

*Sommerrutsch*

Wäre Shakespeare noch am Leben, hätte er möglicherweise von einem „Sommer unserer Unzufriedenheit“ gesprochen. Kurz, wir haben die Mitte eines schwierigen Jahres erreicht. Die ersten sechs Monate waren von schwierigen Bedingungen am Aktienmarkt der USA, an den Aktienmärkten weltweit und an vielen Rentenmärkten gekennzeichnet. Wenigen Volkswirtschaften blieben die Herausforderungen erspart, die mit steigenden Rohstoffkosten und abnehmendem Wachstum verbunden sind, und in der Öffentlichkeit nimmt die Beunruhigung über die konjunkturelle Verfassung und den Zustand der Nation zu. Umfrageergebnisse lassen vermuten, dass das Verbrauchervertrauen sich im freien Fall befindet, seit der Benzinpreis die Marke von 4,00 US\$ pro Gallone erreicht hat. Von solchen Bedenken verschont blieben nur diejenigen Regionen der Welt, die von dem jähen Anstieg der Rohstoffpreise profitieren, und natürlich China, dessen beeindruckende Expansion sich trotz einer starken Verkaufswelle am Aktienmarkt und höherer Inflation fortsetzt.

Es wäre töricht, die Tatsache verschweigen zu wollen, dass die gegenwärtige Zeit sowohl für die Märkte als auch für das allgemeine Klima im Hinblick auf die Konjunktur und den Zustand der Nation schwierig ist. Der Vertrauensschwund bei Verbrauchern und Unternehmen ruft bedeutenden Gegenwind hervor, und solange das so bleibt, dürften sich die Märkte weiterhin abwärts bzw. seitwärts bewegen. Obwohl wir der Meinung sind, dass die Fundamentaldaten vieler Unternehmen und bestimmter Bereiche der Volkswirtschaft immer noch recht solide sind (mehr dazu weiter unten), bestreiten wir nicht, dass die gegenwärtige Psychologie der Märkte an sich ein Problem ist.

Der S&P 500 verzeichnete im ersten Quartal einen der stärksten Rückgänge seit Jahren, und es sieht ganz danach aus, als würde das erste Halbjahr nicht viel besser enden. Seit 2004 ist die Volatilität des Marktes, verglichen mit ihrer längerfristigen Entwicklung, gering; in den letzten Jahren bewegte sie sich in einer Bandbreite, deren Ober- und Untergrenze 14% auseinanderlagen, während die Norm für diesen Abstand seit 1945 bei 25% gelegen hatte. Der Dow und der S&P 500 erreichten am 10. März

2008 mit 11740,15 bzw. 1273,37 ihre Jahrestiefstände; die Volatilität nimmt wieder zu und könnte 2008 zu dieser Norm zurückkehren. Wir wissen, das klingt ominös. Aber in unserer Sicht werden damit das zunehmend attraktive Chancen-Risiko-Verhältnis, das der Markt heute bietet, und wenn wir in der Sommerflaute eine weitere Chance sehen, die Herausbildung einer überzeugenden Kaufgelegenheit unterstrichen.

Zur Jahresmitte hielten wir das für einen passenden Anlass, kurz die wichtigsten volkswirtschaftlichen Indikatoren und die Auswirkungen auf die Aktienmärkte für den Rest des Jahres durchzugehen.

**DAS GRUNDSÄTZLICHE KONJUNKTURBILD**

Zwar glauben die meisten Leute, die US-Wirtschaft befinde sich in einer Rezession, aber bei der umfassendsten Messgröße für die Volkswirtschaft – das BIP – ist bisher noch kein Rückgang festzustellen. Das Wirtschaftswachstum des ersten Quartals wurde auf 0,9% hochrevidiert, was zum Teil auf die der Dollarschwäche und der Begehrtheit von Industriegütern aus den USA zu verdankende Stärke des US-Exports zurückzuführen war. Sowohl die Kommentare in den Medien als auch der Tenor im Präsidentschaftswahlkampf erwecken den Eindruck, dass die meisten Leute die USA als Industrienation nicht mehr für konkurrenzfähig halten. Die Wahrheit ist aber nicht so einfach. Die USA sind nicht mehr dazu in der Lage, Billigwaren billig herzustellen, aber der US\$-Gesamtwert der in den USA produzierten Waren ist seit 1998 tatsächlich um 22,0% gestiegen – auch wenn in der verarbeitenden Industrie 4 Millionen Stellen verloren gingen. Das ist zugegebenermaßen kein beeindruckendes Wachstum, aber es berücksichtigt auch den Lagerabbau und die anschließende Rezession der Jahre 2001/2002. Konkreter ausgedrückt: es werden immer weniger Personen gebraucht, um diese Waren zu produzieren, und die Produktivitätszunahme war im ersten



Quartal mit 3,3% gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum weiterhin hoch. Das zeigt nur, dass wir auf Kosten der Beschäftigung effizienter werden. Oft wird gesagt, Globalisierung und freier Handel seien an dem Verlust von Arbeitsplätzen schuld, aber ein wichtigerer Grund ist, dass in der verarbeitenden Industrie – wie im 20. Jahrhundert in der Landwirtschaft – zunehmend Technologie und immer weniger Menschen eingesetzt werden.

Die Beschäftigungslage hat sich verschlechtert; die Arbeitslosenquote hat sich von 5,0% im Mai auf 5,5% im Juni erhöht. Dieser Anstieg war aber nicht so schwerwiegend, wie es zunächst den Anschein hatte. Er war weitgehend darauf zurückzuführen, dass mehr junge Menschen in den Arbeitsmarkt eintraten und nicht so schnell Arbeit fanden, und weniger eine Folge von Massenentlassungen. Auch in den mit der verarbeitenden Industrie, dem Wohnungsbau und der Bauindustrie verbundenen Sektoren ging die Beschäftigung zurück. Was auch immer die Ursache war, der Inflationsanstieg und die Verschlechterung am Arbeitsmarkt bei wenig Hoffnung auf steigende Löhne hat bei vielen ein ungutes Gefühl hervorgerufen. Das Ganze wurde noch verschlimmert von einer kontinuierlichen Verschlechterung am Wohnungsmarkt, strengeren Kreditvergabestandards und insbesondere dem Anstieg des Benzinpreises auf mehr als 4,00 US\$ pro Gallone Mitte Juni.

Die Inflation bereitet sowohl den US-Bürgern als auch der US-Zentralbank zunehmend Sorgen. Fed-Chef Ben Bernanke und seine Kollegen setzen ihre Gratwanderung zwischen einem in Schwierigkeiten befindlichen Kreditmarkt, angeschlagenen Investmentbanken, schwachem Wachstum und aufgrund der Rohstoffkosten steigender Inflation fort. Nachdem die Fed unter seiner Führung die Fed Funds Rate auf 2,0% gesenkt hat, um eine Verschlimmerung der Kreditkrise abzuwenden, muss Bernanke nun prüfen, ob die Inflationsängste eine Zinsanhebung rechtfertigen. Der Verbraucherpreisindex (in den auch die Preise für Nahrungsmittel und Benzin einfließen) bewegt sich auf einem erhöhten Niveau von mehr als 4,0% und damit leicht über dem BIP-Wachstum oder dem Wachstum der Einkommen der Privathaushalte. Das bedeutet, dass die Inflationsrate insgesamt gesehen die Einkommen schneller aushöhlt, als die Einkommen oder die nationale Produktion dies kompensieren können.

Während die Anleger abzuschätzen versuchen, was die Fed tun wird, muss man sich fragen, wieviel das überhaupt ausmacht. Im Laufe des letzten Jahrzehnts wurde die Fähigkeit der Fed – und der Zentralbanken allgemein –, die Marktzinsen zu bestimmen, nach unserer Ansicht

immer geringer. 2002 erreichte die Fed Funds Rate einen Tiefpunkt von nur noch 1,2%; danach wurde sie bis auf 5,25% im vergangenen Jahr erhöht, um dann wieder auf den aktuellen Satz von 2,0% zurückgenommen zu werden. Dagegen blieb der Marktzins in einem viel engeren Band: für die zehnjährigen US-Staatsanleihen im Wesentlichen bei 4,0% plus oder minus 50 Basispunkten, außer einem kurzen Anstieg in die Nähe von 5%. Ob die Fed ihre Zinssätze im laufenden Jahr um 25 Basispunkte erhöht oder nicht, hat wahrscheinlich wenig Auswirkungen – nicht nur auf die Gesundheit der Konjunktur insgesamt, sondern auch auf die Marktzinsen.

Zweifellos werden die Konjunktursorgen von der Präsidentschaftswahl und den vielen spannenden Rennen für das Abgeordnetenhaus und den Senat nur vergrößert. Eines scheint uns jedoch ziemlich sicher: Unabhängig davon, ob im November Obama oder McCain gewinnt, werden die Auswirkungen auf die Konjunktur wahrscheinlich geringer sein als in der Vergangenheit. Nach unserer Ansicht wird die US-Konjunktur jetzt mehr von globalen Kräften bestimmt, und das verblüfft uns alle und macht es für die Regierung schwieriger, ihren Einflussbereich abzustecken. Bei anderen Themen haben wir den Eindruck, dass McCain und Obama eine eher ähnliche Linie verfolgen, insbesondere in Bezug auf die Notwendigkeit, das Gesundheitssystem zu reformieren und alternative Energien zu nutzen. Wir werden uns mit diesen Fragen in unserem nächsten Kommentar beschäftigen, glauben aber, dass Energie- und Gesundheitspolitik ähnlich sein werden, egal, welche Partei gewinnt.

Zunächst einmal bleibt jedoch die Inflationsdebatte ein wichtiges Thema, wobei allerdings übersehen wird, dass es immer noch wenig Anzeichen dafür gibt, dass die höheren Nahrungsmittel- und Benzinpreise auf die Endprodukte durchschlagen. Die Kerninflation beträgt nur 2,1%, was nach jedem Maßstab sehr wenig ist. Da die Löhne nicht steigen, ist es für die meisten Unternehmen sehr schwer, die steigenden Produktionskosten an die Verbraucher weiterzugeben. Mit anderen Worten, die Unternehmen absorbieren die höheren Energie- und Rohstoffkosten eher, als dass sie sie an die Verbraucher weitergeben würden.

Natürlich gibt es diesbezüglich Ausnahmen: Logistikunternehmen wie UPS verlangen Aufschläge für Treibstoffkosten, und das tun auch Fluggesellschaften sowie einige Chemie- und Düngemittelunternehmen. Die Ausgabeentscheidungen werden zusätzlich beeinflusst von der in der Bevölkerung vorhandenen Inflationsempfindung. Zigmillionen von Verbrauchern haben den Eindruck, dass

ihre Einkommen immer weniger wert werden, denn jedesmal, wenn sie volltanken, müssen sie mehr bezahlen und haben weniger für andere Ausgaben übrig. Aber auch diese Entwicklung relativiert sich in der längerfristigen Betrachtung. Von 2000 bis Ende 2006 nahm der Anteil der Nahrungsmittelausgaben an den Einkommen der privaten Haushalte von 12,5% auf 10,5% ab, und die Energiekosten stiegen von 7,2% auf knapp 8,0%. Mit der starken Veränderung seit Anfang 2007 hat die Belastung zugenommen, aber der Anteil dieser Ausgaben hat noch nicht wieder das Niveau von 2001 erreicht. Während die niedrigeren Einkommensstufen, bei denen hinsichtlich des verfügbaren Einkommens nur eine geringe Elastizität besteht, hart getroffen sind, ist die Situation komplizierter und unterschiedlicher, als aus den Gesamtzahlen hervorgeht.

Indessen steigen die Inflationserwartungen, und auch in dieser Hinsicht könnte das Ausgabeverhalten stärker von den Empfindungen geprägt werden als von den volkswirtschaftlichen Tatsachen – zumindest kurzfristig. Auch hier sind die Indikatoren uneinheitlich. Im Mai sind die Einzelhandelsumsätze um 1,0% gestiegen, was teilweise auf die Anfang des Monats verschickten Steuerrückzahlungsschecks zurückzuführen ist, aber das reicht für eine Erklärung der Zunahme nicht aus. Wie es auch in der Vergangenheit schon so oft der Fall war, neigen die Leute dazu, einfach das Geld auszugeben, das ihnen zur Verfügung steht, während ihre Stimmungslage keinen Einfluss auf das Ausgabeverhalten hat.

Es ist inzwischen üblich, die gegenwärtige Situation mit den 1970er Jahren zu vergleichen; dabei besteht allerdings gegenüber der Stagflation der 1970er Jahre der gewaltige Unterschied, dass es gegenwärtig keine klare und allgemeine Konsumgüterinflation gibt und die Zinsen noch niedrig sind.

Und dann stellt sich die Frage, wie es in dieser schwierigen Zeit um die Gewinnmargen und die Gesundheit der Unternehmen bestellt ist. Dies wiederum hat direkte Auswirkungen auf Aktien und Bewertungen sowie darauf, was nach unserer Meinung die Märkte in diesem Jahr noch erwartet.

## AKTIEN UND SO WEITER

Obwohl die Annahme, dass die Unternehmen früher oder später dazu übergehen werden, die höheren Einsatzkosten an die Verbraucher weiterzugeben, weit verbreitet ist, darf sie angezweifelt werden. Bisher haben höhere Kosten auch höhere Lohnkosten nach sich gezogen, da die Arbeitnehmer

von den Unternehmen höhere Einkommen verlangten. Heute jedoch ist die Gewerkschaftsbewegung überall geteilt, ausgenommen Europa. In der Welt insgesamt stagnieren die Löhne oder nehmen ab, da – bei gleichbleibendem Durchschnitt in den USA und Europa – die Nichtindustrieländer mit einer wesentlich niedrigeren Lohnbasis zunehmend in den Weltarbeitsmarkt integriert werden. Das bedeutet, dass das obere Ende der Lohnskala stagniert, auch wenn ein Großteil der Nichtindustrieländer reicher wird.

Da die Kaufkraft der Verbraucher nicht zunimmt, stehen die Unternehmen unter einem großen Druck, die Preise für Produkte des Endverbrauchs zu erhöhen. Außer bei Endprodukten ist die Inflation, wie oben erwähnt, spürbar. Energie ist offensichtlich einer der Sektoren, in dem die Preise steigen. Erdöl erreichte in der am 16. Juni beginnenden Woche einen neuen Rekordpreis von 140 US\$ pro Barrel und ging dann wieder auf das immer noch hohe Niveau von 130 US\$ zurück. Der Anstieg der Nahrungsmittelpreise hat sowohl klare Ursachen als auch – wenige – klare Lösungen. Da die Ölkosten höhere Düngerkosten nach sich ziehen und die wohlhabender werdende Bevölkerung in China und Indien mehr Fleisch und mehr Kalorien konsumiert, könnten die Preise für Nahrungsmittel noch eine Zeitlang weiter steigen. Subventionen für aus Mais gewonnenes Äthanol haben außerdem zu einer starken Erhöhung der Maispreise geführt, wovon die Preise vieler verarbeiteter Nahrungsmittel, die Süßstoffe auf Maisbasis oder Maismehl enthalten, betroffen sind. Unternehmen, die auf diesem Sektor tätig sind, haben Preissetzungsmacht und haben dies auch ausgenutzt.

Unternehmen, die an andere Unternehmen verkaufen, waren ebenfalls im Vorteil. Die Herstellerpreise sind (nach dem Produzentenpreisindex) wesentlich schneller gestiegen als die Verbraucherpreise, und zwar um beeindruckende 8,6%. Diejenigen Unternehmen, die diese höheren Preise bezahlen müssen, versuchen, ihre Gewinnspannen und Rentabilität zu erhalten, aber diejenigen, die die Preise festsetzen können, haben sehr viel höhere Gewinne erzielt. Viele der Unternehmen, die in die Defensive gedrängt sind, produzieren Einrichtungen, die für den globalen Ausbau der Industrie unerlässlich sind, andere wiederum liefern Güter und Dienstleistungen, die nicht ersetzbar sind, wie z.B. Spezialtechnologie oder -maschinen.

Schließlich gibt es Markenhersteller von Konsumgütern, deren Waren und Dienstleistungen als so einzigartig gelten, dass sie nicht durch gleichwertige Waren ersetzt

werden können, auch nicht zu niedrigeren Preisen. Gute Beispiele hierfür sind Unternehmen wie Apple® und Research in Motion, bei deren elektronischen Spitzenprodukten die Loyalität der Kunden so groß ist, dass sie die Preise diktieren können. Damit wird nicht behauptet, dass ihre Preise immer hoch sein werden – selbst Apple® hat die Preise für seine nächste iPhone-Generation gesenkt. Aber sie sind im Vorteil gegenüber viele Unternehmen, die nicht über eine solche Markentreue verfügen.

Soweit von dieser breiten Verkaufswelle der ersten Jahreshälfte 2008 bei US-Aktien Unternehmen, die ihren Wettbewerbsvorteil ausbauen, gleichermaßen betroffen waren – unabhängig davon, ob sie dies mit ihrer Preissetzungsmacht, der Expansion im Markt, oder aber defensiver über die Fähigkeit, den langfristigen Wert ihrer vorrangigen Stellung gegenüber schwächeren Konkurrenten zu erhalten, erreicht haben – sind hierdurch ausgezeichnete Anlagegelegenheiten entstanden. Die Gewinnsschätzungen 2008 für die Firmen im S&P 500 und die Märkte im Allgemeinen werden zurückgenommen. Die aktuellen

Konsensschätzungen von etwa 9,0% Gewinnwachstum für den S&P 500 im Jahr 2008 sind wahrscheinlich immer noch zu hoch. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für die Aktien im S&P 500 insgesamt bewegt sich um 15, und das seit mehr als einem Jahr.

Wie wir kürzlich anmerkten, muss diese Marktkorrektur vielleicht zunächst noch weitergehen, aber wir sehen wesentlich mehr Aufwärtspotenzial und das „Ende des Tunnels“ für Anleger, die die Disziplin haben, sich weiterhin sowohl auf kurzfristige Risiken als auch auf langfristige Chancen zu konzentrieren.

Für den Rest des Sommers werden sich die Kurse wahrscheinlich weiterhin in der Nähe ihrer Tiefstände bewegen, da sich das Umsatzvolumen in dem Maße verringert, wie die am Strand verbrachte Zeit zunimmt. Da die Ergebnisse des Finanzsektors im Juli durch weitere Abschreibungen belastet werden dürften, sehen wir das Umfeld insgesamt als schwierig an und glauben, dass aktive Anlageverwalter unkonventionelle Ideen haben müssen, um Gelegenheiten auszumachen, die sich hinterher als bedeutend erweisen könnten.

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 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.

