaufssignal abgeschlossen wurde. Die anschließende Rallye traf im Bereich der fallenden 200-Tage-Durchschnittslinie auf Widerstand, nur wenige %-Punkte darüber befindet sich die neue Abwärtstrendlinie. Dass diese Rallye in den Bereich der alten Formation zurück führte, erschwert die Interpretation dieses Charts, denn idealer Weise sollte es dazu nicht kommen. Das klare Verkaufssignal wurde damit aber nicht negiert. Das gilt um so mehr, da die 200-Tage-Durchschnittslinie bereits seit fast 3 Monaten fällt. Der mittelfristige Trend muss



somit als abwärts gerichtet bezeichnet werden. Das macht die weiter oben beschriebenen optimistischen Sentimentindikatoren besonders interessant, denn zumindest an der NASDAQ ist die Stimmung offensichtlich deutlich besser als die Realität. Wir rechnen mit einem baldigen Unterschreiten der August-Tiefs, die bei rund 1.770 Zählern liegen. Unterstützung erkennen wir bei 1.600 und 1.500 Punkten. Ein Abrücken von dieser bearishen

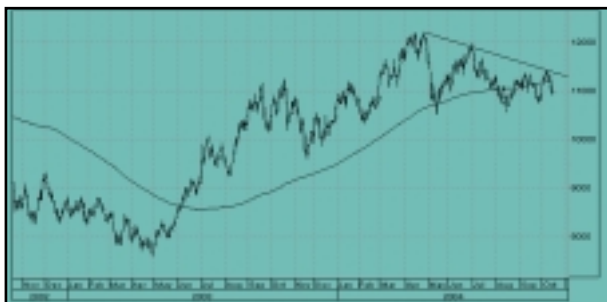


NASDAQ

Interpretation wäre dann notwendig, wenn es entgegen unserer Erwartung zu einem dynamischen Anstieg über die Abwärtstrendlinie kommen sollte, die zur Zeit bei knapp 2.000 Punkten verläuft.

NIKKEI

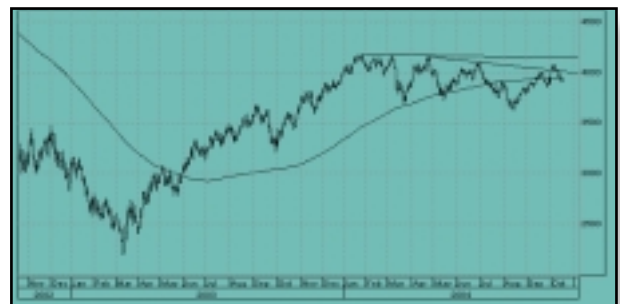
Dieser japanische Aktienindex hat sich im Berichtszeitraum in einer sehr engen Spanne innerhalb einer Formation bewegt, die wir weiterhin als Dreieck interpretieren. Dreiecke sind selten Trendumkehrformationen, sondern signalisieren normalerweise die Fortsetzung des vorherrschenden Trends, in diesem Falle also aufwärts. Dafür spricht auch die noch immer steigende 200-Tage-Durchschnittslinie. Dennoch sollte der Ausbruch aus diesem Dreieck, wenn er denn endlich erfolgt, ernst genommen werden. Er könnte die Kursrichtung der nächsten Monate vorgeben. Kurse unter 10.500 Punkten müssen demnach als Verkaufssignal angesehen werden. Kurse über 11.300 würden wir als klares Zeichen technischer Stärke interpretieren, und Kurse über der oberen Begrenzung des Dreiecks, derzeit bei 11.700, als Kaufsignal.



NIKKEI

DAX

Auch der Deutsche Aktienindex überraschte die zahlreichen Bullen mit einer kleinen Falle. Anfang Oktober stiegen die Kurse über eine Abwärtstrendlinie, die sich aus den April- und Juli-Hochs herleitet. Die sehr schwachen Umsätze ließen allerdings auf eine Bärenfalle schließen und aktuell hat es den Anschein, als sei es genau das gewesen. Die Rückkehr der Kurse in die Zone der potenziellen Topformation, die dem ersten Ausbruch unter die Untergrenze im August folgte, ist natürlich ein Zeichen technischer Stärke. Offensichtlich war die obere Umkehrformation

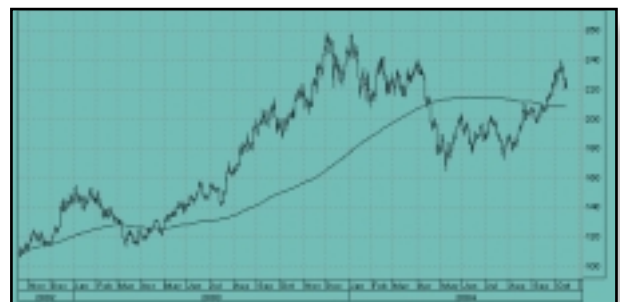


DAX

noch nicht beendet. 2 Monate sind seither vergangen, die kleine Kurserholung in den Bereich von 4.000 Zählern war nicht dynamisch und die 200-Tage-Durchschnittslinie hat jetzt zu fallen begonnen. Auch bei diesem Index zeigen wichtige technische Indikatoren negative Divergenzen, die letzten Kursspitzen wurden also nicht mehr bestätigt. Aus dieser Konfiguration heraus halten wir zunächst einen Test der Formations-Untergrenze bei rund 3.700 Punkten für wahrscheinlich. Ob diese dann noch einmal halten wird, hängt sicherlich von den US-Vorgaben ab. Nur ein dynamischer Ausbruch über das Januar-Hoch von 4.175 Zählern würde unsere bearishe Interpretation in Frage stellen.

HUI

Das an dieser Stelle im vergangenen Monat beschriebene Kaufsignal wurde bestätigt. Damit kann die seit Dezember 2003 laufende Korrektur als beendet angesehen werden. Eine Konsolidierung im Bereich 240 bis 210 Punkte erscheint wahrscheinlich. Damit würde gewissermaßen ein Sprungbrett zum späteren



HUI



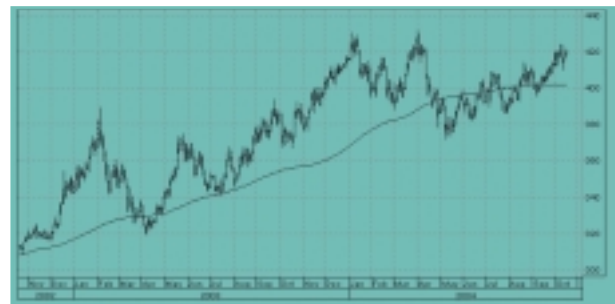
Überschreiten der Dezember-2003-Hochs geschaffen. Negativ ist weiterhin die fallende 200-Tage-Durchschnittslinie. Kursrückgänge auf unter 200 Zähler würden wir als deutliches Warnsignal für Goldminenaktien interpretieren.

GOLD

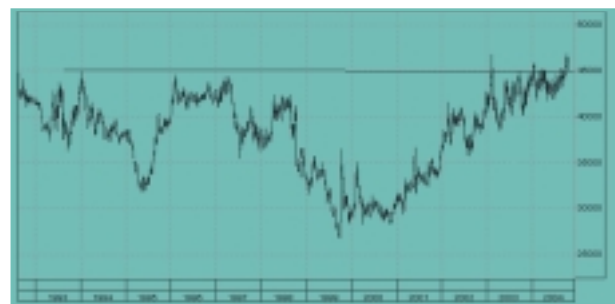
Gold konnte sich fast unbemerkt bis auf wenige Dollar seinen Januar-Hochs nähern. Das wenig spektakuläre dieser Bewegung stimmt uns zusätzlich optimistisch. Gerade am Beginn eines langfristigen Aufwärtstrends finden die Kursgewinne gewöhnlich unter Ausschluss einer allzu großen Öffentlichkeit statt. Die 200-Tage-Durchschnittslinie steigt noch, aber nicht mehr deutlich. Kurse unterhalb von 400 US-Dollar würden wir vor diesem Hintergrund als Warnsignal betrachten. Das gilt um so mehr, da damit auch ein Bruch der von den Mai-Tiefs aus konstruierten Aufwärtstrendlinie verbunden wäre.

GOLD IN YEN

Eine überaus positive und vermutlich weitreichend bullische Entwicklung gab es beim Gold. Schlagzeilen machte dieses Ereignis allerdings nicht. Gemessen in Yen erfolgte beim Gold in den letzten Wochen ein technischer Ausbruch aus einer riesigen Bodenformation. Sollte dieser Ausbruch sich bestätigen, dann wäre der von uns bereits seit Anfang 2001 proklamierte Gold-Bullenmarkt ein deutliches Stück vorangekommen. Von einer globalen Goldhausse kann nämlich nur dann gesprochen werden, wenn der Preis des Edelmetalls in allen großen Währungen steigt. Nach dem US-Dollar signalisiert jetzt also auch der Goldpreis in japanischen Yen eine Hausse. Im Euro liegt die vergleichbar wichtige Marke bei 350 Euro pro Feinunze, also rund 5 % über dem aktuellen Preis.



GOLD



GOLD in YEN



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