

nicht auf einem bevorstehenden Konjunkturunbruch beruht, sondern eher auf dem Liquiditätsbedarf großer institutioneller Investoren zur Erfüllung von Kreditzusagen und Nachschussverpflichtungen, dann wird hierdurch die Sichtweise unterstützt, dass durch die gegenwärtige Verkaufswelle beachtliche Kaufgelegenheiten entstehen.

DIE KREDITKRISE

Das Ausmaß der Kursrückgänge an den Aktienmärkten der USA war im Vergleich zu anderen Situationen in der Vergangenheit nicht besonders dramatisch, aber die Risse im Finanzsystem, die dabei sichtbar wurden, waren ungewöhnlich tief und breit. Was Anfang 2007 als Einbruch des Wohnimmobilienmarktes begann, wandelte sich zu einer Krise im Kreditsystem, die im Herbst 2007 ausbrach und sich in den ersten Monaten 2008 verschärfte. Es war viel von einer US-Rezession die Rede, und die meisten Indikatoren zeigen, dass die Wirtschaftstätigkeit – vom privaten Verbrauch bis zu den Unternehmensausgaben – sich stark verlangsamt hat.

Der Zusammenbruch des Wohnimmobilienmarktes, an dem die Preise gemäß Case-Schiller-Umfrage schon um 10,7% gesunken und regionale Rückgänge von 20% oder sogar 30% zu verzeichnen sind, war schon schwerwiegend; er verblasst aber gegenüber der Kreditklemme, von der die Finanzwelt betroffen ist. Zweistellige Milliarden-Dollar-Beträge an Abschreibungen durch große Wall-Street-Institute haben einen drastischen Rückgang der Kreditvergabe bewirkt, von der wiederum vorher „sichere“ Bereiche des Kreditsystems, darunter auch Versteigerungen von Kommunalanleihen, betroffen sind. Die Fed versuchte, das System mit schnellen Zinssenkungen wieder zum Laufen zu bringen, und senkte die Leitzinsen bis März 2008 auf nur noch 2,25%. Es zeigte sich jedoch, dass mit niedrigen Zinsen keine direkte Abhilfe geschaffen werden kann, wenn die Banken nicht bereit sind, Kredite zu vergeben, und weiterhin Positionen in komplexen Finanzderivaten, die auf einem wackligen Fundament aus Subprime-Hypotheken stehen, aufgelöst werden müssen.

Mitte März, an einem wahrhaftigen Unglückswochenende, stand mit Bear Stearns ein großes Finanzinstitut am Rande des Abgrunds. Nur durch ein schnelles Eingreifen von Fed, dem Finanzministerium und JP Morgan kam der Notverkauf von Bear Stearns zustande, mit dem das meiste Eigenkapital des Instituts weggewischt, aber wenigstens das System gerettet wurde.

Was die Aktienmärkte betrifft, so haben sie viel Boden verloren und im Januar einen Tiefstand von 11.508 erreicht. Im Laufe des ersten Quartals verloren der Dow Jones und der S&P 500 zwischen 8% und 10%, und die globalen

Märkte schnitten noch bedeutend schlechter ab; die europäischen Indizes sanken um zwischen 10% und 20%, einige asiatische und aufstrebende Märkte sogar um 20% bis 30%.

Die meisten Strategen und Ökonomen sehen die Verkaufswelle an den Aktienmärkten als das Ergebnis einer drohenden Rezession an. Es gibt auch tatsächlich deutliche Anzeichen dafür, dass die US-Konjunktur bestenfalls auf der Stelle tritt und schlimmstenfalls am Beginn eines Schrumpfungsprozesses steht. Meistens ist es so, dass die Aktienkurse am Beginn einer Rezession um bis zu 20% fallen, weil die Anleger die Gewinnerwartungen zurücknehmen und die Unternehmen kein Gewinnwachstum generieren können.

Seit den letzten zwei Monaten des Jahres 2007 steigen die Zwangsvollstreckungen von Wohnimmobilien, und der private Verbrauch hat sich merklich verlangsamt, ganz zu schweigen von dem Absacken des Verbrauchervertrauens auf Tiefstände, wie es sie seit 1992, als das Land sich von der Rezession des Jahres 1991 erholte, nicht mehr gegeben hat. Im Februar 2008 fiel das Wachstum der aggregierten Konsumausgaben auf den niedrigsten Stand seit fast zwei Jahren, wobei die Zunahme um 0,1% ähnlich wie in den Vormonaten jedoch großenteils auf höhere Ausgaben für Energie, Nahrungsmittel und Gesundheitsvorsorge – nicht gerade Luxusgüter – zurückzuführen war. Es gibt auch Hinweise darauf, dass die Unternehmen ihre Ausgaben einschränken, denn die Aufträge für Gebrauchsgüter gehen zurück, und Finanzvorstände, die zunehmend befürchten, dass sie in eine Rezession geraten, streichen Investitionspläne zusammen oder frieren sie ein.

DIE VERKAUFSWELLE UND DAMIT VERBUNDENE GELEGENHEITEN

Rezessionsgerüchte, das Chaos am Wohnimmobilienmarkt und die Liquiditätsprobleme von Banken und Wertpapierhandelshäusern haben die Meldungen beherrscht und beherrschen sie weiterhin, und die Wirtschaft hat den Irak als Nummer 1 der Themen, die die US-Bürger vor der Wahl beschäftigen, ersetzt. In Anbetracht dieser Befürchtungen sowie der Unsicherheit darüber, wie groß der aus den sinkenden Wohnimmobilienpreisen erwachsende „negative Vermögenseffekt“ auf die Konsumausgaben sein wird, ist der Einbruch der Aktienkurse im ersten Quartal 2008 keine Überraschung. Viele Konsumgüterunternehmen, die die Schwierigkeiten der hochverschuldeten Haushalte zu spüren bekommen, haben Gewinneinbrüche und Rückgänge ihrer Aktienkurse zu verzeichnen.

Zweifellos wird das Geschäft mancher Unternehmen in bestimmten Branchen weiter zurückgehen. Das Gemetzel

in den Teilen des Finanzsektors, die Engagements im Subprime-Hypothekenmarkt haben – entweder direkt oder über die Bündelung und den Verkauf von Derivaten und strukturierten Schuldtiteln – ist eine harte Realität, und die Verluste und Abschreibungen werden wohl weltweit Hunderte von Milliarden US-Dollar erreichen. Die Gewinne der Finanzunternehmen sind im vierten Quartal 2007 um 119% geschrumpft und sollen im ersten Quartal 2008 Schätzungen zufolge um fast 60% zurückgehen; die Zahlen sind so schlecht, dass das ganze KGV des S&P 500 neu berechnet werden muss. Während der Index sich seit einiger Zeit bei einem bescheidenen KGV auf Basis erwarteter Gewinne von weniger als 15 bewegt, dürfte dieses KGV, wenn die Gewinne der Finanz- und Konsumgüterunternehmen erst einmal auf realistischere Werte herunterrevidiert sind, näher bei 16 oder 17 liegen; das ist bei den zweistelligen Wachstumsraten vieler zum Index gehörenden Unternehmen nicht teuer, aber eben auch nicht so günstig, wie es zum jetzigen Zeitpunkt erscheint.

Die Aktienverkäufe sind jedoch nicht auf den Konsumgüter- und den Finanzsektor beschränkt geblieben, sondern haben sich auf Technologieunternehmen einschließlich des mächtigen Google ausgedehnt, das sich als nicht immun erwiesen hat, weder gegenüber der negativen Stimmung an den Aktienmärkten noch gegenüber der an Robustheit verlierenden Nachfrage. Das Unternehmen meldete eine Abkühlung im überhitzten Markt für Internetsuchen, ein sicheres Zeichen dafür, dass die Verbraucher, wenn sie auch nicht in Einkaufszentren weniger ausgeben, so doch online weniger surfen.

Wie oben erwähnt, glauben wir, dass die Aktienmarktschwäche zum Teil nicht von einer Verschlechterung der Fundamentaldaten hervorgerufen wurde, sondern einfach von der Tatsache, dass viele institutionelle Investoren Liquidität benötigen, um Nachschussverpflichtungen zu erfüllen. Außerhalb des Finanzsektors haben die Unternehmen im S&P 500 im vierten Quartal 2007 ein zweistelliges Gewinnwachstum erzielt und könnten die Gewinne im ersten Quartal 2008 um vielleicht 10% steigern. Das ist nicht gerade ein Zeichen für sich verschlechternde Fundamentaldaten.

Aber der komplexe Markt für Derivate und strukturierte Produkte ist wie ein Kartenhaus zusammengebrochen; ein Institut nach dem andern musste seine Liquidität erhöhen und Rücklagen bilden, und bei den Schwierigkeiten auf dem Kreditmarkt waren Aktien eine verfügbare und unkomplizierte Geldquelle. Das von Hedgefonds verwaltete Vermögen beträgt bereits 2 Billionen US-Dollar, woraus mit Fremdmitteln 7 Billionen bis 8 Billionen US-Dollar werden. Sollten diese Fremdmittel gekündigt werden, würde ein großer Verkaufsdruck am Aktienmarkt entstehen.

Nach unserer Meinung wurden die Aktienmärkte Zeugen einer klassischen Finanzkrise – frühere Beispiele wären die Panik 1907, der „Schwarze Montag“ im Oktober 1987 und der Zusammenbruch von Long Term Capital Management im September 1998. Kurz gesagt, es ist eine Finanzkrise, die sich im Umfeld einer sich abschwächenden Inlandsnachfrage entwickelt.

Im Unterschied zu den genannten früheren Beispielen werden jedoch die aktuellen Probleme bis zu einem gewissen Grad von einer tendenziell robusten Weltwirtschaft ausgeglichen, die sich positiv auf das Gewinnpotenzial vieler US-Aktiengesellschaften auswirkt. Außerdem ist zurzeit weltweit reichlich Liquidität vorhanden, und die Zinsen sind im historischen Vergleich niedrig. Der schwache US-Dollar begünstigt nicht nur den Export der USA, sondern auch die Gewinnentwicklung von Energie- und Rohstoffunternehmen sowie US-Multis mit Auslandsgeschäft.

Der bisherige Jahresverlauf sieht zugegebenermaßen schlecht aus, für unsere Fonds wie auch für andere. Wenn die Investoren von den Aktienmärkten flüchten, können auf Wachstumswerte setzende Anlagemanager kaum besonders gute Ergebnisse erzielen, insbesondere dann, wenn die Aktienverkäufe nicht auf schwache Fundamentaldaten zurückzuführen sind. Ungeachtet der Kursrückgänge deutet in vielen unserer Portfolios alles auf ein hohes Wachstum der Gewinne und Umsätze der dort enthaltenen Unternehmen hin, jedenfalls mit Sicherheit im Vergleich zum S&P 500, sowie auf ein recht akzeptables Verhältnis zwischen ihren KGVs und ihrer Wachstumsrate.

Schließlich bezweifeln wir, dass der Zusammenbruch des Wohnimmobilienmarktes in den USA zu einem totalen Zusammenbruch des privaten Verbrauchs führen wird. Natürlich wird es im Konsumsektor zu einem gewissen Kreditschnitt kommen, was grundsätzlich gut, kurzfristig aber dem Wirtschaftswachstum abträglich ist. Und natürlich sehen sich viele Verbraucher mit stagnierenden Löhnen und strengeren Kreditvergabebedingungen bei steigenden Nahrungsmittel- und Energiepreisen konfrontiert. Aber andererseits trifft es auch zu, dass einige der Übertreibungen im Wohnimmobilienmarkt nicht darauf zurückzuführen sind, dass die Familien ihre Hypotheken nicht bezahlen konnten oder über ihre Verhältnisse lebten, sondern auf Zweitwohnimmobilienkäufe und Wohnimmobilienspekulation. Nach dem Nationalen Verband der Immobilienmakler handelte es sich 2006, als der Markt sich auf dem Höhepunkt befand, bei mehr als einem Drittel der Käufe um Anlageobjekte oder Ferienhäuser bzw. -wohnungen. Bei einem Konkursrecht und Zwangsversteigerungsregeln, die es den Leuten leichter machen, sich von Wohnimmobilien mit negativem

Eigenkapital zu lösen, ist ein nicht unbedeutender Teil des Zusammenbruchs auf dem Wohnimmobilienmarkt auf missglückte Investitionen zurückzuführen. Und bei einigen Anlegern, die sich von solchen missglückten Investitionen lösen, ist die Fähigkeit, Geld auszugeben und zu konsumieren, praktisch nicht beeinträchtigt.

Die Gewinne im Finanzsektor sind weiter stark gefallen, aber in vielen anderen Sektoren, wie z.B. Technologie und Rohstoffe, besteht ein robustes Gewinnwachstum. Außerdem halten es viele Anleger für unmöglich, dass die Gewinne weiter steigen könnten – eine typische Reaktion in fallenden Aktienmärkten, aus der potenzielle Kaufgelegenheiten hervorgehen. Einige von uns beobachtete Unternehmen hatten Kursverluste von 30% und mehr zu verzeichnen, obwohl ihr erwartetes Gewinnwachstum noch mehr als 20% beträgt. In vielen Fällen ergeben sich hieraus Gelegenheiten, Wachstumsaktien zu ungewöhnlich niedrigen Kursen zu erwerben.

Auf den Kreditmärkten kann es zu weiteren Turbulenzen kommen; das Wirtschaftswachstum in den USA kann in den nächsten Quartalen schwach bleiben oder sogar negativ ausfallen; aber das langfristige Investitionsklima für Aktien erscheint uns angesichts des globalen Gewinnwachstums, vernünftiger Bewertungen und der Anzeichen dafür, dass nicht alle Bereiche der US-Wirtschaft von dem doppelten Schlag durch die Krise auf dem Wohnimmobilienmarkt und den Kreditmarktkollaps betroffen sind, extrem günstig. Im Gegenteil sind wir davon überzeugt, dass die heutige Situation in ein paar Jahren als einer der besten „Wenn-nur“-Märkte angesehen wird, eine Zeit, in der die Aktien guter Wachstumsunternehmen günstig zu erwerben waren, und die dann Renditen bringen, von denen die meisten Anleger träumen, sie aber nie erreichen.

Daniel C. Chung, Chief Executive Officer
Zachary Karabell, Chief Economist

Herausgeber dieses Newsletters ist die Fred Alger & Company, Incorporated, die Vertriebsgesellschaft der Alger SICAV. Der Newsletter darf nur zusammen mit einem aktuellen Fondsprospekt, der weitere Informationen über Risiken, Gebühren und Kosten enthält, oder im Anschluss an die vorhergehende Zustellung eines derartigen Prospektes versandt werden. Bitte lesen Sie den Prospekt sorgfältig, bevor Sie sich für ein Investment entscheiden oder eine Einzahlung tätigen. Der Verkauf von Anteilen an dem Fonds, auf den sich dieser Newsletter bezieht, erfolgt ausschließlich auf der Grundlage des Prospektes. Der vorliegende Newsletter stellt kein Angebot von Fondsanteilen dar. Ein Investment in den Fonds schließt Risiken ein, die im Prospekt beschrieben sind. Anleger erhalten möglicherweise den investierten Betrag nicht in voller Höhe zurück, der Nettovermögenswert des Fonds wird je nach Marktlage schwanken. Darüber hinaus beeinflussen auch Wechselkursänderungen sowie Fonds-Gebühren die vom Anleger erzielte Rendite. Fondsanteile dürfen Bürgern und Einwohnern der Vereinigten Staaten von Amerika weder angeboten noch verkauft werden. Darüber hinaus dürfen Fondsanteile in Ländern weder angeboten noch verkauft werden, in denen dies verboten ist. Eine verbindliche Definition der Begriffe Bürger und Einwohner der Vereinigten Staaten von Amerika kann dem Fondsprospekt entnommen werden. Die Kapitalanlage in den Fonds eignet sich möglicherweise nicht für alle Anleger. Investoren, die im Zweifel sind, inwieweit sich der Fonds für ihre Anlageziele eignet, sollten sich an ihre unabhängigen Anlageberater wenden. Der Inhalt dieses Newsletter kann nicht als Beratung interpretiert werden. Für die Richtigkeit der in diesem Newsletter veröffentlichten Prognosen und Meinungen wird keine Gewähr übernommen. Die Fondsanteile stellen weder Bankeinlagen noch von einer Bank begebene Schuldverschreibungen dar. Sie sind weder mit einer Bankgarantie noch mit dem Versicherungsschutz der FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) oder einer anderen Garantie ausgestattet. Mit den Fondsanteilen sind Anlagerisiken einschließlich des möglichen Verlustes des investierten Kapitals verbunden. Der Fondsprospekt kann über die Fonds-Vertriebsgesellschaft angefordert werden. In Deutschland sind die Verkaufsprospekte kostenlos als Druckstück bei der Noramco AG, Schloss Weilerbach, 54669 Bollendorf, erhältlich.

Wichtige Informationen für Anleger im Vereinigten Königreich: Der Fonds unterhält im Vereinigten Königreich keine Geschäftsstelle. Ebenso wenig verfügt er über die Autorisierung gemäß dem Financial Services Act (Finanzdienstleistungs-Gesetz) von 1986 (nachfolgend "Act"). Somit unterscheidet sich das Regelwerk, in dem die Rechte von Anlegern gegenüber dem Fonds und dessen ebenfalls nicht autorisierten Auslandsvertretern festgelegt sind, von dem für das im Vereinigten Königreich geltenden Regelsystem. Beispielsweise können sich Anleger bei der Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen nicht auf das im Vereinigten Königreich geltende Investors Compensation Scheme (Anlegerentschädigungseinrichtung) stützen. Der Fonds gilt als unreguliertes allen zugängliches Investmentprogramm, gemäß den in Großbritannien geltenden Gesetzen. Folglich darf er im Vereinigten Königreich nur nach den Bestimmungen des Act sowie der Financial Services Regulations von 1991 (im folgenden "Regulations"), die den Rahmen für Werbung von unregulierten Investmentprogrammen festlegen, beworben werden. Damit darf dieser Newsletter im Vereinigten Königreich ausschließlich Personen ausgehändigt werden, die zur Durchführung von Kapitalanlage-transaktionen aufgrund des Act autorisiert sind. Ebenso empfangsberechtigt sind Personen, deren gewöhnliche Geschäftstätigkeit den Erwerb und Verkauf von Vermögenswerten einschließt, die ganz oder zu einem wesentlichen Teil der Art Vermögenswerte entsprechen, in die der Fonds investiert. Darüber hinaus dürfen Personen den Newsletter erhalten, die gemäß den Regulations empfangsberechtigt sind. Der Newsletter darf im Vereinigten Königreich nur an Adressaten versandt oder weitergeleitet werden, die einem Kreis Empfangsberechtigter angehören oder gemäß Artikel 11 (3) des Financial Services Act von 1986 (Investment Advertisements-Werbung für Kapitalanlageprodukte), (Exemptions-Ausnahmen) Order 1996 (Ergänzung) empfangsberechtigt sind.

