

### Das neue Jahr: Wirtschaft 2008 im Zeichen von iPhone

**D**ickens begann seine „Geschichte zweier Städte“ mit der berühmten Zeile „Es war die beste und die schlechteste aller Zeiten...“. Zwar sind das heutige Amerika und die heutige Welt weit weniger turbulent als Frankreich zur Zeit der Revolution, aber Dramatisches gibt es auch bei uns. Jedes Jahr um diese Zeit liefern die Experten der Wall Street ihre Prognosen für das neue Jahr. Normalerweise sagen diese Prognosen mehr über das vergangene als über das beginnende Jahr. Diesmal herrscht an der Wall Street eine Stimmung vor, die irgendwo zwischen düster und panisch anzusiedeln ist. Folglich ist auch die vorherrschende Meinung, dass das Jahr 2008 bestenfalls ein Kampf wird, und dass es schlimmstenfalls eine Marktabschwächung, einen einschneidenden Rückgang der Unternehmensgewinne und die schwerste Rezession seit den siebziger Jahren geben wird.

• Wenn Alger gesamtwirtschaftliche Einschätzungen formuliert, so geschieht dies in erster Linie auf der Grundlage der Unternehmen, die wir abdecken; wir beachten, was sie sagen, und beobachten, was sie tun.

• Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt es zumindest zwei Wirtschaften: die Subprime-Wirtschaft und die iPhone-Wirtschaft.

• Da gesamtwirtschaftliche Statistiken bei Anlageentscheidungen immer weniger verwendet werden, wird die Konzentration auf spezifische Unternehmen und Geschäftsmöglichkeiten immer wichtiger.

Das ganze Jahr über haben wir gesagt, dass wir für die Bereiche, die direkt vom Wohnimmobilienmarkt und dem überhöhten Engagement der Wall Street in damit verbundenen Wertpapieren beeinflusst werden, eine schwierige Zeit voraussehen. Wir brachten aber auch zum Ausdruck, dass wir nicht glauben, dass die US-Wirtschaft von dieser speziellen Krise aus der Bahn geworfen wird, und dass neben den schwachen ebenso auch starke Bereiche existieren. Es ist keinesfalls so, dass alle Boote

untergehen; vielmehr lässt die Konjunktur weiterhin keine Verallgemeinerungen zu und bietet einen scharfen Kontrast zwischen Gewinnern und Verlierern.

Wir kommen noch zu dem Thema, was wir erwarten, aber zunächst möchten wir eine Bestandsaufnahme der Treffsicherheit unserer Prognosen des Vorjahres durchführen.

• Wir sagten, das Weltwirtschaftswachstum würde kräftig bleiben und 2007 bei 3,5% liegen, während

sich das Wirtschaftswachstum in den USA wegen der Schwierigkeiten auf dem Markt für Wohnimmobilien abschwächen würde. Das Weltwirtschaftswachstum lag 2007 tatsächlich bei 3,5% (nach einigen Messungen höher, mit Sicherheit aber höher in Schlüsselmärkten wie China), und in den USA ging das Wachstum infolge der Schwäche auf dem Markt für Wohnimmobilien und des Finanzmarktes auf 2% oder weniger zurück.

• Wir sagten, der von der Inflation und den Löhnen ausgehende Druck würde begrenzt und niedrig bleiben. Die Inflation hat sich gegen Ende des Jahres zwar erhöht – zeitweise lag sie aufgrund stark gestiegener Energie- und Nahrungsmittelpreise über 4% –, aber die Kerninflation war Ende 2007 2,3% und damit niedriger als Ende 2006. Hinzu kommt, dass die Lohnstückkosten (ohne Landwirtschaft) zurückgegangen sind und die Produktivität gestiegen ist. Da das globale Lohnumfeld weiterhin zu Billigproduzenten tendiert, ist – von Nahrungsmitteln und Energie einmal abgesehen – eine allgemein verbreitete Inflation unwahrscheinlich.

• Wir sagten, die Schwäche bei Wohnimmobilien würde die Konsumausgaben nicht wesentlich beeinträchtigen. Während fast alle Strategen, Ökonomen, Kommentatoren und sonstigen Beobachter glaubten, die Konsumausgaben würden aufgrund knapperer Kredite und steigender Zahlungsausfälle und Hypothekenkündigungen zurückgehen, hat sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben bis Ende 2007 nur leicht abgeschwächt. Im dritten Quartal 2007 hat sich die Kernrate der persönlichen Konsumausgaben („core PCE“) – eine Messgröße für den privaten Verbrauch ohne Nahrungsmittel und Energie – sogar schneller erhöht als im dritten Quartal 2006. Wir haben oft gesagt, dass es den bestimmten „US-Verbraucher“ nicht gibt, und dass dadurch, dass in der Statistik über die Konsumausgaben ein solcher



zurechtgemischt wird, der falsche Eindruck entsteht, es gäbe ihn. Die im oberen Fünftel angesiedelten Einkommensempfänger in den USA geben weit mehr Geld aus als alle anderen und mehr als die Hälfte des ganzen restlichen Landes zusammen, und ihre Ausgaben werden von steigenden Nahrungsmittel- und Energiekosten oder der Schwäche im Wohnungsmarkt nicht spürbar beeinträchtigt.

- Wir sagten, die Zinsen befänden sich sowohl am langen als auch am kurzen Ende in einer mehrjährigen Phase des Rückgangs, nicht des Anstiegs. Dies hat sich eindeutig als zutreffend erwiesen: die Fed hat die Kurzfristzinsen auf 4,25% zurückgenommen, und die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen ist von 4,71% im Dezember 2006 auf 4,07% im Dezember 2007 gesunken.
- Wir sagten voraus, dass die Unternehmensgewinne hoch und die Gewinnmargen gut bleiben würden. In dieser Beziehung hatten wir nur zur Hälfte recht. Die Gewinne im Nichtfinanzsektor und in einigen Verbrauchssektoren sind in der Tat sehr hoch geblieben, und die Indizes, in denen Finanzwerte weniger Einfluss haben, wie z. B. der Russell 1000 Growth, weisen einen zweistelligen Zuwachs der Unternehmensgewinne auf. Bei den Finanzwerten gab es jedoch im dritten Quartal einen Gewinnrückgang um 22%, wodurch das Gewinnwachstum der Unternehmen im S&P 500 insgesamt in den einstelligen Bereich zurückfiel.
- Wir stellten auch die Behauptung auf, dass die Korrelation zwischen Bruttoinlandsprodukt und Unternehmensgewinnen weiter abnehmen würde. Dieser Trend hat sich klar fortgesetzt: 30-40% der Gewinne der Unternehmen im S&P 500 kamen 2007 schon von außerhalb der USA, und die Zunahme der unabhängig von der US-Wirtschaft entstandenen Gewinne liegt bequem in einem Bereich von 10-25%.
- Schließlich sagten wir, dass Verkäufe über das Internet und der elektronische Handel rasant zunehmen würden. Das war auch der Fall. Die Internetverkäufe machen schon 3,4% der Einzelhandelsumsätze aus (Anfang 2006: 2,7%). Im Festtagszeitraum 2007 nahm der elektronische Handel um 19% zu; zwischen Thanksgiving (Ende November) und Mitte Dezember wurden 23 Mrd. US-Dollar im Internet ausgegeben. Wir sagten, der elektronische Handel mit Derivaten und Wertpapieren würde zunehmen und sich internationalisieren. Das geschah sogar in noch größerem Umfang und schneller als wir dachten. Wir sagten, Energie- und Rohstoffpreise würden hoch bleiben. Der Erdölpreis durchbrach zwar nicht die 100-Dollar-Marke, kletterte aber während des ganzen Jahres und kam ihr sehr nahe, und Rohstoffe wie Kupfer und Eisenerz erreichten neue Höchstpreise. Wir

erwarteten auch robuste Ausgaben für elektronische Unterhaltung, und von den Umsatzzahlen für Videospiele und Flachfernseher wird dies bestätigt.

### DAS BILD 2008: EINE GESCHICHTE ZWEIER WIRTSCHAFTEN

Anstatt eine Tabelle von Prognosen aufzustellen, möchten wir uns lieber auf die grundlegende Frage konzentrieren, ob es in den USA eine Rezession geben wird.

Eine Mitte Dezember von CNN durchgeführte Umfrage ergab, dass 57% der Amerikaner der Meinung sind, die Rezession sei schon da, und 25% sie für Anfang 2008 erwarten. Fast 40% der befragten Ökonomen halten eine Rezession ebenfalls für wahrscheinlich.

Wenn Alger gesamtwirtschaftliche Einschätzungen formuliert, so geschieht dies in erster Linie auf der Grundlage der Unternehmen, die wir abdecken; wir beachten, was sie sagen, und beobachten, was sie tun. Wir schließen nicht aus den makroökonomischen Mustern der Vergangenheit, weil wir nicht glauben, dass diese Muster einen sinnvollen Anhaltspunkt dafür geben, in welche Unternehmen man investieren und welche man meiden sollte. Das war nie zutreffender als heute.

Die Rezessionsfrage ist aus politischer und sozialer Sicht eindeutig wichtig, aber ihr Einfluss auf die Anlageentscheidungen ist weit weniger klar. Kurz gesagt, für uns ebenso wie für jeden Anleger sollte sich an die Frage, ob es eine Rezession gibt, die Frage anschließen, was daraus folgt, und zwar in dem Sinne, wie sich eine Rezession auf die Anlageentscheidungen auswirkt. Mehrmals im 20. Jahrhundert bedeutete Rezession, dass die ganze Volkswirtschaft, von den Arbeitsplätzen bis zu den Löhnen, Einnahmen und Gewinnen, schrumpfte, und es nur wenige und begrenzte Nischen der Stärke gab. Heutzutage dagegen ist es im Falle einer Rezession wahrscheinlich, dass es große Unterschiede geben wird zwischen den Sektoren und Unternehmen, die von dem Strudel erfasst werden und denen, die von ihm verschont bleiben.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt es zumindest zwei Wirtschaften (und wir sind in der Tat der Meinung, dass es mehrere gibt): es gibt die Subprime-Wirtschaft und die iPhone-Wirtschaft.

Zur Subprime-Wirtschaft gehören im kommenden Jahr zwei Millionen Wohnhäuser, die von Hypothekenkündigungen betroffen sind, wobei die Preise schon um 5% gefallen sind und der Bestand an unverkauften Häusern die Verkäufe von neun

Monaten übersteigt und weiter zunimmt. Es ist eine Wirtschaft, die gekennzeichnet ist von Kreditverknappung, restriktiveren Kreditvergabestandards (selbst für Verbraucher mit besserer Bonität, die „Großkredite“ von über 400.000 US-Dollar nachfragen), stark zurückgehenden Wohnungsbaubeginnen und einer schrumpfenden Anzahl von Arbeitsplätzen im Baugewerbe.

Die iPhone-Wirtschaft wird verkörpert durch den Verkauf von mehr als 1,5 Millionen iPhones seit deren Einführung Anfang 2007, wobei der Endverkaufspreis von 600 US-Dollar bei Markteinführung auf zuletzt nur noch 399 US-Dollar zurückgegangen ist. Zusammen mit Peripheriegeräten und Telefonrechnungen ergibt das mehr als 1 Milliarde US-Dollar an iPhone-Ausgaben. Es handelt sich zwar nur um ein einzelnes Produkt, das aber stellvertretend ist für einen Korb von ähnlichen Artikeln, zu denen beispielsweise tragbare Navigationssysteme, PDAs und Steuergeräte für Computerspiele gehören.

Man darf berechtigterweise sagen, dass das iPhone kein Produkt der Subprime-Wirtschaft ist (oder zumindest keines sein sollte). Man darf außerdem berechtigterweise sagen, dass diejenigen, die in der Subprime-Wirtschaft leben, zwar möglicherweise das Land mit denen teilen, die in der iPhone-Wirtschaft leben, dass sie aber dennoch in vielerlei Hinsicht in einer anderen Welt leben. Dieselbe Behauptung könnte man bezüglich der iPhone-Wirtschaft gegenüber beispielsweise der Learjet-Wirtschaft aufstellen.

Wir wollen damit sagen, dass es möglich ist, dass der eine Teil der Wirtschaft – die Subprime-Wirtschaft und alles, was damit zusammenhängt, einschließlich bedeutender Brocken der Finanzinstitute und Banken der Wall Street – sich in einer Rezession befindet, und andere Teile der Wirtschaft trotzdem expandieren. Das trifft sogar ohne Berücksichtigung der globalen Konjunktorentwicklung zu, mit der eine weitere Dimension – und damit Komplikation – hinzukommt. Wir wissen zum Beispiel, dass im Ausland gehaltene US-Dollars in den USA wiederangelegt werden, und zwar in Form von Staatsanleihen oder Immobilien oder über ausländische Touristen, die in Teile des Landes strömen auf der Suche nach guten Geschäften auf der Basis eines schwachen Dollars und eines starken Euros. Der Zufluss von Geldern aus dem Ausland bzw. die Ausgaben von Nicht-US-Verbrauchern für US-Waren werden bei den Spekulationen über das kommende Jahr aber nicht immer in die Rechnung mit einbezogen. Es wurde reichlich darüber diskutiert, ob das Weltwirtschaftswachstum im Allgemeinen und das Wachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften/Chinas im Besonderen eine

Konjunkturabschwächung in den USA kompensieren können. Was wir von der Ebene einzelner Unternehmen aus feststellen können, ist, dass das globale Wachstum bisher eindeutig zur Kompensation ausreichte, und es gibt Anzeichen dafür, dass dieses Wachstum auch weiterhin der Motor vieler Unternehmen sein wird.

Wir wissen also nicht, ob es eine statistische Rezession geben oder ob die Wirtschaft gemäß den BIP-Zahlen ein leichtes Wachstum aufweisen wird. Wir wissen aber sehr wohl, dass unsere Volkswirtschaft inzwischen viel zu komplex ist und viel zu viele Variablen besitzt, als dass man sie mit einer einzigen umfangreichen Statistik erklären könnte. Wir glauben auch, dass – wie jedenfalls aus den letzten 20 Jahren zu schließen ist – die Natur der Rezessionen sich gewandelt hat. Es handelt sich dabei nicht mehr um umfassende systemische Abschwächungen, sondern um Schwächeerscheinungen in bestimmten Bereichen, denen auch Stärken in anderen Bereichen gegenüberstehen, bzw. nicht mehr um abrupte, tiefe Einbrüche, sondern um eher seichte Konjunkturflauten. Unabhängig davon, wie diese einzige Statistik im kommenden Jahr aussehen wird, sagen wir voraus, dass bestimmte Teile unserer Volkswirtschaft sich recht gut entwickeln werden, auch wenn sich andere schlecht entwickeln, und dass die iPhone-Wirtschaft voraussichtlich expandiert, auch wenn es in der Subprime-Wirtschaft, ebenso wie in Teilen des Finanzsektors, Rückgänge geben wird.

## **DIE AKTIENMÄRKTE**

Aus dem Tenor der Meldungen und der Stimmung der Anleger könnte man schließen, dass es an den Märkten im zurückliegenden Jahr entweder einen Kursrückgang von 10% oder jedenfalls keinen Anstieg gegeben hat. Aber obwohl die Kurse der Finanzdienstleistungswerte im dritten und im vierten Quartal einbrachen, sind die wichtigen Indizes im Gesamtjahr gestiegen, einige sogar recht deutlich. Wachstumsaktien mit hoher Marktkapitalisierung haben sich sogar noch besser entwickelt; der Index Russell 1000 Growth ist bis zum 21. Dezember um über 12% gestiegen. Vor einem Jahr sagten wir, dass die Aussichten für Wachstumsaktien mit hoher Marktkapitalisierung gut seien. Wir sind weiterhin der Meinung, dass viele hochkapitalisierte Wachstumsunternehmen der USA tief integriert sind in eine Weltwirtschaft, die Anzeichen einer „Entkoppelung“ von den USA zeigt und wesentlich schneller expandiert. Diese Unternehmen wachsen kräftig in so unterschiedlichen Regionen wie Lateinamerika, der Golfregion und insbesondere China mit seinen 300 Millionen Verbrauchern, 50 Millionenstädten und dem fortgesetzten Aufbau einer

Infrastruktur und einer Konsumwirtschaft. Diese Regionen stellen für viele an US-Börsen gehandelte Unternehmen neue Märkte und neues Geschäft dar. Und dennoch hat dieses Wachstum bei vielen dieser Unternehmen nicht zu einer Ausweitung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses geführt; zwar hielten sie sich gut, aber sie haben sich in diesem Jahr nicht überdurchschnittlich entwickelt. Deswegen glauben wir, dass sie für das vor uns liegende Jahr Potenzial haben.

Und wenn unsere Meinung richtig ist, dass gesamtwirtschaftliche Statistiken bei Anlageentscheidungen immer unwichtiger werden, wird die Konzentration auf spezifische Unternehmen und Geschäftsmöglichkeiten wichtiger denn je. Viele aktive Anlagemanager (und besonders solche, die auf Wachstumswerte setzen), die sich auf Fundamentaldaten konzentrieren, haben ihre jeweiligen Indizes schon jetzt einfach deshalb übertroffen, weil sie die Flexibilität haben, auf Stärken zu achten und schwächere Bereiche der Gesamtwirtschaft und der Märkte zu meiden. So, wie sich das kommende Jahr offenbar abzeichnet, wird das künftig genauso wichtig sein, wie es auch 2007 war.

Unsere Prognosen sind dieses Jahr etwas weniger spezifisch, aber dies entspricht unserer Sicht, dass gesamtwirtschaftliche Prognosen immer weniger nutzen und möglicherweise sogar dem Auffinden der besten Anlagemöglichkeiten abträglich sind. Wir haben immer die Risiken und potenziellen Fallstricke vor Augen und sind dabei trotzdem immer bemüht, Anlagemöglichkeiten und Stärken zu entdecken, auch wenn die vorherrschende Stimmung ins Negative umschlägt. Die Welt ist selten oder nie schwarz-weiß, und eine Haltung, aus der einfach nur Optimismus oder Pessimismus sprechen, täuscht eine Sicherheit vor, bei der das wirkliche Verständnis der uns umgebenden Komplexität auf der Strecke bleibt. Die berühmte Zeile „Es war die beste und die schlechteste aller Zeiten...“ sollte uns daran erinnern, dass die Welt oft eher eine Mischung aus hell und dunkel oder gut und schlecht ist als entweder das eine oder das andere. Damit ist das abgelaufene Jahr sicherlich treffend beschrieben, und man kann darauf setzen, dass diese Beschreibung auch für das vor uns liegende Jahr zutrifft.

*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 unregelmäßig 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



ALGER

ausschließlich Personen ausgehändigt werden, die zur Durchführung von Kapitalanlagetransaktionen 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.