



BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT
AKTIENGESELLSCHAFT

Daten & Fakten

III/2005
Stand: 30. September 2005



Inklusive der aktuellen Marktanalyse November 2005 – ab Seite 12



VORWORT



Holger Timm



Dr. Jörg Franke

Sehr geehrte Damen und Herren,

das lang anhaltende „Sommerloch“ des Jahres 2004 ist uns in diesem Jahr erspart geblieben. Vielmehr entwickelte sich das dritte Quartal des laufenden Geschäftsjahres operativ sehr erfreulich, und so steht zum 30.09.2005 ein Konzerngewinn von 3,121 Millionen € zu Buche, während im Vergleichszeitraum des Vorjahres noch ein Konzernverlust von 1,234 Millionen € zu vermelden war. Operative Ergebnisbeiträge steuert dabei in erster Linie unsere Konzerntochter Berliner Freiverkehr (Aktien) AG bei, die unmittelbar von den anziehenden Umsätzen der Privatanleger profitiert. Aber auch der Beteiligungsmarkt und der Geschäftsbereich „Investment Banking“ im weitesten Sinne hat sich deutlich aufgehellt und nach einigen Jahren des Stillstands stehen die Zeichen für Kapitalerhöhungen, Börsenlistings und echte IPOs für das letzte Quartal bzw. das kommende Geschäftsjahr nicht schlecht. Leider ist durch die unklare Botschaft der Bundestagswahl, mit der sich abzeichnenden großen Koalition, der große

Wurf struktureller Reformen und schnellem Bürokratieabbau nicht mehr zu erwarten, so dass der Schwung der letzten Monate am Kapitalmarkt abrupt verloren ging.

Es zeigt sich einmal mehr, dass die Einnahmeseite in unserer Branche nahezu unplanbar und heftigen monatlichen Schwankungen unterworfen ist. Finanzdienstleister und Banken müssen sich in einem Umfeld behaupten, das von häufigen Paradigmenwechseln und einer wachsenden Regulierungsflut geprägt ist. Die ausufernden gesetzlichen Meldepflichten gegenüber den zahlreichen Kontroll- und Aufsichtsbehörden sind nur ein, aber ein ausnehmend ärgerliches Beispiel. Kleinere Gesellschaften trifft der damit verbundene, unangemessen hohe Verwaltungsaufwand besonders.

Diesem schwierigen Umfeld können wir nur durch schnelle Entscheidungswege und innovative, unternehmerische Ri-

siko- und Investitionsbereitschaft begegnen.

Diese Stärke wollen wir auch künftig ausspielen und in von uns identifizierten Nischen neue Geschäftsfelder für den Konzern erschließen. Innovation und Investition geht bei der Berliner Effektengesellschaft vor kurzfristiger Ertragsoptimierung.

Wir sind uns sicher, dass dies auch den Interessen unserer Anteilseigner entspricht.

Ihre Berliner Effektengesellschaft

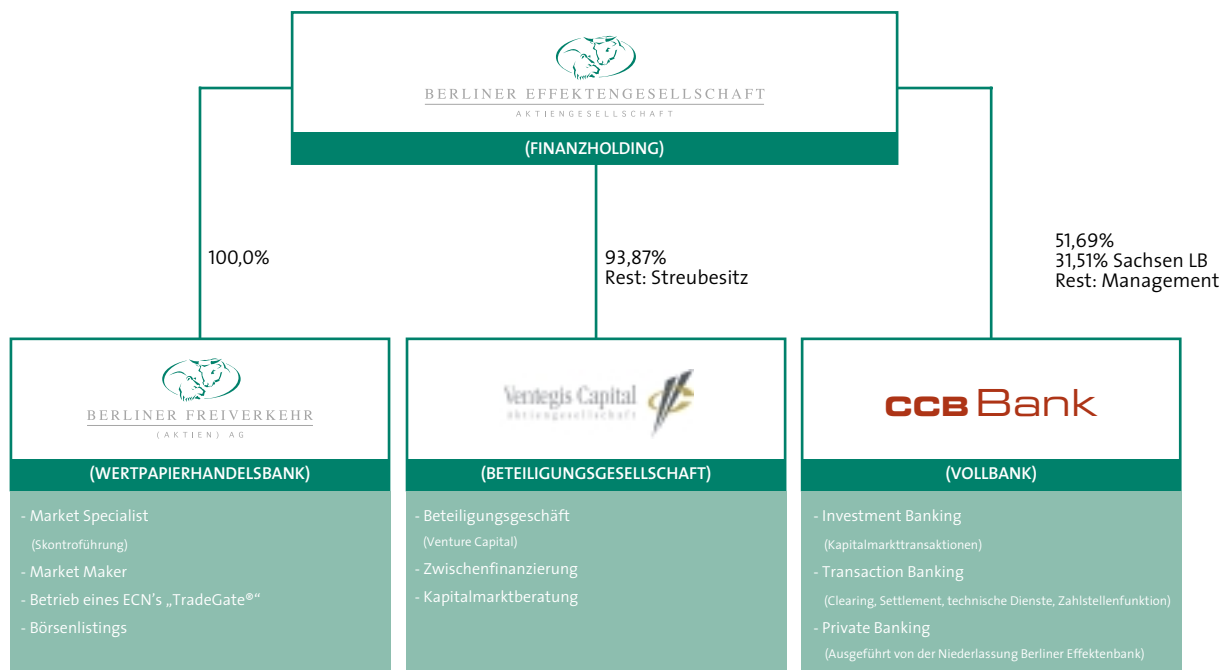
Der Vorstand

INHALT

Vorwort	Seite 02
Inhalt	Seite 02
Konzernstruktur	Seite 03
Gewinn- und Verlustrechnung	Seite 03
Ergebnis je Aktie	Seite 03
Segmentberichterstattung	Seite 04
Bilanz	Seite 05
Kapitalflussrechnung	Seite 05
Eigenkapitalentwicklung	Seite 05
Erläuterungen zum Zwischenausweis	Seite 06
Notes	Seite 06
Aktionärsstruktur, Unternehmensdaten, Kennzahlen	Seite 10
Kurs- und Umsatzentwicklung der Aktie der Berliner Effektengesellschaft AG	Seite 11
Die aktuelle Marktanalyse der Berliner Effektenbank – Die Inflationsmacher	Seite 12
Lageplan, Termine	Seite 22
Impressum	Seite 23



KONZERNSTRUKTUR



(Stand September 2005)

Gewinn- und Verlustrechnung	Notes	in T€ 01.01.-30.09.2005	in T€ 01.01.-30.09.2004	Veränderung in %
Zinsüberschuss	(1)	1.130	1.180	- 4,2
Netto-Risikovorsorge im Kreditgeschäft	(2)	- 42	793	—
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge		1.088	1.973	- 44,9
Provisionsüberschuss	(3)	4.167	3.293	26,5
Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen (Hedge Accounting)		-	-	-
Handelsergebnis	(4)	6.154	5.687	8,2
Rohertrag		11.409	10.953	4,2
Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale)	(5)	890	- 309	—
Ergebnis aus Finanzanlagen (held-to-maturity-Bestände)		-	-	-
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen		146	-	-
Verwaltungsaufwand	(6)	- 14.288	- 12.419	15,0
Betriebsergebnis		- 1.843	- 1.775	3,8
Sonstiges betriebliches Ergebnis	(7)	4.268	507	741,8
Ergebnis vor Steuern		2.425	- 1.268	—
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		64	7	814,3
Ergebnis nach Steuern		2.489	- 1.261	—
Konzernfremden Gesellschaftern zustehende Gewinne/Verluste		632	27	2.240,7
Konzerngewinn/-verlust		3.121	- 1.234	—

Ergebnis je Aktie	in € 01.01.-30.09.2005	in € 01.01.-30.09.2004
Ergebnis je Aktie	0,19	- 0,08
Durchschnittliche Anzahl der Aktien	16.357.773	16.054.373



	III. Quartal 2005	II. Quartal 2005	I. Quartal 2005	III. Quartal 2004	II. Quartal 2004	I. Quartal 2004
	in T€	in T€	in T€	in T€	in T€	in T€
Zinsüberschuss	353	345	432	306	364	510
Netto-Risikovorsorge im Kreditgeschäft	- 103	18	43	- 17	- 9	819
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge	250	363	475	289	355	1.329
Provisionsüberschuss	1.430	1.174	1.563	900	1.006	1.387
Ergebnis aus Sicherungs- zusammenhängen (Hedge Accounting)	-	-	-	-	-	-
Handelsergebnis	2.677	1.208	2.269	1.084	1.648	2.955
Rohrertrag	4.357	2.745	4.307	2.273	3.009	5.671
Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale)	- 3	881	12	- 140	- 237	68
Ergebnis aus Finanzanlagen (held-to-maturity-Bestände)	-	-	-	-	-	-
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	146	-	-	-	-	-
Verwaltungsaufwand	- 5.277	- 5.019	- 3.992	- 3.999	- 4.106	- 4.314
Betriebsergebnis	- 777	- 1.393	327	- 1.866	- 1.334	1.425
Sonstiges betriebliches Ergebnis	696	3.566	6	58	358	91
Ergebnis vor Steuern	- 81	2.173	333	- 1.808	- 976	1.516
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	196	- 111	- 21	112	22	- 127
Ergebnis nach Steuern	115	2.062	312	- 1.696	- 954	1.389
Konzernfremden Gesellschaftern zustehende Gewinne/Verluste	405	215	12	8	11	8
Konzerngewinn/-verlust	520	2.277	324	- 1.688	- 943	1.397

Segmentberichterstattung	Skontro- führung/ Eigenhandel in T€	Financial Market Services in T€	Private Banking in T€	Corporate Finance in T€	Venture Capital in T€	Financial advisory in T€	Sonstiges/ Konsoli- dierung in T€	Konzern in T€
Zinsüberschuss	527	118	284	0	114	0	87	1.130
Netto-Risikovorsorge im Kreditgeschäft	0	0	- 42	0	0	0	0	- 42
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge	527	118	242	0	114	0	87	1.088
Provisionsüberschuss	1.252	1.475	652	703	- 10	88	7	4.167
Ergebnis aus Sicherungs- zusammenhängen (Hedge Accounting)	0	0	0	0	0	0	0	0
Handelsergebnis	5.834	- 5	58	0	269	0	- 2	6.154
Rohrertrag	7.613	1.588	952	703	373	88	92	11.409
Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale)	142	4	4	0	0	0	740	890
Ergebnis aus Finanzanlagen (held-to-maturity-Bestände)	0	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	0	0	0	0	146	0	0	146
Verwaltungsaufwand	- 6.963	- 2.520	- 1.948	- 129	- 468	- 60	- 2.200	- 14.288
Betriebsergebnis	792	- 928	- 992	574	51	28	- 1.368	- 1.843
Sonstiges betriebliches Ergebnis	524	313	33	20	11	0	3.367	4.268
Ergebnis vor Steuern	1.316	- 615	- 959	594	62	28	1.999	2.425
Durchschnittlich gebundenes Kapital	35.260	13.034	17.670	829	8.744	0	- 12.373	63.164
Eigenkapitalrendite des Ergebnisses vor Steuern	14,9%	- 18,9%	- 21,7%	286,6%	2,8%	0,0%	- 64,6%	15,4%
Durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter	69	22	10	0	4	1	29	135



Aktiva	Notes	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Barreserve	(8)	820	2.133	- 61,6
Forderungen an Kreditinstitute	(9)	59.084	44.702	32,2
Forderungen an Kunden	(10)	9.042	12.865	- 29,7
Risikovorsorge		- 2.567	- 2.675	- 4,0
Handelsaktiva	(11)	3.515	779	351,2
Beteiligungs- und Wertpapierbestand	(12)	37.115	32.048	15,8
Immaterielle Anlagewerte		1.815	759	143,9
Sachanlagen		1.110	1.137	- 2,4
Ertragsteueransprüche		622	1.654	- 62,4
Sonstige Aktiva		1.163	505	130,3
Aktive latente Steuern		121	63	92,1
Gesamt		111.876	93.970	19,1

Passiva	Notes	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	(13)	1.674	1.232	35,9
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	(14)	31.220	28.259	10,5
Handelsspassiva	(15)	1.277	13	9.723,1
Rückstellungen	(16)	1.923	1.720	11,8
Ertragsteuerverpflichtungen		14	72	- 80,6
Sonstige Passiva		1.108	952	16,4
Passive latente Steuern		600	379	58,3
Anteile in Fremdbesitz		10.896	1.763	518,0
Eigenkapital		63.164	59.580	6,0
Gezeichnetes Kapital		16.450	16.311	0,9
Kapitalrücklage		44.922	44.849	0,2
Gewinnrücklagen		- 129	130	—
Neubewertungsrücklage		615	105	485,7
Konzerngewinn 2004		- 1.815	- 1.815	-
Konzerngewinn 01.01. - 30.09.2005		3.121	-	-
Gesamt		111.876	93.970	19,1

Kapitalflussrechnung	in T€ 01.01.-30.09.2005	in T€ 01.01.-30.09.2004
Zahlungsmittelbestand zum 01.01.	6.135	5.300
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	130	29.159
Cashflow aus Investitionstätigkeit	- 1.072	433
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	2.063	- 30.005
Wechselkurs-, konsolidierungskreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelfonds	1.349	-
Zahlungsmittelbestand zum 30.09.	8.605	4.887

Eigenkapitalentwicklung	in T€ Eigenkapital	in T€ Anteile in Fremdbesitz
Kapital zum 31.12.2004	59.580	1.763
Gezeichnetes Kapital		
Ausgabe Aktien aus Mitarbeiteroptionsprogramm	139	-
Kapitalrücklage		
Ausgabe Aktien aus Mitarbeiteroptionsprogramm	73	-
Nettoveränderungen der Neubewertungsrücklage	510	-
Veränderungen im Konsolidierungskreis		
Kapital, Rücklagen	- 259	9.723
Konzerngewinn	2.880	0
Konzerngewinn/-verlust 01.01. - 30.09.2005	241	- 590
Kapital zum 30.09.2005	63.164	10.896



ERLÄUTERUNGEN ZUM ZWISCHENAUSWEIS PER 30. SEPTEMBER 2005

Zum 30. September 2005 legt die Berliner Effektengesellschaft Zahlen nach den Regelungen der International Accounting Standards (IAS) bzw. International Financial Reporting Standards (IFRS) vor. Diesen Regelungsrahmen bezeichnen wir nachfolgend mit IFRS. Zum 1. Januar 2004 wurde eine Eröffnungsbilanz unter Anwendung von Übergangsregelungen nach dem IFRS 1 erstellt. Alle notwendigen Anpassungen hinsichtlich Ansatz oder Bewertung von Aktiva und Passiva wurden zu diesem Datum gegen das Eigenkapital bereinigt. Die wichtigsten Anpassungen waren die Ermittlung der Einzelwertberichtigungen im Einklang mit IAS 39, die Bewertung der weiteren Finanzinstrumente, insbesondere der Aktien, nach IAS 39, der Ansatz selbst erstellter Software nach IAS 38 sowie der Ansatz aktiver und passiver latenter Steuern nach IAS 12. Anders als nach den nationalen Bilanzierungsvorschriften geben die IFRS keine detaillierte Gliederung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung vor. Ausgehend von der bisher verwendeten Gliederung hat die Gesellschaft notwendige und sinnvolle Änderungen vorgenommen. Insgesamt erfolgte eine Straffung der Positionen mit entsprechenden Aufgliederungen in den Notes. Die Notes ersetzen den Anhang nach dem HGB. Auch tauscht die Gesellschaft die Reihenfolge von Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung, da das Ergebnis der wirtschaftlichen Tätigkeit sich vor allem in der Gewinn- und Verlustrechnung widerspiegelt und erst im Nachgang in der Bilanz.

Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung

Der Zinsüberschuss beinhaltet alle Zinserträge und Zinsaufwendungen, die aus Bankgeschäften herrühren oder die aus Wertpapieren stammen, die zum Verkauf bestimmt sind (available for sale). Erträge aus Wertpapieren des Handelsbestandes werden im Handelsergebnis erfasst. Zinserträge und -aufwendungen, die nicht aus Bankgeschäften stammen, werden unter dem sonstigen betrieblichen Ergebnis erfasst. Diese Handhabung entspricht der bisher nach HGB angewandten. Zinserträge auf wertberichtigte Forderungen werden nach IFRS nur in Höhe der Änderung des Zeitwertes erwarteter Rückzahlungen erfasst. Gegenüber dem Kreditnehmer abgerechnete und vereinnahmte Zinsen werden nach IFRS als Tilgung betrachtet und fließen nicht in den Zinsüberschuss ein. Insbesondere in Folge rückläufiger Forderungen an Kunden hat sich der Zinsüberschuss im Vergleich zum Vorjahr verringert.

(1) Zinsüberschuss	in T€ 30.09.2005	in T€ 30.09.2004	Veränderung in %
Zinserträge aus Kredit- und Geldmarktgeschäften	1.048	1.061	- 1,2
Zinserträge aus dem Wertpapierbestand (available for sale)	304	305	- 0,3
Dividenden aus Wertpapieren	145	190	- 23,7
Laufendes Ergebnis aus Beteiligungen und Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	-	-	-
Zinserträge	1.497	1.556	- 3,8
Zinsaufwendungen	- 367	- 376	- 2,4
Gesamt	1.130	1.180	- 4,2

Die Risikovorsorge im Kreditgeschäft enthält alle Änderungen der Wertberichtigungen auf Forderungen, die auf Grund 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 dritten Quartal standen 297 T€ Zuführungen zu Wertberichtigungen und Direktabschreibungen auf Forderungen 194 T€ Auflösungen von Wertberichtigungen gegenüber. Der besonders hohe Ertrag des Vorjahres rührte aus der Ablösung eines vollständig abgeschriebenen Schuldscheines her.

(2) Risikovorsorge im Kreditgeschäft	in T€ 30.09.2005	in T€ 30.09.2004	Veränderung in %
Zuführungen	- 198	- 39	407,7
Auflösungen	256	12	2.033,3
Saldo Direktabschreibungen und Eingänge auf abgeschriebene Forderungen	- 100	820	—
Gesamt	- 42	793	—

Der Provisionsüberschuss wird vor allem von den Courtagen aus der Skontroführung und den sonstigen Provisionen des Wertpapiergeschäftes getragen. Das dritte Quartal entwickelte sich erfreulich. So stieg der Saldo der Courtageerträge und -aufwendungen von 1.799 T€ auf 1.933 T€. Vor allem die Belebung der Aktienmärkte im dritten Quartal zog den Anstieg der Courtage aus der Skontroführung nach sich. Im sonstigen Wertpapiergeschäft nahm das Provisionsergebnis leicht von 1.397 T€ auf 1.438 T€ zu. Weiterhin positiv entwickelte sich das Emissionsgeschäft, das die Begleitung von Kapitalmarkttransaktionen umfasst.



(3) Provisionsüberschuss	in T€ 30.09.2005	in T€ 30.09.2004	Veränderung in %
Courtageerträge	3.889	3.747	3,8
Sonstiges Wertpapiergeschäft	3.138	3.085	1,7
Emissionsgeschäft	4.032	193	1.989,1
Übrige	202	72	180,6
Provisionserträge gesamt	11.261	7.097	58,7
Courtageaufwand	- 1.956	- 1.948	0,4
Sonstiges Wertpapiergeschäft	- 1.700	- 1.688	0,7
Emissionsgeschäft	- 3.409	- 144	2.267,4
Übrige	- 29	- 24	20,8
Provisionsaufwand gesamt	- 7.094	- 3.804	86,5
Gesamt	4.167	3.293	26,5

Das Handelsergebnis verbesserte sich um 467 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 im dritten Quartal stark an. Das Ergebnis aus dem Eigenhandel in Wertpapieren enthält neben den realisierten Ergebnissen auch die Änderungen aus der Bewertung. Nach IFRS werden Werterhöhungen in voller Höhe berücksichtigt und nicht nur bis zur Höhe der Anschaffungskosten des Wertpapiers, wie nach HGB.

(4) Handelsergebnis	in T€ 30.09.2005	in T€ 30.09.2004	Veränderung in %
Ergebnis aus dem Eigenhandel in Wertpapieren	1.224	- 76	—
Kursdifferenzen aus Aufgabegeschäften	4.818	5.707	- 15,6
Ergebnis aus dem Handel in Derivaten und deren Bewertung	2	2	-
Zinsen und Dividenden	44	-	-
Ergebnis aus dem Devisenhandel	66	54	22,2
Gesamt	6.154	5.687	8,2

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.

Besondere, erwähnenswerte Entwicklungen des Ergebnisses aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand gab es im dritten Quartal nicht.

(5) Ergebnis aus Beteiligungs- und Wertpapierbestand (available for sale)	in T€ 30.09.2005	in T€ 30.09.2004	Veränderung in %
Veräußerungs- und Bewertungsergebnis aus festverzinslichen Wertpapieren	- 2	68	—
Veräußerungs- und Bewertungsergebnis aus anderen Wertpapieren und Beteiligungen	892	- 377	—
Gesamt	890	- 309	—

Die Verwaltungsaufwendungen gleichen in ihrer sachlichen Abgrenzung nach IFRS der nach HGB. Ein wichtiger Unterschied ist die Behandlung von selbst erstellter Software, die unter bestimmten Voraussetzungen nach IFRS zu aktivieren ist. Im Verwaltungsaufwand sind daher Abschreibungen auf selbst erstellte Software enthalten. In Abweichung zur Bilanzierung nach HGB wurden die auf diese Software entfallenden, direkt zurechenbaren Aufwendungen aktiviert und der Verwaltungsaufwand entsprechend verringert. Im Konzern wurden lediglich die unmittelbar einer Software zuzurechnenden Personalaufwendungen aktiviert. Im dritten Quartal ist der Verwaltungsaufwand gegenüber dem zweiten Quartal leicht angestiegen. Dem etwas geringeren Sachaufwand und der Abschreibungen stand ein höherer Personalaufwand gegenüber. Der Personalaufwand stieg auf Grund von gewinnabhängigen Tantiemen einer Tochtergesellschaft an ihre Mitarbeiter.

(6) Verwaltungsaufwand	in T€ 30.09.2005	in T€ 30.09.2004	Veränderung in %
Personalaufwand	- 6.973	- 6.137	13,6
Sachaufwand	- 6.506	- 5.224	24,5
Laufende Abschreibungen auf Sachanlagen und sonstige immaterielle Anlagewerte	- 809	- 1.058	- 23,5
Gesamt	- 14.288	- 12.419	15,0



Die Veränderungen in den Beteiligungsquoten der Berliner Effektengesellschaft AG an ihren Tochtergesellschaften führten zu einem sonstigen betrieblichen Ergebnis in Höhe von 2.839 T€. Außerdem sind vor allem Erträge aus Umlagen des Verwaltungsaufwandes im sonstigen betrieblichen Ergebnis enthalten.

(7) Sonstiges betriebliches Ergebnis	in T€ 30.09.2005	in T€ 30.09.2004	Veränderung in %
Sonstige betriebliche Erträge	4.695	603	678,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 427	- 96	344,8
Gesamt	4.268	507	741,8

Erläuterungen zur Bilanz

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

Die Handelsaktiva enthalten alle Wertpapiere und positiven Marktwerte von Derivaten, die zur kurzfristigen Erzielung von Gewinnen eingegangen werden. Der 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 ausschließlich Software. Darin ist selbst erstellte Software, im Gegensatz zur Bilanzierung nach HGB, enthalten. Die nach dem HGB hier ausgewiesenen Geschäfts- und Firmenwerte wurden im Rahmen des Übergangs auf die Bilanzierung nach IFRS vollständig abgeschrieben.

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

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

Die Veränderungen in der Bilanz sind, soweit es sich um Erhöhungen gegenüber dem Stand zum 31. Dezember 2004 handelt, überwiegend auf den um die SachsenLB Business Support AG erweiterten Konsolidierungskreis zurückzuführen.

(8) Barreserve	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Kassenbestand	108	59	83,1
Guthaben bei der Deutschen Bundesbank	712	2.074	- 65,7
Gesamt	820	2.133	- 61,6

(9) Forderungen an Kreditinstitute	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	36.423	25.223	44,4
Andere Forderungen bis ein Jahr	22.661	19.479	16,3
Gesamt	59.084	44.702	32,2

(10) Forderungen an Kunden	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	2.524	2.571	- 1,8
Andere Forderungen bis ein Jahr	6.067	9.998	- 39,3
Andere Forderungen über ein Jahr bis 5 Jahre	451	296	52,4
Gesamt	9.042	12.865	- 29,7



Die Erhöhung der Aktien und anderen nicht festverzinslichen Wertpapiere, die zu Handelszwecken gehalten werden, ist auf eine andere Abwicklung von Geschäften, u.a. auf der Handelsplattform TradeGate, zurückzuführen. Sich am Tagesende ergebende offene Positionen werden in ein Eigenhandelsdepot gestellt. Entsprechend erfolgt ein Ausweis in der Bilanz zum Tageswert.

(11) Handelsaktiva	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	108	-	-
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	3.392	696	387,4
Positive Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	15	83	- 81,9
Gesamt	3.515	779	351,2

Im Rahmen der Liquiditätsdisposition erfolgte eine Umschichtung von Festgeldern in Fondsanteile. Entsprechend erhöhte sich der Beteiligungs- und Wertpapierbestand, der zur Veräußerung vorgesehen ist (available for sale). Außerdem ging die Beteiligungsgesellschaft des Konzerns ein weiteres Engagement ein bzw. weitete bestehende aus, so dass auch daraus eine Erhöhung resultierte.

(12) Beteiligungs- und Wertpapierbestand	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	18.847	19.534	- 3,5
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	15.222	10.804	40,9
Beteiligungen	2.381	1.402	69,8
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	665	308	115,9
Gesamt	37.115	32.048	15,8

(13) Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	1.452	1.015	43,1
Andere Forderungen über ein Jahr bis 5 Jahre	222	217	2,3
Gesamt	1.674	1.232	35,9

(14) Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Täglich fällig	25.308	16.499	53,4
Andere Forderungen bis ein Jahr	5.912	11.760	- 49,7
Gesamt	31.220	28.259	10,5

Der Anstieg der Handelspassiva ist in der unter Note (11) angeführten Umstellung der Abwicklung von Handelsgeschäften begründet.

(15) Handelspassiva	in T€ 30.09.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Offene Lieferverpflichtungen aus Wertpapierverkäufen	1.277	-	-
Negative Marktwerte aus derivativen Finanzinstrumenten	-	13	- 100,0
Gesamt	1.277	13	9.723,1

(16) Rückstellungen	in T€ 30.06.2005	in T€ 31.12.2004	Veränderung in %
Steuerrückstellungen	22	-	-
Sonstige Rückstellungen	1.901	1.720	10,5
Gesamt	1.923	1.720	11,8



WKN 522 130, ISIN DE0005221303

Amtlich notiert in Berlin und Frankfurt

AKTIONÄRSSTRUKTUR PER 30. SEPTEMBER 2005

34,62%	H.T.B. Unternehmensbeteiligungen GmbH
33,34%	Holger Timm
14,55%	Cortal Consors S.A.
17,48%	Free Float

UNTERNEHMENS DATEN PER 30. SEPTEMBER 2005

Marktkapitalisierung:	56,9 Millionen €
Anzahl der Aktien:	16.450.203
Free Float:	17,48% = 2.875.293
Rechnungslegung:	IFRS
Bilanzsumme:	111.876 T€
Anzahl der Mitarbeiter:	165

KENNZAHLEN PER 30. SEPTEMBER 2005

Ergebnis je Aktie: 0,19 €	
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge/Rohertrag:	9,5%
Provisionsüberschuss/Rohertrag:	36,5%
Handelsergebnis/Rohertrag:	53,9%
Cost/Income-Ratio:	125,2%
Eigenkapitalquote:	56,5%

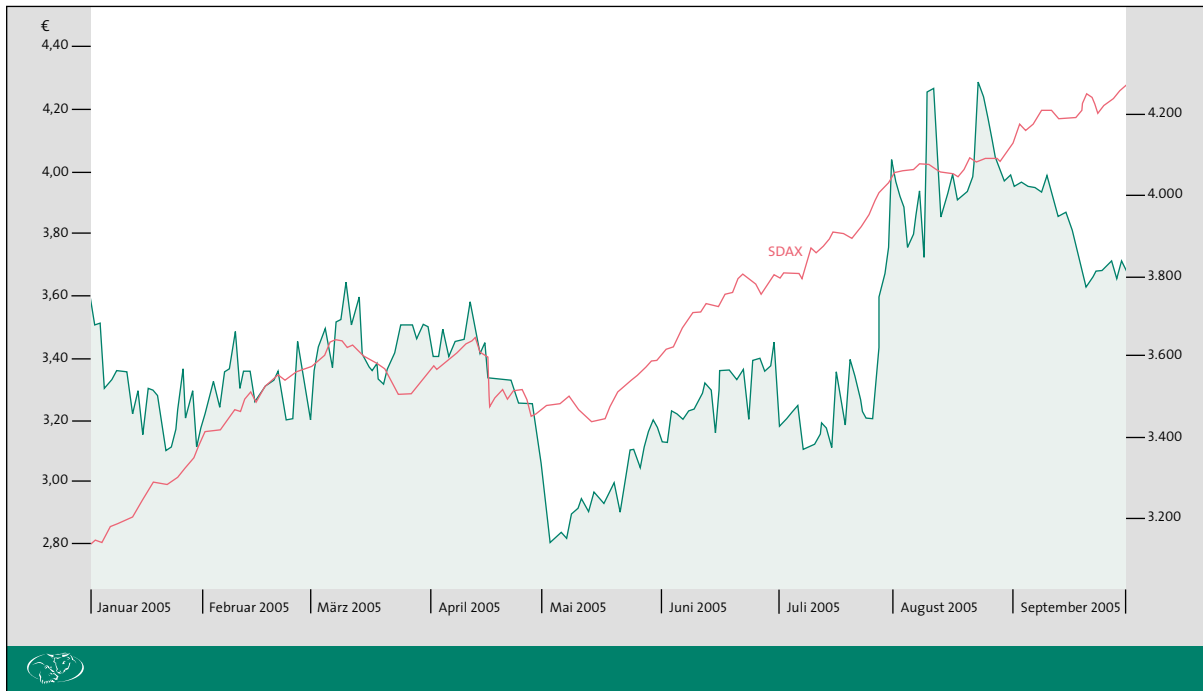
KENNZAHLEN PER 30. SEPTEMBER 2004

Ergebnis je Aktie: - 0,08 €	
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge/Rohertrag:	17,3%
Provisionsüberschuss/Rohertrag:	28,9%
Handelsergebnis/Rohertrag:	49,8%
Cost/Income-Ratio:	113,4%
Eigenkapitalquote:	63,4%



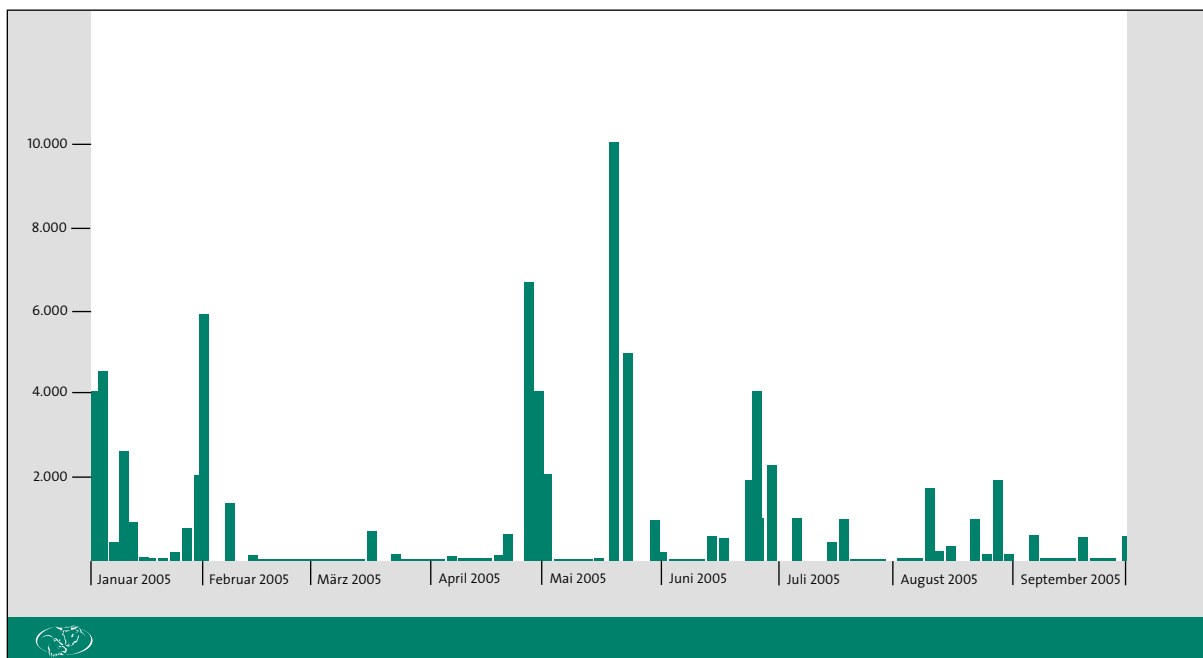
KURSENTWICKLUNG DER AKTIE DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG (WKN 522 130, ISIN DE0005221303)

Januar - September 2005 – im Vergleich zum SDAX



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

Januar - September 2005

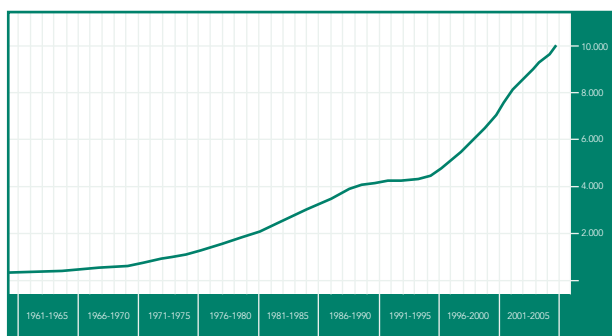




DIE INFLATIONSMACHER

Wir alle kennen die Szene aus zahlreichen Filmen und Slapsticks. Der gerade noch flüchtende Dieb bleibt hinter einer Wegbiegung stehen, setzt eine seriöse Miene auf, deutet in Richtung eines möglichst belebten Teils der Straße und ruft voller Inbrunst: „Haltet den Dieb!“ Dieser Inbegriff an Chuzpe spielt sich in der modernen Finanzwelt in großem Stile nahezu börsentäglich ab.

Nein, wir meinen nicht die schwarzen Schafe unter den Analysten, die wider besseres Wissen Kaufempfehlungen für Aktien aussprechen, nur um Geschäft für die Investmentbanking-Abteilung der Bank zu akquirieren. Wir meinen auch nicht die Unternehmensmanager, die auf Pressekonferenzen und bei Analystengesprächen ihr Unternehmen und dessen Aussichten in höchsten Tönen loben, während sie gleichzeitig übereifrig eigene Aktien verkaufen. Wir reden auch nicht über die längst zum Normalfall gewordene Vorgehensweise zahlreicher Politiker, die nach einer gewonnenen Wahl das genaue Gegenteil dessen tun, wofür sie im Wahlkampf geworben haben. Nein, wir reden von den dank staatlicher Monopolgarantie die Finanzmärkte maßgeblich beeinflussenden Notenbanken.

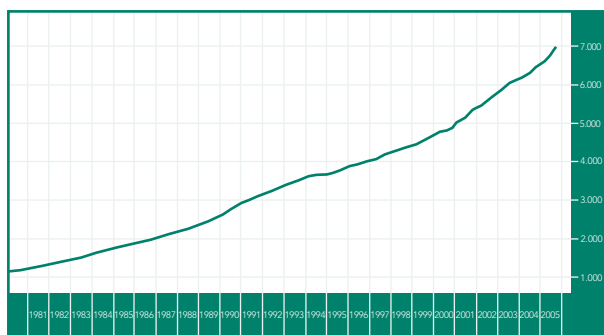


US-Geldmenge M3 in Mrd. US-Dollar, 1960 bis 2005

Gerade in letzter Zeit, nachdem die als Preissteigerung eines amtlich berechneten und nahezu beliebiger Manipulation zugänglichen Warenkorb definierten Inflationsraten weltweit zu steigen begonnen haben, hören wir die Notenbanker in unverhohlener Dreistigkeit „Haltet den Dieb!“ rufen. Unter geradezu unverschämter Verdrehung der Wahrheit zeigen sie und die Politiker, denen sie ihre privilegierten Ämter verdanken, auf ausgewählte Sündenböcke. So hören wir fast täglich aus Notenbankkreisen, dass die steigenden Energiepreise eine Gefahr für die Preisstabilität darstellten. Politiker spitzen dieses falsche Argument noch deutlich zu und agitieren lautstark gegen „die Preistreiber und Spekulanten an den Energiemärkten“. Die permanente und dank moderner Massenmedien flächendeckende Wiederholung dieser krassen Verdrehung der Wahrheit scheint tatsächlich die gewünschten Ergebnisse zu zeitigen. Die Lüge wird geglaubt.

Bei manchen Politikern halten wir es sogar für möglich, dass sie glauben, was sie sagen. Ökonomischer Sachverstand ist in diesen Kreisen schließlich nicht die Regel, sondern eine eher seltene Ausnahme. Bei Notenbankern gilt das Argument: „Sie wissen es wahrscheinlich nicht besser“, jedoch nicht. Hier haben

wir es schließlich mit Menschen zu tun, die üblicherweise eine valide ökonomische Ausbildung genossen haben. Und im Falle von Alan Greenspan und vielleicht noch mehr bei seinem designierten Nachfolger Ben Bernanke haben wir es mit hochbegabten Intellektuellen zu tun, die uns in jedem Rechtschreibe-Wettbewerb um Längen schlagen würden. Unwissenheit und Ignoranz kann bei dieser Personengruppe als Entschuldigung also nicht herangezogen werden, hier müssen andere Kräfte wirken.



EU-Geldmenge M3 in Mrd. Euro, 1980 bis 2005

Wie auch immer dem sei, den Notenbankern ist es gelungen, ihr mehr als fragwürdiges Monopol der Geldschaffung hinter dem Schleier angeblicher Inflationsbekämpfung zu verbergen. Sie, die Herrscher der Gelddruckmaschine, auf deren Aktionen letztendlich jede legale Geldschöpfung beruht, gaukeln ihrem Publikum regelmäßig eine angebliche Wirklichkeit vor, die es so nicht gibt. Immer wieder wollen sie uns glauben machen, Inflation bedrohe Wirtschaft und Gesellschaft auf ähnliche Art und Weise wie eine Naturkatastrophe, und nur ihrem überlegten, ja genialen Handeln sei es zu verdanken, wenn sie dennoch halbwegs im Zaum gehalten werden kann. Das ist Humbug, grober Unfug, dreiste Lüge.

Um das zu verstehen, lohnt es sich, zu den Grundlagen vorzudringen. In einer Marktwirtschaft werden Güter und Dienstleistungen gegeneinander ausgetauscht. Herr Bäcker backt Brot und tauscht es bei Herrn Schuster gegen ein Paar Schuhe ein. Um diesen Tausch zu vereinfachen, bedient er sich des Geldes. Er tauscht sein Brot gegen Geld, um anschließend die Schuhe bezahlen zu können. Ein vollkommen normaler und harmloser Vorgang. Beachtenswert ist allerdings die Reihenfolge: Zuerst muss er das Brot backen, um es dann unter Zuhilfenahme von Geld gegen Schuhe zu tauschen.

Betrachten wir jetzt den Geldfälscher, Herrn Blüte. Er produziert weder eine Ware, noch bietet er eine Dienstleistung feil. Er druckt einfach nur eine Geldnote. Diese tauscht er dann beispielsweise bei Herrn Bäcker gegen Brot. Herr Blüte tauscht also Nichts gegen Etwas. Er kann konsumieren, ohne zu produzieren. Sein Geldschein ist also nicht gedeckt durch Güter oder Dienstleistungen, er leistet keinen Beitrag zum Wohlstand der Gesellschaft, sondern konsumiert den von anderen geschaffenen Wohlstand ohne Gegenleistung. Weil die anderen Mitglieder der Gesellschaft das nicht wollen, genießt der Geldfälscher nicht nur kein hohes Ansehen. Seine Machenschaften gelten sehr zu Recht als kriminell.

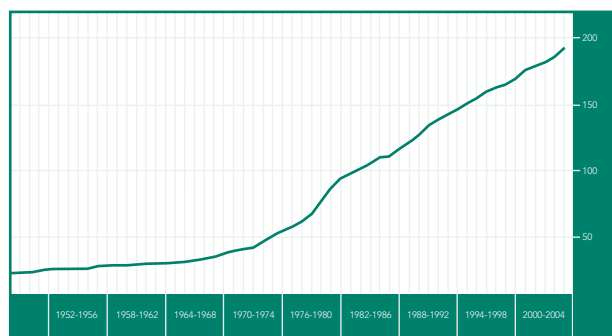


MARKTANALYSE

Kann dieser einfache Zusammenhang etwa außer Kraft gesetzt werden, wenn Herr Blüte keine Einzelperson ist, sondern eine staatliche Institution? Kann es irgendeinen Unterschied machen, ob die Banknote im Keller von Herrn Blüte entstanden ist oder in einer staatlich kontrollierten Druckerpresse? Ja, es gibt tatsächlich einen sehr wichtigen Unterschied. Im ersten Fall spricht man von kriminellen Machenschaften, im zweiten hingegen von der hohen Kunst des Zentralbankwesens. Der Effekt auf die Wirtschaft hingegen bleibt unverändert. Es kommt zu einer Umverteilung des Wohlstands von produktiven Wirtschaftssubjekten hin zu unproduktiven. Letztere treten plötzlich als Nachfrager am Markt für Güter auf, die sie eigentlich nicht bezahlen können, da sie selbst nichts produziert haben. Die Gesamtmenge der vorhandenen Güter ändert sich dadurch natürlich nicht, aber die Nachfrage nach diesen Gütern nimmt zu und führt zu einer wichtigen Veränderung: Die Preise für die zusätzlich nachgefragten Güter werden steigen. Ganz allgemein ausgedrückt, bewirkt die Ausweitung der Geldmenge also einen Anstieg der Preise. Dabei ist selbstverständlich nicht der Preisanstieg die Ursache für die Wohlstandsminderung der produktiven Mitglieder der Gesellschaft, sondern die Ausweitung der Geldmenge. Der Preisanstieg ist lediglich ein Symptom, die eigentliche Ursache hingegen ist das Geldmengenwachstum. Anders ausgedrückt: Inflation ist die Ausweitung der Geldmenge. Die Notenbanken bestimmen maßgeblich das Geldmengenwachstum. Also sind die Notenbanken Inflationsmacher und keine Inflationsbekämpfer. Haltet den Dieb!

DER BOCK ALS GÄRTNER 1

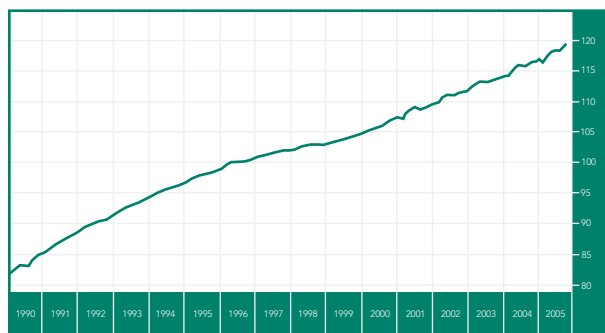
Nehmen wir das Beispiel des demnächst in Rente gehenden US-Notenbankpräsidenten Alan Greenspan. Bereits jetzt, viele Wochen vor seinem Abgang Ende Januar 2006, hat ein wahrer Strom von Lobreden und gefälligen Schulterklopfen eingesetzt. Der Superstar des modernen Zentralbankwesens wird fast in den Himmel gehoben für seine angeblich großartigen geldpolitischen Leistungen. Dabei ist er nur ein staatlich eingesetzter Preisfixer, der entweder einen kurzfristigen Zinssatz kontrolliert oder eine bestimmte Geldmenge, niemals jedoch beides gleichzeitig, und schon gar nicht die als Preisveränderung eines Warenkorbs definierte Inflationsrate.



US-Konsumentenpreisindex (CPI), 1948 bis 2005

Wenn die Notenbank sich für die Kontrolle der Geldmenge entscheidet, dann ist der Zins die davon abhängende Variable.

Die Notenbank muss dann den Zinssatz auf das Niveau steigen oder fallen lassen, bei dem die gewünschte Geldmenge nachgefragt wird. Paul Volcker, der Vorgänger Alan Greenspans auf dem Chefsessel der Fed, wählte diesen Ansatz. Wenn die Notenbank hingegen den Zinssatz fixiert, dann ist die Geldmenge die abhängige Variable. Die Geldmenge wird dann abhängig vom vorgegebenen Zins steigen oder fallen, ohne von der Notenbank beeinflusst werden zu können. Alan Greenspan folgte dieser Methode in seiner 1987 begonnenen Amtszeit.



EU-Konsumentenpreisindex, 1990 bis 2005

Die Folgen seiner geldpolitischen Vorgehensweise liegen auf der Hand. Die Geld- und Kreditmengen erlebten einen gewaltigen Anstieg und die Kaufkraft des Geldes einen entsprechenden Niedergang. Auf der Website des zum U.S. Department of Labor gehörenden Bureau of Labor Statistics (<http://www.bls.gov/>) befindet sich ein offizieller Inflationsrechner. Wenn man dort für das Jahr 1987, das Jahr des Amtsantritts Greenspans, 1 Dollar eingibt, dann wirft der Rechner für das Jahr 2005 1,75 Dollar aus. Mit anderen Worten, heute braucht man 1,75 \$, um dieselben Waren kaufen zu können, die 1987 für 1 \$ zu haben waren. Wie irgendjemand auf die geradezu absurde Idee kommen kann, dieses überaus traurige Ergebnis als überragenden geldpolitischen Erfolg zu feiern, übersteigt unseren Horizont sehr deutlich. Mit Geldwertstabilität hat diese Entwicklung jedenfalls nichts zu tun.

PREISFIXER

Um die Rolle eines Preisfixers besser nachvollziehen zu können, ist es angebracht, einen anderen Preis als den des Geldes, den Zins, zu betrachten. Das Beispiel eines kommunistischen Zentralkomitees bietet sich hier natürlich an. In diesen erlauchten Kreisen war man bekanntlich der Überzeugung, den „richtigen“ Preis von allen Gütern und Dienstleistungen zu kennen, beispielsweise den Preis einer herzhaften Salami. Dieser Preis wurde dann administriert und mit der Autorität eines totalen Staates im ganzen Lande durchgesetzt. Das Ergebnis dieser Vorgehensweise ist weitläufig bekannt. War der Preis zu niedrig angesetzt, dann lohnte es sich plötzlich, billige Salami beispielsweise als Schweinefutter zu verwenden. Eine wichtige Ressource wurde also durch ein falsches Preissignal einer völlig unvernünftigen Nutzung zugeführt und regelrecht verschleudert. War der Preis hingegen zu hoch angesetzt, dann stapelten sich unverkäufliche Salamis und vergammelten. Die europäische Agrarpolitik verläuft übrigens nach ähnlichen Prinzipien.

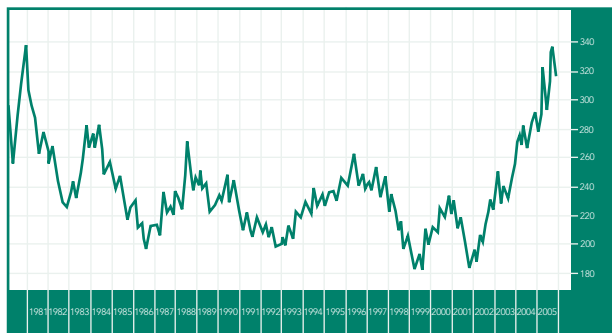


Der Preis ist das wichtigste Steuerungsinstrument, um Angebot und Nachfrage in Übereinstimmung zu bringen. Steigende Preise setzen Anreize, das Angebot zu erhöhen und wirken dämpfend auf die Nachfrage. Fallende Preise wirken genau umgekehrt. Kein Mensch, weder ein Politiker noch ein Bürokrat, verfügt über das allumfassende Wissen, um den Preismechanismus adäquat ersetzen zu können. Wer dennoch so tut, als könne er das, ist entweder ein dreister Aufschneider oder seiner eigenen Hybris auf den Leim gegangen. Das gilt für Salami im selben Maße wie für Zinsen und betrifft kommunistische Preisfixer ebenso wie westliche Notenbanker.

DER BOCK ALS GÄRTNER 2

Hin und wieder gelingt es uns tatsächlich, treffsichere Prognosen zu erstellen. Insofern war die Ernennung von Ben Bernanke als Nachfolger von Alan Greenspan ein gewisses Erfolgserlebnis für uns, obwohl er natürlich alles andere als unser Wunschkandidat auf diesem mit unanständig viel Macht ausgestatteten Pöstchen ist. Unter der Überschrift „Inflation!“ schrieben wir im April 2005:

„Erinnern sie sich noch an Ben Bernanke, den US-Notenbanker? Als ausgewiesener Inflationist trieb er uns bereits Ende 2002 den Angstschweiß auf die Stirn mit seinen geldpolitischen Äußerungen. Er sagte damals: *„Aber die US-Regierung verfügt über eine Technologie, genannt Druckerpresse (...), die es ihr gestattet, ohne Kosten so viele US-Dollars zu produzieren, wie sie will. (...) Natürlich wird die US-Regierung nicht beginnen, Geld zu drucken, um es beliebig zu verteilen (Helikopter-Geld genannt, Anm. Berliner Effektenbank), obwohl es, wie wir später sehen werden, praktische geldpolitische Maßnahmen gibt, die diesem Verhalten nahe kommen.“*



CRB-Rohstoffindex in US-Dollar, 1980 bis 2005

Während freiheitsliebende Menschen ob dieser starken Staatsworte das blanke Entsetzen packt, sehen Politiker darin offensichtlich nur eine erfreuliche und deutliche Anbiederei, die den Sender der Botschaft für höhere bürokratische Weihen empfiehlt. Jedenfalls soll Bernanke demnächst den Vorsitz des President's Council of Economic Advisors übernehmen. Ich sehe darin einen Hinweis darauf, dass Bernanke – so er den Mächtigen im Weißen Haus auch in seiner neuen Funktion zu gefallen weiß, und wer möchte daran zweifeln – die Nachfolge von Alan Greenspan als Notenbankpräsident antreten wird. Damit zer-

streuen sich eventuell gehegte Hoffnungen auf eine geldpolitische Wende zum Besseren nach der Ära Greenspan.“

Der intellektuelle Überflieger Bernanke, der auf eine steile Karriere im Wissenschaftsbetrieb zurück blicken kann, hat es jetzt also geschafft. Er scheint sein Lebensziel erreicht zu haben und über klare Vorstellungen zu verfügen, wie er die kommenden Krisen meistern kann. Wie genau? Mit dem beherzten, um nicht zu sagen hemmungslosen Einsatz der Gelddruckmaschine.

Bernankes geldpolitische Grundüberzeugungen stehen den unsrigen geradezu diametral entgegen. Während er der Meinung ist, mit Geldmengenausweitungen alle Probleme einer modernen Volkswirtschaft lösen zu können, sehen wir in der Geldmengenausweitung die Ursache zahlreicher Probleme. Was er als Medizin betrachtet, gilt uns als Gift. Für ihn scheint die Welt die Form eines Doktorandenseminars im Fachgebiet Ökonometrie zu haben. Für uns besteht sie aus einem undurchdringlichen Dickicht individuell entscheidender Akteure, die eher selten rationalen Überlegungen folgen. In einem sehr viel allgemeineren Sinn unterscheidet uns sogar ein ganzes Weltbild. Während der begnadete Wirtschaftswissenschaftler Bernanke an die dauerhaft erfolgreiche Steuerung einer hochkomplexen Wirtschaft glaubt, halten wir in unserer sehr viel bescheideneren Art dergleichen schlicht für ein Zeichen von Hybris und Selbstüberschätzung. Während wir immer wieder in Staunen versetzt werden ob der Vielfalt und Komplexität der Welt, scheint er sie kontrollieren zu wollen und ernsthaft zu glauben, das auch zu können. Als ausgewiesener Inflationist glaubt er dieser übermenschlichen Aufgabe mit einer simplen Technologie, der Druckerpresse, gerecht werden zu können. Mit dieser Sichtweise, die er (siehe oben) in ungewöhnlich klaren Worten zum Ausdruck gebracht hat, verdiente er sich in Kreisen kritischer Notenbank-Beobachter den überaus passenden Künstlernamen „Helicopter Ben“.

SCHWERES ERBE

Bernankes Vorgänger Alan Greenspan hinterlässt ihm ein überaus schweres Erbe. Dank seiner über die Maßen expansiven Geldpolitik, mit der er die für eine dauerhaft tragfähige und gesunde ökonomische Entwicklung notwendigen Bereinigungsprozesse immer wieder weitgehend unterdrückt hat, befinden wir uns in einer von extremen Ungleichgewichten geplagten Weltwirtschaft. Deutlichstes Zeichen dafür ist das US-Leistungsbilanzdefizit von 6 %, das einer Bananenrepublik zur Ehre gereichte. Innerhalb der USA manifestieren sich die Probleme beispielsweise in einer negativen Sparquote, einem laut Greenspan außer Kontrolle geratenen Staatshaushalt, einer Echoblase am Aktienmarkt, einer riesigen Spekulationsblase am Immobilienmarkt und einer gesamtwirtschaftlichen Verschuldung, die weit über dem bisherigen Rekord am Beginn der Weltwirtschaftskrise von 1930 liegt.

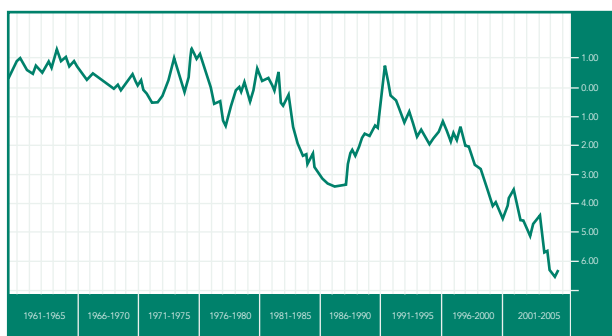
Bernankes Aufgabe wird es also sein, mit diesen Folgen der Greenspan'schen Geldpolitik zurecht zu kommen. Wir beneiden ihn nicht um diese herkulische Aufgabe. Allerdings scheint



MARKTANALYSE

Bernanke davon überzeugt zu sein, ihr durchaus gewachsen zu sein, was wir bezweifeln.

Seine öffentlichen Äußerungen über das Leistungsbilanzdefizit lassen uns sogar am ökonomischen Sachverstand des viel Gelobten zweifeln. Seiner Meinung nach handelt es sich dabei nicht etwa um das Problem des defizitären Landes, sondern ganz im Gegenteil um ein Problem der Überschussländer. Dort, speziell in Asien, gebe es einen ungesunden Überhang an Ersparnissen. Diesen nach Anlage drängenden Geldern müsse ein sinnvoller Hafen geboten werden. Genau das täten die USA mit ihren riesigen Märkten für Staatsanleihen und Hypothekenkrediten. Die hohe Sparquote der asiatischen Länder sei das Problem, nicht die niedrige der USA. Da sparen die Grundvoraussetzung für Investitionen und späteren Wohlstand ist, können wir dem renommierten Theoretiker zumindest an dieser Stelle nicht folgen.



US-Leistungsbilanzdefizit in Prozent des BIP, 1960 bis 2005

Ein eigener Feldversuch scheiterte übrigens kläglich, vermutlich am mangelnden Sachverstand unseres potenziellen Geschäftspartners. Wir machten dem Wirt unserer Eckkneipe den Vorschlag, in Zukunft jeden Tag zu seinem Mittagstisch zu erscheinen, wenn er sich bereit erkläre, uns den jeweiligen Rechnungsbetrag postwendend wieder zu leihen, damit wir mit diesem Geld auch am nächsten Tag die Rechnung würden begleichen können. Offensichtlich fehlt unserem Kneipier der ökonomische Sachverstand eines Ben Bernanke, den dieser wohl am berühmten Massachusetts Institute of Technology oder in Princeton erlangte.

In einem weiteren, wie wir meinen sehr wichtigen und vielleicht schon bald sehr akuten Bereich kann der designierte Notenbankpräsident ebenfalls kein Problem erkennen. Am 27. Oktober 2005 zitierte die Washington Post unseren geldpolitischen Wundermann in spe mit den Worten: „There’s No Housing Bubble to Go Bust“. (Es gibt keine Immobilienblase, die platzen könnte.) Da wir das Thema Spekulationsblasen sowohl in unserem Buch als auch in der „Performance“ erschöpfend behandelt haben, werden wir dieses Statement nicht näher beleuchten. Die Strategie, das Problem so lange wie möglich einfach zu leugnen, wendete Alan Greenspan hinsichtlich der Aktienblase Ende der 90er Jahre bereits erfolglos an. Trotz seines hartnäckigen Leugnens verschwand das Problem nicht. Statt dessen tat die Blase genau das, was alle Spekulationsblasen zu tun

pflegen: Sie platzte und löste eine Flut von Folgeproblemen aus. Zu diesen rechnen wir auch das anschließende Entstehen der Immobilienblase.

Wir halten es für nicht ganz unwahrscheinlich, dass Bernankes in Erfüllung gegangener Lebenstraum, an der Spitze der Fed zu stehen und seine geldpolitischen Theorien in die Praxis umsetzen zu können, sich in den kommenden Jahren in einen Alptraum verwandeln wird. Überlasst dem Markt, was des Marktes ist. Zumindest auf lange Sicht sitzen die Märkte am längeren Hebel. Wer das nicht glaubt, braucht sich nur die Bilanz kommunistischer Marktabschaffer anzuschauen.

EIN FAZIT

Gleich nach seiner Nominierung als neuer Notenbankpräsident sprach Bernanke von geldpolitischer Kontinuität, für die er einstehe. Nach allem, was wir von ihm wissen, sind wir geneigt, ihm zu glauben. Was er Kontinuität nennt, bedeutet die Fortsetzung der von Greenspan durchgezogenen inflationären Politik. Damit bleibt eine Grundvoraussetzung für unsere überaus bullische Einschätzung der Edelmetall- und Rohstoffmärkte intakt. Wer sich vor den Bernankes dieser Welt schützen möchte, wird speziell am Gold nicht vorbei kommen. An den Aktienmärkten bieten sich langfristig extrem gute Einstiegszeiten allerdings erst am Ende inflationärer Episoden.

EINE WARNUNG

Als Alan Greenspan 1987 zum Notenbankpräsidenten ernannt wurde, galt er als prinzipienstarker geldpolitischer Hardliner. Aus seiner Feder stammen noch heute lesenswerte Artikel, in denen er sich in aller Klarheit mit den Gefahren und verheerenden Folgen inflationärer Geldpolitiken auseinandersetzte. Kaum im Amt, wurde er im Oktober 1987 mit einem ungewöhnlich starken Börsenkrach konfrontiert. Er reagierte mit einem beherzten Öffnen der Geldhähne, die er in seiner langen Amtszeit nie wieder schloss. Er entpuppte sich zur Überraschung fast aller Beobachter als Inflationist allererster Güte, der sich einen feuchten Kehricht um seine davor publizierten Schriften scherte.

Da wir im Leben fast alles für möglich halten, dürfen wir einen ähnlich krassen Wandel auch bei Bernanke nicht kategorisch ausschließen. Vielleicht zwingen ihn die Märkte ja dazu, Dinge zu tun, die er heute selbst nicht für möglich hält. Wer weiß.

NEUER REKORD

Laut einer Ende Oktober erschienenen Veröffentlichung des Investment Company Institute hat die US-Investmentfondsbranche einen neuen Rekord aufgestellt. Mit nur noch 3,8 % liquider Mittel war der Cash-Anteil der Gesamtheit amerikanischer Aktien-Investmentfonds niedriger als je zuvor. Selbst während der wildesten Euphorie im Frühjahr 2000 war der Investitionsgrad der Fonds niedriger als heute.

In der Vergangenheit fielen niedrige Cash-Quoten der Investmentfonds mit wichtigen, oft langfristigen Hochpunkten an

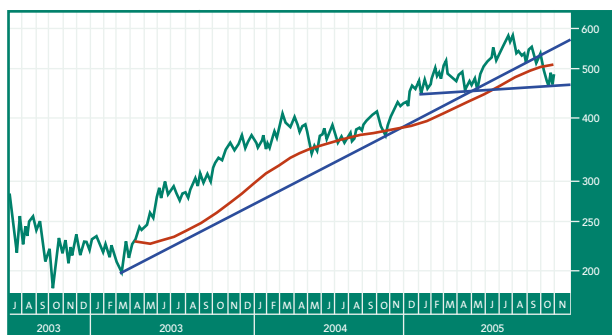


den Aktienmärkten zusammen. Allerdings eignet sich diese Kennzahl nicht für kurzfristige Prognosen; ihre Bedeutung ist mittel- bis langfristiger Natur.

Der Einfluss von Investmentfonds auf den US-Aktienmarkt ist bedeutend. Sie halten knapp ein Drittel der gesamten Marktkapitalisierung. Wir interpretieren ihren extrem hohen Investitionsgrad als klare Bestätigung der weiterhin sehr hohen Risiken am US-Aktienmarkt. Die klassischen fundamentalen Kennzahlen wie beispielsweise das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite stimmen mit dieser Interpretation überein.

POSITIVE AKTIENMARKTSAISON BEGINNT

Alle Jahre wieder weist der von uns sehr geschätzte amerikanische Analyst Alan Newman in seiner Publikation „Samex Capital's Stock Market Crosscurrents“ auf die ausgeprägte Saisonalität der US-Börse hin. Laut Newman und anderen Analysten, die sich dieses Themas angenommen haben, ist der Zeitraum von November bis April für Aktieninvestments statistisch signifikant besser als die Zeit von Mai bis Oktober. Wer im Jahr 1950 10.000 \$ anlegte und ausschließlich in den guten Monaten investiert war, vervielfachte sein Vermögen auf stattliche 496.630 \$, so Newman. Wer hingegen ausschließlich in den schlechten Monaten investiert war, hat erheblich weniger Grund zur Freude. Sein Vermögen stieg lediglich auf 10.512 \$. Es handelt sich hierbei übrigens nicht um einen Druckfehler. Allerdings berücksichtigt diese Statistik nicht die Bankspesen, die der Verkauf und anschließende neuerliche Kauf eines Aktienportfolios verursacht. Mit 2 % bis 3 % per annum sind diese Transaktionskosten durchaus nicht unbedeutend. Außerdem wird auch der Steuereffekt außer acht gelassen, der die realisierten Gewinne je nach Steuersatz drastisch reduzieren würde. Dennoch finden wir Newmans statistische Befunde sehr bemerkenswert.



US-Housing Index, 2002 bis 2005

Heißt das, wir sollten dem Beispiel der durchschnittlichen Fondsmanager folgen und möglichst voll investiert sein, zumindest ab November? So einfach ist die Sache leider nicht. Eine genauere Betrachtung der Statistik zeigt nämlich, dass auch in den guten Börsenmonaten immerhin in gut 20 % der Fälle Kursverluste zu verzeichnen waren. Während des langfristigen Bärenmarkts von 1966 bis 1982 fiel das Ergebnis noch sehr viel schlechter aus. Laut Newman kam es in dieser Phase in 41 % der Fälle zu Kursverlusten.

Unserer Meinung nach hat im Jahr 2000 ein neuer langfristiger Abwärtstrend begonnen. Folglich befinden wir uns vermutlich in einem Umfeld, das dem der Jahre 1966 bis 1982 sehr viel ähnlicher sein wird als dem der großen Hausse von 1982 bis 2000. Die Kurserholung seit dem Frühjahr 2003 betrachten wir vor diesem Hintergrund lediglich als große Bearmarketrallye, als zyklische Hausse innerhalb einer langfristigen Baisse. Folglich bleiben wir überaus vorsichtig und raten nicht zum Einstieg in einen fundamental deutlich überbewerteten Markt zu einer Zeit, in der die Notenbank sich im Zinserhöhungsmodus befindet. Bestenfalls halten wir aufgrund der positiven Saisonalität eine Fortsetzung der fast zweijährigen Seitwärtsbewegung für wahrscheinlich, nicht aber den Beginn eines neuen Aufwärtstrends.

US-WIRTSCHAFTSWACHSTUM

Im dritten Quartal diesen Jahres wuchs das US-Bruttoinlandsprodukt um 3,8 % per annum. Da die US-Inflationsrate vermutlich deutlich zu niedrig ausgewiesen wird -- das Thema haben wir in unserer Arbeit bereits mehrfach besprochen -- ist dieses scheinbar solide Wachstum im selben Maße überzeichnet, in dem die Inflationsrate mit allerlei statistischer Finesse schön gerechnet wird. Diese wichtige Tatsache soll hier aber nicht erneut thematisiert werden. Statt dessen begnügen wir uns heute mit dem Hinweis auf den starken Beitrag der Staatsausgaben und des privaten Konsums beim Zustandekommen des Wachstums. Die Qualität des Aufschwungs bleibt damit weiterhin fragwürdig. Die negative Sparquote zeigt deutlich, dass der starke private Konsum keine tragfähige Basis hat. Konsum auf Pump schafft keinen Wohlstand. Dasselbe gilt für hohe Staatsausgaben, insbesondere wenn sie mit einem außer Kontrolle geratenen Staatshaushalt einhergehen, also ebenfalls auf Pump beruhen. Der von den USA eingeschlagene Weg, Wachstum durch ausufernde Verschuldung und Gelddrucken zu erzwingen, mag kurz- bis mittelfristig funktionieren. Langfristig funktioniert er nicht.

PLATZT DIE IMMOBILIENBLASE?

Letzten Monat widmeten wir uns unter der Überschrift „Fannie Mae und Immobilienmarkt außer Kontrolle“ wieder einmal den Vorgängen am US-Immobilienmarkt, den wir als Spekulationsblase betrachten. Wir wiesen unter anderem auf die seit einigen Monaten steigende Anzahl von Tagen hin, die eine Immobilie zum Verkauf steht, bevor tatsächlich ein Geschäftsabschluss zustande kommt. Auch die in Teilen des Landes bereits fallenden Häuserpreise nannten wir. Beide Entwicklungen interpretieren wir als Hinweis darauf, dass die Immobilienblase ihren Zenit bereits überschritten haben dürfte. Wenn das tatsächlich der Fall sein sollte, dann werden die kommenden Monate und Jahre vermutlich sehr spannend werden.

Auch den Kursverlauf der Fannie Mae Aktie, die wir seit langem schon gewissermaßen als Lackmustest für den Zustand des Immobilienmarkts betrachten, haben wir letzten Monat wieder einmal besprochen. Heute ergänzen wir diese Ausführungen um drei weitere, sehr interessante Aspekte.



Werfen wir zunächst einen Blick auf den Kursverlauf des Housing Sector Index. Dieser erreichte seinen bisherigen Höchststand in den letzten Julitagen 2005. Seither verlor der Index in der Spitze gut 20 %. Dieser recht deutliche und auch recht schnelle Kursverlust passt bestens zu unserem Szenario eines beginnenden Abwärtstrends am Immobilienmarkt. Verstärkt wird die Aussage des Housing Sector Index durch die sich abzeichnende große obere Umkehrformation. Die leicht ansteigende Begrenzungslinie der Formation verläuft bei rund 460 Punkten. Ein Bruch dieser aus charttechnischer Sicht sehr wichtigen Unterstützungslinie würde den mehrjährigen Aufwärtstrend beenden und den Beginn eines Abwärtstrends signalisieren.

Den zweiten interessanten Mosaikstein im Bild der zum Platzen verurteilten Immobilienblase sehen wir in den kürzlich gemachten Aussagen von Ken Heebner. Heebner ist einer der erfolgreichsten Spekulanten im Bereich der US-Immobilienaktien. In einem Interview sagte er, er rechne innerhalb der nächsten 18 Monate mit einem Preisverfall von 30 % bis 50 % im oberen Preissegment des US-Immobilienmarkts.

Drittens schließlich wies der amerikanische Analyst Gary North in einem seiner Marktkommentare kürzlich darauf hin, dass mit Tom Barrick einer der erfolgreichsten Immobilienspekulanten Amerikas zum Ausstieg aus dem Immobilienmarkt geblasen habe. Der Milliardär gilt als der Warren Buffett der Immobilienbranche.

Wenn die Immobilienblase platzt, die Bernanke in Fortsetzung der Greenspan'schen "nichts hören, nichts sehen, aber viel darüber reden"-Tradition nicht erkennen kann, dann wird er sich bewähren können. Allerdings halten wir die dann sichtbar werdenden Probleme für außerordentlich groß. Die von ihm avisierte Easy Money Helikopter-Flotte wird vermutlich nicht ausreichen, um eine neue Runde der ökonomischen Scheinblüte auszulösen. Der Hedge Fund-Manager Bill Fleckenstein ist deshalb kürzlich dazu übergegangen, den „Künstlernamen“ Bernankes zu ändern. Statt „Helicopter Ben“ nennt er ihn jetzt „B52 Ben“.

DAS GESAMTMODELL

Die *fundamentale Bewertung* des US-Aktienmarkts befindet sich auf einem sehr hohen Niveau. Beispielsweise beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis knapp 20, und die Dividendenrendite des S & P 500 Index liegt bei 1,76 %. Bevor die größte Aktienblase aller Zeiten Ende der 90er Jahre begann, ging eine Dividendenrendite von weniger als 3 % mit klaren Verkaufsgelegenheiten Hand in Hand. Kaufgelegenheiten signalisierte diese Kennzahl, wenn sie über 6 % bis 8 % lag. Ende der 90er wurde bei der Dividendenrendite die „Schallmauer“ von 3 % nach unten durchbrochen und seither nicht mehr wieder erreicht. Das sehr lange Anhalten der eindeutigen fundamentalen Überbewertung hat viele Marktteilnehmer und Analysten veranlasst, die fundamentale Bewertung einfach zu ignorieren. Wir halten diese Vorgehensweise für falsch. Allein die Tatsache, dass beispielsweise der S & P 500 Index heute auf demselben Niveau notiert wie Anfang 1999 zeigt die Relevanz fundamentaler Bewertung.

Immerhin sind seither sieben lange Jahre vergangen, in denen an der Börse im Durchschnitt kein Geld verdient wurde, während Gold im gleichen Zeitraum von 290 \$ auf aktuell 460 \$ anstieg. Das am häufigsten zu hörende Argument zur Rationalisierung der fundamentalen Überbewertung des US-Aktienmarktes bezieht sich auf die zur Zeit relativ niedrigen Zinsen. Sie rechtfertigten angeblich die hohe Bewertung der Aktien. Sonderbar nur, dass in den vergangenen hundert Jahren die Zinsen meist nicht höher waren als heute. Lediglich die inflationären 70er und 80er Jahre waren von deutlich höheren Zinsen geprägt.

Die *monetären Indikatoren* sind ebenfalls negativ. Die US-Notenbank hob Anfang November 2005 erneut die Zinsen an. Sie befindet sich seit Juni 2004 im Zinserhöhungsmodus und signalisierte in ihrem letzten Statement keinerlei Änderung an ihrer relativ restriktiven Vorgehensweise. Damit wurde die Zinsstrukturkurve trotz der steigenden langfristigen Zinsen nicht etwa steiler, sondern flachte sich erneut ein wenig ab. Der geldpolitische Marsch in Richtung einer inversen Zinsstruktur geht also vorerst zumindest weiter. Auch das Geldmengenwachstum zeigt keine generelle Richtungsänderung der Fed an, obwohl im Anschluss an die verheerenden Hurrikanschäden in typischer Greenspan-Manier etwas Liquidität in den Markt gepumpt wurde. Eine regelrechte Liquiditätsflut wie beispielsweise im Herbst 1998, im Spätjahr 1999 oder im Anschluss an die Terroranschläge des Jahres 2001 wurde allerdings nicht ausgelöst. Damit bleibt die amerikanische Geldpolitik relativ restriktiv und spricht gegen den Kauf von Aktien.

Die *Sentimentindikatoren* zeigen aktuell ein zerrissenes Bild. In langfristigen Betrachtungen spiegeln sie ohne wenn und aber extreme Zuversicht und Finanzmarktoptimismus wider. Kurzfristig hingegen kam es zu einer recht deutlichen Zunahme der etwas vorsichtiger agierenden Akteure. Dabei wird allerdings ein langfristig negativ zu beurteilendes Muster sichtbar: Es sind vor allem die mittel- bis langfristig bullischen Börsenbriefschreiber, die kurzfristig, ausschließlich kurzfristig, zur Vorsicht raten. Das könnte sich als Nährboden für eine unmittelbare Fortsetzung der gerade begonnenen Rallye in Richtung der diesjährigen Höchststände erweisen. Danach wäre der Markt dann allerdings wieder extrem anfällig für unter Umständen ganz erhebliche Kursrückgänge.

FAZIT

Die Ernennung von Helikopter Ben Bernanke zum nächsten Präsidenten der US-Notenbank macht eine Fortsetzung oder sogar Ausweitung der weltweit äußerst inflationären Geldpolitik überaus wahrscheinlich. Die wichtigste Voraussetzung für weitere Kurssteigerungen im Rohstoff- und Edelmetallbereich sehen wir damit als erfüllt an. Folglich bleiben wir langfristig überaus bullish für diese Sektoren. Den großen Rest des US-Aktienmarktes beurteilen wir weiterhin überaus skeptisch. Fundamentale Überbewertung und langfristig erstaunlich viel Optimismus der Marktteilnehmer in Kombination mit Zinserhöhungen der Fed bilden ein historisch gesehen sehr gefährliches Gemisch für die Börse. Nahezu alle großen Kursrückgänge erglitten aus dieser Kombination heraus. Allerdings kam es



MARKTANALYSE

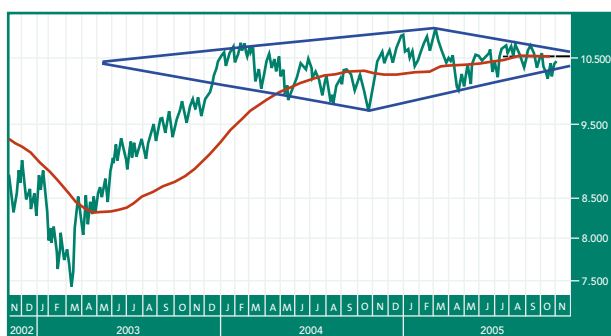
nicht immer zu Baissen, wenn diese Kombination gegeben war. Als zusätzliche große Gefahr für die US-Wirtschaft und die Finanzmärkte sehen wir die sich abkühlende Immobilienmarkt-spekulation an, die vermutlich ein baldiges Platzen der Blase signalisiert. Die Immobilienblase war die maßgebliche Triebfeder der wirtschaftlichen Erholung Amerikas in den vergangenen Jahren. In dieser Zeit entnahmen amerikanische Immobilienbesitzer ihrem „Immobilien-Sparschwein“ rund 600 Mrd. Dollar via Umschuldung bzw. Erhöhung der Hypothek. Fannie Mae schätzt den Betrag im laufenden Jahr auf noch immer sehr stattliche 200 Mrd. Dollar. Entsprechend groß werden vermutlich die negativen Einflüsse und Folgen sein, die das Platzen dieser Blase haben wird.

CHARTANALYSE

Die technische Gesamtverfassung der US-Aktienmärkte hat keine Verbesserung erfahren, im Gegenteil. Die typischerweise im Endstadium einer zyklischen Hausse sichtbar werdenden negativen Divergenzen haben weiterhin zugenommen. Das gilt beispielsweise für die im letzten Monat an dieser Stelle besprochene Statistik der 52-Wochen-Hochs und -Tiefs und für das Umsatzverhalten. Auch der Smart Money Index, den wir hier vor einigen Monaten vorgestellt haben, ist seither deutlich weiter gefallen. Das „große, kluge Geld“ nutzt also das aktuelle Kursniveau zum Ausstieg und kauft die Hypothese einer bevorstehenden Hausse offensichtlich nicht.

DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

Im vergangenen Monat „kämpfte“ der Dow mit der Untergrenze seiner potenziellen Diamantformation. Dabei sah es zwischenzeitlich sogar so aus, als sei der Ausbruch nach unten tatsächlich erfolgt. Anfang November erholten sich die Kurse aber wieder und schafften die Rückkehr in die potenzielle Umkehrformation.



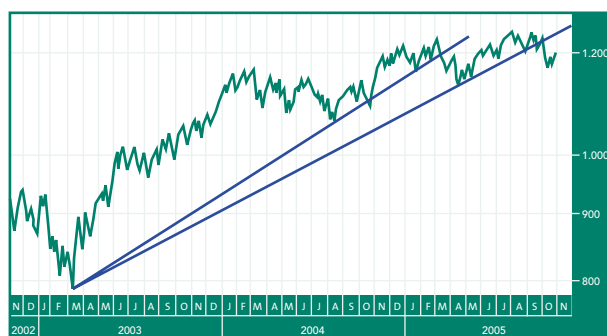
DJIA

Damit kann die untere Begrenzungslinie der Formation als in ihrer technischen Bedeutung bestätigt gelten. Ein eventueller Bruch der Trendlinie müsste folglich umso mehr als Verkaufssignal ernst genommen werden. Die als Widerstand fungierende fallende 200-Tage-Durchschnittslinie verläuft zur Zeit bei 10,500

Punkten, die obere Begrenzungslinie der Formation liegt etwas höher bei knapp 10.700 Zählern. Ein mit hohem Umsatz erfolgreicher Ausbruch über diese Widerstände würde vermutlich den Beginn der allseits erwarteten Jahresendrallye signalisieren, der Ausbruch nach unten hingegen das Ende der 2003 begonnenen zyklischen Hausse, die wir als große Bearmarketrallye innerhalb eines langfristigen Abwärtstrends ansehen.

S & P 500

In einer durchaus dynamischen Abwärtsbewegung brach der S & P 500 Index aus einer kleinen, gut viermonatigen oberen Umkehrformation nach unten aus, nachdem er kurz vorher die im Chart eingezeichnete Aufwärtstrendlinie verletzte. Auffällig war die hohe tägliche Volatilität der Kurse in den vergangenen Wochen, die mit hohen Umsätzen einherging. Wir sehen darin ein Zeichen von Distribution, das typischerweise in Zeiten einer Topbildung beobachtet werden kann: Selbst hohe Umsätze schaffen es nicht, die Kurse in die eine oder andere Richtung zu



S&P500

bewegen. Derzeit befinden die Kurse sich in der Nähe der Untergrenze der oben erwähnten kleineren Formation, die jetzt als Widerstandsmarke fungiert. Der gesamte Kursverlauf seit Ende letzten Jahres kann als potenzielle obere Umkehrformation interpretiert werden. Selbst wenn die Kurse kurzfristig ihre Sommerhochs leicht überbieten sollten, bliebe diese Interpretation intakt. Ein Ausbruch nach unten, also unter die April-Tiefs im Bereich 1.140 bis 1.150 Punkte, würde die Formation beenden und den Beginn einer Baisse einläuten. Aufgrund unseres sehr negativen Gesamtmodells muss diese Möglichkeit als durchaus realistisch angesehen werden, auch oder gerade weil es den meisten Marktteilnehmern zur Zeit überaus schwer zu fallen scheint, sich große Kursverluste vorzustellen.

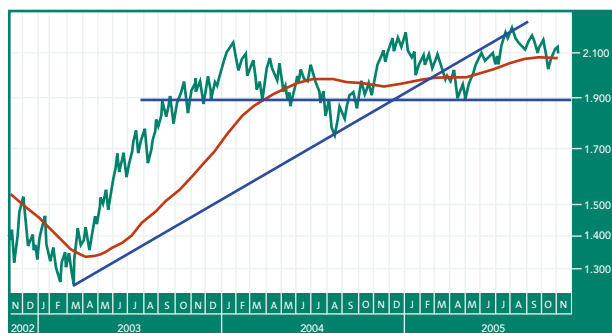
NASDAQ

Die relative Schwäche der NASDAQ beunruhigt selbst die extremen Bullen an Wall Street, wie beispielsweise den von uns sehr geschätzten Don Hays. Seine Analysen lesen wir seit vielen Jahren, gerade weil er sehr häufig ganz anderer Meinung ist als wir. Als ausgemachter Bulle kam er im Unterschied zu uns in den Jahren 2000 bis 2003 natürlich heftig unter die Räder, dafür war er aber während der anschließenden Rallye mit von



MARKTANALYSE

der Partie. Und in seinen Portfolios, die er mit Hilfe technischer und quantitativer Modelle verwaltet, musste er quasi wider Willen Rohstoffaktien deutlich übergewichten, obwohl er also dem Sektor stets skeptisch gegenüberstand. Es geht ihm also so wie uns und allen anderen der Branche: Nicht jeder Trend kann richtig prognostiziert werden. Während wir den US-Aktienmarkt inmitten eines langfristigen Abwärtstrends sehen, sieht Hays ihn am Beginn einer Megahaube, die den Dow in den nächsten Jahren auf 40.000 Zähler treiben wird. Jetzt aber beklagt er die relative Schwäche der NASDAQ und weist darauf

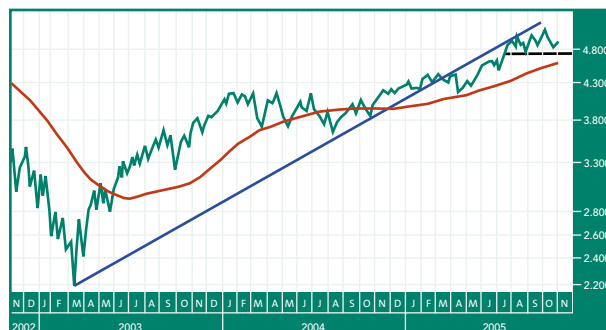


NASDAQ

hin, dass der Beginn der von ihm erwarteten Hausse ohne eine Führungsrolle der NASDAQ sehr unwahrscheinlich sei. Folglich gehört er zu den weiter oben erwähnten mittel- bis langfristigen Bullen, die kurzfristig ein bisschen bearish sind. Der Kursrückgang während des vergangenen Monats führte im Kursbild der NASDAQ zur Bildung einer wohlproportionierten potenziellen oberen Umkehrformation. Sie erstreckt sich über einen Zeitraum von fünf Monaten, und ihre Untergrenze verläuft bei rund 2.050 Punkten. Sollte diese Marke nach unten durchbrochen werden, ergibt sich ein Kursziel von 1.880 Zählern. Auf diesem Niveau verläuft die überaus wichtige Untergrenze einer sehr großen Formation, die unter Auslassung des fehlerhaften Verkaufssignals vom Sommer 2004 den gesamten Kursverlauf seit Herbst 2003 umfasst. Da viele der NASDAQ-Schwergewichte wie Dell, Intel oder Microsoft keine verheißungsvollen Charts aufweisen und einen die Bullen enttäuschenden Geschäftsverlauf vermelden mussten, halten wir einen größeren Kursaufschwung für unwahrscheinlich.

DAX

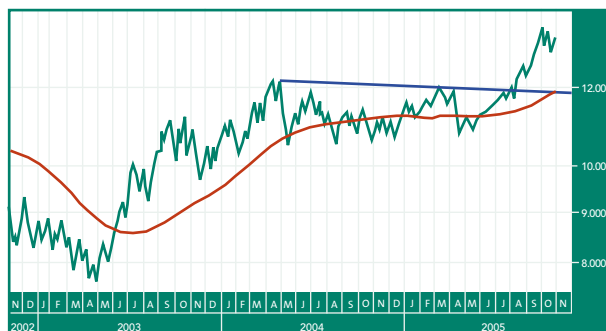
Auch der deutsche Aktienindex zeigt jetzt im Kursverlauf der vergangenen vier Monate eine potenzielle obere Umkehrformation. Deren Untergrenze verläuft bei etwa 4.750 Punkten. Bei einem Ausbruch nach unten würde sich zunächst ein Kursziel von rund 4.300 Zählern errechnen. In diesem Bereich befindet sich eine recht ausgeprägte Unterstützungszone. Eine Fortsetzung der Hausse erscheint uns vor dem Hintergrund der sich abzeichnenden großen Koalition der Steuererhöher relativ unwahrscheinlich zu sein.



DAX

NIKKEI

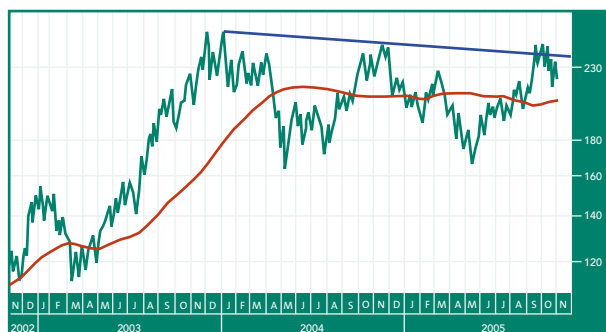
Nach einer nur vierwöchigen und kursmäßig sehr klein ausgefallenen Konsolidierung setzte der japanische Aktienmarkt seinen Aufwärtstrend mit beeindruckender Dynamik fort. Der Kursverlauf des Index lässt keine Wünsche offen. Wir sind und bleiben bullish und halten jede Korrektur für eine Kaufgelegenheit.



NIKKEI

HUI

Der Goldminenindex konsolidierte seinen starken Kursanstieg der letzten Monate. Die eingezeichnete Abwärtstrendlinie



HUI

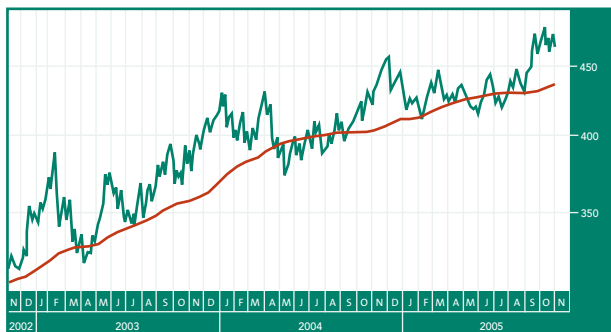


MARKTANALYSE

erwies sich letztendlich doch und nicht ganz überraschend als zunächst unüberwindlicher Widerstand. Wir betrachten den Kursrückgang der vergangenen vier Wochen lediglich als eine Art Luftholen und rechnen schon bald mit einem deutlichen Kursanstieg. Kaufen.

GOLD

Der Goldchart zeigt einen makellosen Aufwärtstrend. Nach dem Ausbruch über die 2004-Hochs kam es zu einer Konsolidierung, die nunmehr fast sechs Wochen in Anspruch genommen hat. Dabei gaben die Kurse um gerade einmal 4 % nach

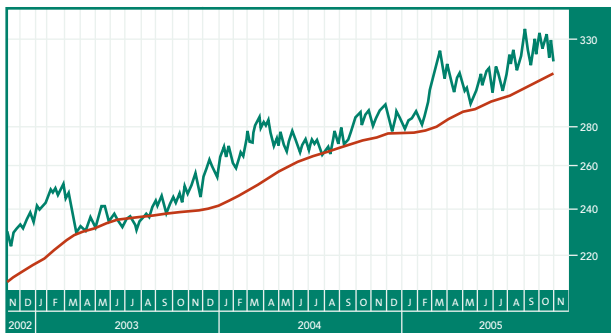


GOLD

und fanden im Bereich der ersten technischen Unterstützung bei 460 Dollar pro Feinunze Halt. Wir halten die Kursrisiken auf dem aktuellen Niveau für sehr gering, die Chancen hingegen für äußerst attraktiv. Kaufen.

CRB-ROHSTOFFINDEX

Auch der Rohstoffindex zeigt einen sauberen Aufwärtstrend, der keine Schwächezeichen erkennen lässt. Die Konsolidierung läuft bereits seit rund acht Wochen und ist aus charttechnischer

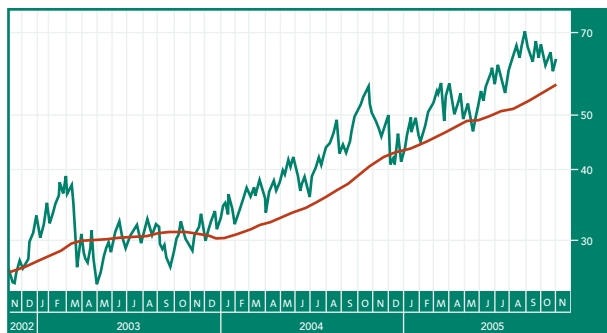


CRB-INDEX

Sicht vollkommen normal und harmlos. Dennoch haben zahlreiche Analysten auch jetzt wieder das Ende der Rohstoffhausa verkündet, deren Anfang sie nicht sehen konnten. Das ist die typische wall of worry, die eine Fortsetzung des Bullenmarkts überaus wahrscheinlich macht. Kaufen.

ROHÖL (WTI)

Wir sind und bleiben langfristige Öbullen. Ein Ende dieser von zahlreichen Analysten und Strategen zumindest verbal regelrecht bekämpften Hausse können wir nicht erkennen. Hier scheint wohl der Wunsch Vater des Gedankens zu sein. Der Chart zeigt einen intakten Aufwärtstrend, und der von uns prognostizierte kurzfristige Kursrückgang trägt alle Zeichen einer ganz normalen Konsolidierung innerhalb eines Aufwärtstrends. Spätestens im Bereich von 55 Dollar pro Barrel sollte die Konsolidierung abgeschlossen sein. Dann hätte der Kursrückgang übrigens auch die von uns in der September-Performance für wahrscheinlich gehaltene Größenordnung von 20 % bis 30 % erreicht.



ÖL



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.“



VORSTAND UND AUFSICHTSRAT DER BERLINER EFFEKTENGESELLSCHAFT AG

(Stand: 30. September 2005)

Vorstand

Holger Timm
Sprecher des Vorstandes

Dr. Jörg Franke
Sprecher des Vorstandes

Karsten Haesen
Mitglied 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

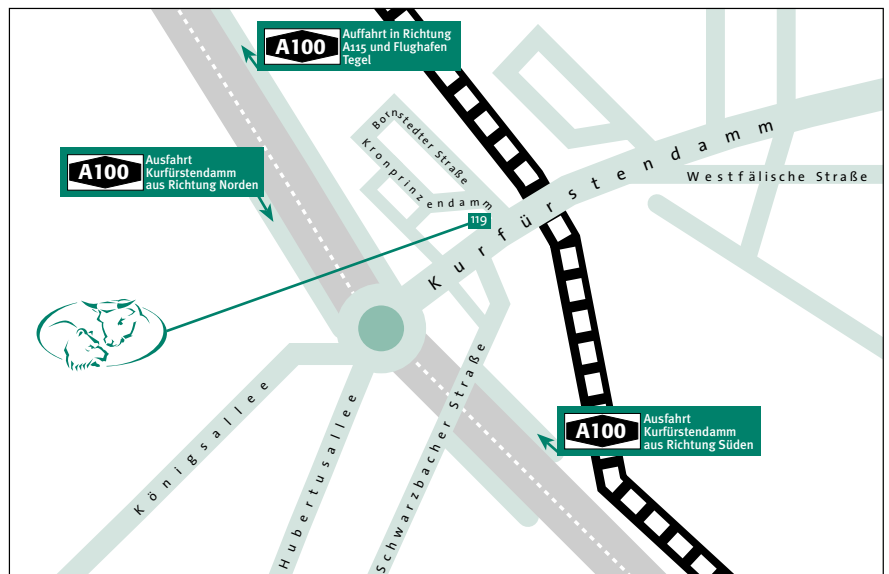
Telefon 030-89021-100
Telefax 030-89021-199

Anfahrt:

A100, Ausfahrt „Kurfürstendamm“

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

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



TERMINE

2. Dezember 2005 17.00 Uhr Aktionärsveranstaltung in Berlin

21. Juni 2006 10.00 Uhr Hauptversammlung in Berlin



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 – MARKTANALYSE

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 | 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 2. November 2005 berücksichtigt. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen beruhen auf der aktuellen Einschätzung des Verfassers und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Berliner Effektenbank dar. Diese können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die ausgearbeitete Marktanalyse dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

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

