

Vorsicht, Herdentrieb!

Bei den Immobilien gibt es das altbekannte Sprichwort, dass sich alles um drei Dinge dreht: „die Lage, die Lage und die Lage.“ Entsprechend passt zu diesem von unserer Hypothekenkrise beherrschten Winter auch der Spruch, dass sich bei Konjunktur und Märkten alles um drei Dinge dreht: „die Rezession, die Rezession und die Rezession.“

Die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten für Januar waren ohne Frage fast ausnahmslos schlecht: ein anämischer Bericht vom Arbeitsmarkt, mit dem der erste Rückgang (-17.000) der Zahl der Beschäftigten seit 2003 gemeldet wurde, auch wenn die Arbeitslosenquote leicht auf 4,9% zurückging; eine erste Schätzung zum

BIP-Wachstum des vierten Quartals 2007, nach der die Gesamtwirtschaft nur um 0,6% gewachsen ist; eine Umfrage zur nichtindustriellen Aktivität (der „Non-Manufacturing ISM“-Index), die im monatlichen Vergleich den steilsten Rückgang in der Geschichte der Umfrage zeigt; Einzelhandelsumsätze der größeren Warenhausketten wie Macy's und Nordstrom's, die nur insofern positiv waren, als sie nicht so hoffnungslos negativ waren, wie viele erwartet hatten; und fortgesetzte Hiobsbotschaften im Finanzdienstleistungssektor aufgrund von Engagements in Subprime-Hypotheken und den verschiedenen damit zusammenhängenden Derivaten.

Es wäre schön, wenn man sagen könnte, die Märkte haben diese Entwicklungen gut verkraftet. Das war aber nicht der Fall. In der ersten Februarwoche verzeichneten sowohl der S&P 500 (minus 9,3%) als auch der Nasdaq (minus 13,2%) die schlechteste Wertentwicklung, die sie jemals zu Beginn eines Jahres hatten. Zwar ist es oft so, dass die Märkte schlecht begonnene Jahre im Aufwärtstrend beenden,

aber die Tiefe, das Tempo und die Intensität der Verkaufswelle von Januar und Anfang Februar haben die Anleger für die Zukunft nicht gerade zuversichtlich gestimmt. Auch an den globalen Märkten, an denen die Probleme in den USA noch keine fundamentale wirtschaftliche Schwäche hervorgerufen haben, gab es eine Verkaufswelle, und bisher stark nachgefragte Aktienmärkte aufstrebender Volkswirtschaften wie China und Indien übertrafen den Kursrückgang in den USA noch und verloren innerhalb von ein paar Wochen mehr als 20%.

Auch wenn die Wirtschaftsdaten eine beträchtliche Verlangsamung und Schwächung des privaten Verbrauchs anzeigen, ist es noch nicht sicher, dass die Wirtschaft als Ganzes offiziell in eine Rezession eingetreten ist. Trotzdem glaubt dies eine deutliche Mehrheit der US-amerikanischen Öffentlichkeit, ganz zu schweigen von den Investoren außerhalb der USA. In der letzten AP-Umfrage waren 61% der Befragten sicher, dass die Wirtschaft bereits schrumpft, und viele sind ebenso besorgt im Hinblick auf die Auswirkungen der Baisse am Aktienmarkt auf ihre Altersvorsorge. Hieraus entsteht offensichtlich eine psychologische Sperre für aggressive und leichtsinnige Ausgaben, die in den letzten Jahren für das Verhalten einiger Verbraucher kennzeichnend waren. Kreditkartenunternehmen melden schon, dass die US-Bürger (wie aus der nur sehr leichten Zunahme der revolvingen Schuld im Dezember geschlossen wird) mehr bar bezahlen und weniger auf Kredit kaufen; das mag langfristig per Saldo für die einzelnen Verbraucherbilanzen positiv sein, aber für den privaten Verbrauch, der 70% der Wirtschaftstätigkeit der USA ausmacht, ist es kurzfristig eindeutig negativ.

UND TROTZDEM...

Die Herdenmentalität der Märkte wirkt in beide Richtungen: sie neigt zu irrationalem Überschwang ebenso wie zu übertriebenem Pessimismus. In beiden Richtungen werden anderslautende Stimmen abgetan, missachtet und zurückgewiesen. Im aktuellen Marktumfeld

- Die Herdenmentalität der Märkte wirkt in beide Richtungen: sie neigt zu irrationalem Überschwang ebenso wie zu übertriebenem Pessimismus. In beiden Richtungen werden anderslautende Stimmen abgetan, missachtet und zurückgewiesen.
- Für Investoren, die ihre Entscheidung auf Basis fundamentaler Einschätzungen treffen, ist es in kurzen Zeiträumen schwer, eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zu erzielen, wenn sich die Aktienkurse in die entgegengesetzte Richtung zu ihren Fundamentaldaten bewegen.
- Nach unserer Meinung befindet sich das System in einer Korrekturphase, ist aber nicht zusammengebrochen; es findet eine Bodenbildung statt, kein Bodenentzug; und die Anlagegelegenheiten nehmen stark zu, nicht ab.



haben wir eine kritische Masse an Negativität erreicht; der Konsens diktiert, dass wir in der Rezession sind, dass die Gewinnerwartungen der Wall Street für das vor uns liegende Jahr unrealistisch hoch sind, und dass das künftige Wachstum wahrscheinlich minimal oder überhaupt nicht vorhanden sein wird. Jeder Indikator wird durch diese Negativitätslinse gesehen, und den Anzeichen, die in andere Richtungen weisen, wird mit Skepsis begegnet, oder sie werden einfach ignoriert.

Als Anleger halten wir es in der gegenwärtigen Verfassung der Märkte für angeraten, eine konservative Einschätzung der Wirtschaft und der künftigen Gewinne zu haben. In einer Zeit, in der negative Unternehmensergebnisse starke Verkäufe bei den betroffenen Aktien auslösen und gute Ergebnisse schnell in Vergessenheit geraten (es sei daran erinnert, wie es Microsoft ging: das sehr gute Ergebnis ließ den Aktienkurs allenfalls für ein paar Tage klettern), sind die Anleger gut beraten, wenn sie rigoros Basisszenarien und pessimistische Szenarien bewerten und Titel meiden, bei denen das Kursrisiko höher ist als das Aufwärtspotenzial.

Andererseits wissen wir aber auch, dass die Herde nicht immer bzw. noch nicht einmal normalerweise Recht hat, und dass dann, wenn der Konsens so eindeutig auf eine Richtung festgelegt ist, normalerweise Anlagechancen ungenutzt bleiben und Ineffizienzen entstehen.

Zunächst einmal zeigt die Erfahrung der Jahre 1990/1991, dass Aktienkurse und Konjunktur sich nicht notwendigerweise synchron bewegen müssen. Oft wird richtigerweise gesagt, dass Aktienmärkte Vorwegnahmemechanismen sind und künftige Erwartungen mit einpreisen. Das bedeutet, dass Aktien oft abgestoßen werden und einen Tiefpunkt erreichen, bevor das bei der Wirtschaft insgesamt und den Eckdaten der Fall ist, und deshalb gehen die Aktienkurse oft bereits während und am Ende von Rezessionen in die Höhe. Gegen Ende Januar war möglicherweise eine solche Tendenz zu erkennen, als die – nach ihren Eckdaten – zwei schlechtesten Sektoren des Aktienmarktes, nämlich Finanzdienstleister und Gebrauchsgüter, die höchsten Kursgewinne erzielten (die Gewinne im Finanzsektor sind beispielsweise um 90% zurückgegangen, während der Sektor im Vergleich zum S&P 500, der im vierten Quartal 2007 um 6,1% zurückging, nur 0,55% verloren hat). In der gleichen Zeit schnitt der Technologiesektor, der nach seinen Eckdaten der beste ist, am schlechtesten ab (die Gewinne im Technologiesektor sind bis dato um 27% gestiegen, während die Technologieaktien im S&P 500 im Januar um 12,5% gefallen sind). Die anhaltenden schlechten Nachrichten und Milliardenabschreibungen im Finanzsektor sind möglicherweise schon in den Kursen enthalten, auch wenn die wirtschaftlichen Aussichten für die betreffenden Unternehmen in den nächsten Quartalen möglicherweise noch schwierig bleiben.

Für Investoren, die ihre Entscheidung auf Basis fundamentaler Einschätzungen treffen, ist es in kurzen Zeiträumen schwer, eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zu erzielen, wenn sich die Aktienkurse in die entgegengesetzte Richtung zu ihren Fundamentaldaten bewegen. Das ist regelmäßig der Fall, besonders dann, wenn die Anleger unsicher sind oder zwischen künftigen Erwartungen und den jeweiligen aktuellen Meldungen eine Diskrepanz herrscht. Langfristig ist es aber doch so, dass die Fundamentaldaten für die Aktienkurse die Richtung vorgeben, und den jetzigen Zeitpunkt schätzen wir so ein, dass in den Bewertungen im Wesentlichen die Möglichkeit einer Rückkehr des Wachstums vorweggenommen wird.

Selbst wenn sich die schlimmen Konjunkturerwartungen bewahrheiten sollten, so glauben doch nur wenige, dass uns eine langanhaltende oder schwere Schrumpfung der Wirtschaft bevorsteht. Hier ist zum Vergleich ein kurzer Blick auf die letzte Rezession aus dem Jahr 2001 angebracht. Die letzte Rezession von 2001 zählte im Hinblick auf eine Abnahme der Aktivität gar nicht klar als Rezession, obwohl sie begleitet wurde von einem scharfen Kursrückgang, insbesondere im technologie- und telekomlastigen Nasdaq, der noch heute, sieben Jahre danach, nicht wieder die Hälfte seines Rekordniveaus vom März 2000 erreicht hat. Der Kursrückgang fand damals von einem sehr hohen Bewertungsniveau aus statt: Die Aktien im S&P 500 und im Nasdaq wurden am zweiten Januar 2001 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 26 bzw. 82 gehandelt.

Im Wesentlichen wurde der Konjunkturrückgang des Jahres 2001 von der Abnahme der Unternehmensausgaben, einer Verringerung der Lagerbestände und einem schmerzlichen Rückgang der auf hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen befindlichen Aktienkurse verursacht. Heute dagegen sind die Unternehmensbilanzen genau so stabil und tadellos, wie sie immer waren, die Schulden sind gering und die Liquiditätsbestände hoch, und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse im S&P 500 betragen kaum 15 – das ist nicht gerade der typische Ausgangspunkt für scharfe Kurskorrekturen nach unten.

Das Finanzsystem und die Verbraucher im Allgemeinen stehen gegenwärtig gewiss unter Druck, und wenn es eine Rezession gibt, so ist sie auf das giftige Hypothekenchaos und seine Folgen in Verbindung mit leicht zugänglichen Krediten und die hierdurch möglich gewordenen Verbrauchsausgaben in den USA zurückzuführen. Aber die meisten negativen Konjunkturszenarien sind an den Märkten schon eingepreist. Das bedeutet ganz einfach,

dass, wie auch immer die Konjunktur sich entwickeln mag, wir der Meinung sind, dass es jetzt angebracht ist, vorauszudenken, und das besonders nach Kurseinbußen von fast 20% seit den Höchstständen vom Herbst 2007.

Für diese Erklärung ist kein besonderer Optimismus nötig. Sogar in einer der pessimistischsten Informationsschriften, dem Dow Theory letter von Richard Russell, war kürzlich zu lesen, dass die vom Dow im Januar erreichten Tiefstände wahrscheinlich die Tiefstände dieses Zyklus darstellen. Das bezieht sich allein auf den Aktienmarkt, nicht auf die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten.

WAS DIE ECKDATEN ANBELANGT...

Nach einer weit verbreiteten Ansicht befinden wir uns in einer Rezession. Aber, wie wir schon in unserem letzten Kommentar fragten, was folgt daraus? Was bedeutet das für die Anleger? Sicherlich gibt es weitreichende soziale und politische Implikationen, von den Auswirkungen auf die US-Präsidentschaftswahl über das kürzlich verabschiedete Konjunkturprogramm im Umfang von 160 Mrd. US-Dollar oder mehr, das für jeden US-Steuerzahler Erleichterungen mit sich bringt, bis zu den aggressiven Zinssenkungen, die die Fed gerade durchführt. Doch was bedeutet das für die Anlageentscheidungen?

Heute publiziert die Wall Street eine Masse von Empfehlungen, „wie die Rezession am Kapitalmarkt zu spielen ist“; dabei wird auf frühere Zyklen geschaut und versucht abzuschätzen, welche Aktientypen in den verschiedenen Stufen funktionieren. Meistens wird empfohlen, eine defensive Haltung einzunehmen, auf Verbrauchsgüter („die Menschen müssen ja schließlich etwas essen“) und Gesundheitsdienstleister (die Menschen werden alt oder krank, egal, wie die Wirtschaft läuft) abzustellen und konjunkturrempfindliche Aktien wie Technologie- und Industriewerte zu verkaufen.

Das ist die konventionelle Weisheit, aber bis sie sich herumgesprochen hat, ist es oft zu spät. Sie geht auch davon aus, dass die Welt so handelt wie bisher, und in einer Zeit globaler Kapitalflüsse, sehr niedriger Zinsen und zunehmender Engagements an Nicht-US-Märkten sollte man ernsthaft daran zweifeln, dass das, was in der Vergangenheit funktioniert hat, eine brauchbare Richtschnur darstellt für das, was in der Zukunft funktionieren wird.

Nach dem oben erwähnten Verhaltensmuster wurden beispielsweise Grundstoff- und Industriewerte schon verkauft, aber viele Basismetallproduzenten, die im allgemeinen Infrastrukturausbau in China und anderen

Ländern engagiert sind, melden weiterhin steigende Preise und Gewinne. Weltweit operierende Industrieunternehmen melden Gewinne, die zeigen, dass die erwartete US-Konjunkturschwäche von einer unglaublich starken Endnachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften überlagert wird. Und Konsumgüterhersteller mit globaler Reichweite stellen ähnliche Trends fest.

Die Entwicklung der Weltwirtschaft insgesamt muss im Auge behalten werden, aber viele Anleger haben sie in den letzten zwei Monaten vergessen. Von asiatischen Fonds wurden in den vergangenen acht Wochen beispielsweise 10 Mrd. US-Dollar abgezogen; das ist mit 4,7% aller Fondsmittel fast so viel, wie 2001 insgesamt abgeflossen ist. Die Anleger haben also in beträchtlichem Ausmaß Negativentwicklungen vorweggenommen, woraus zu schließen ist, dass die starken globalen Eckdaten sehr bald Aktienkurse und Kapitalflüsse diktieren werden.

Schließlich zeigen auch bei den gesamtwirtschaftlichen Eckdaten selbst nicht alle Indikatoren in die gleiche rückhaltlos negative Richtung. Es bleiben beträchtliche Unterschiede zwischen den Verbrauchern des oberen und des unteren Marktsegments bestehen, zwischen dem, was wir als die „iPhone-Wirtschaft“ und als die „Subprime-Wirtschaft“ bezeichneten. Es ist zwar richtig, dass das Bild im Januar, separat betrachtet, sehr schlecht war, aber man sollte nie von einem Monat aus extrapolieren. Wahrscheinlich haben die US-Verbraucher ihr Ausgabeverhalten Ende 2007/Anfang 2008 angesichts der eskalierenden Ängste in Bezug auf Verschuldung, Kredit und Hauspreise zu verändern begonnen. Aber jetzt, bei sinkenden Zinsen und endlich auch sinkenden LIBOR-Sätzen, fangen die Verbraucher an, nach vorne zu schauen. Die Anträge auf Hypothekenrefinanzierung sind auf dem höchsten Stand seit Jahren; laut Refi-Index ist ihre Zahl von 1.500 auf 4.500 gestiegen. Das Konjunkturprogramm mag nur dazu führen, dass jede Familie 1.000 US-Dollar mehr zur Verfügung hat, aber auch das könnte alleine schon eine spürbare BIP-Ausweitung im zweiten und dritten Quartal bewirken. Außerdem mehren sich die Anzeichen, dass viele der Zahlungsverzüge bei Krediten für Wohnimmobilien nicht auf Zahlungsunfähigkeit zurückzuführen waren, sondern dass die Hypothekenschuldner vom Preisverfall betroffene Häuser, deren Marktwert deutlich unter den Preis gesunken war, den sie ursprünglich bezahlt hatten, einfach verließen. Anstatt weiterhin die Hypothek auf ein Haus mit negativem Eigenkapital zu bezahlen, opferten sie lieber die Anzahlung (die möglicherweise sowieso geringfügig

war) und vergaßen ihre Fehlinvestition, wobei ihr Kreditrating unbeeinträchtigt blieb, da die Gesetze der Bundesstaaten die Bürger im Falle von Zahlungsverzügen bei Eigenheimen vor den Kreditagenturen abschirmen.

Es gibt auch einen globalen Liquiditätsfaktor X. Weltweit ist noch sehr viel Liquidität und billiges Geld vorhanden, von den 3 Billionen US-Dollar in Sovereign Wealth Fonds über die Ersparnisse von Milliarden Verbrauchern bis zu den Billionen Dollars an Währungsreserven von Gläubigernationen wie Japan und China. Wie und ob dieses Kapital seinen Weg in das zusammengebrochene Kreditssystem der USA findet, bleibt unsicher, aber in einer Welt, in der es nur wenige wirksame Kapitalkontrollen gibt, fließt das Kapital – nach der Theorie – dahin, wo es die höchste Rendite erzielt, und das bedeutet, wenn wir mit unserer Annahme Recht haben, dass viele US-Vermögenswerte vom Markt unterbewertet sind (nicht Immobilien, aber Aktien), so wird das Auslandskapital in die USA fließen und unsere Wirtschaft ankurbeln.

Der Anfang des Jahres 2008 war für die Märkte sehr schmerzlich, sowohl in den USA als auch weltweit. Die Verkaufswelle vollzog sich schnell und fast lautlos, und wenige Namen oder Investoren entkamen ihr ungeschoren. In diesem von Ängsten und Pessimismus geprägten Klima ist das Gegenmittel nicht Optimismus, sondern die klare Erkenntnis, dass scharfe Korrekturen oft ein großes Potenzial bergen, das nur von wenigen genutzt wird – so ist das mit der menschlichen Psychologie und den Märkten. Wenn wir die Bewertungen betrachten, die Fundamentaldaten einzelner Unternehmen betrachten und das globale wirtschaftliche Umfeld betrachten, so sehen wir ein System, das sich in einer Korrekturphase befindet, aber nicht zusammengebrochen ist; eine Bodenbildung, keinen Bodenzug; und stark zunehmende, nicht schrumpfende Anlagegelegenheiten.

*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.