

AMG Europa Infra

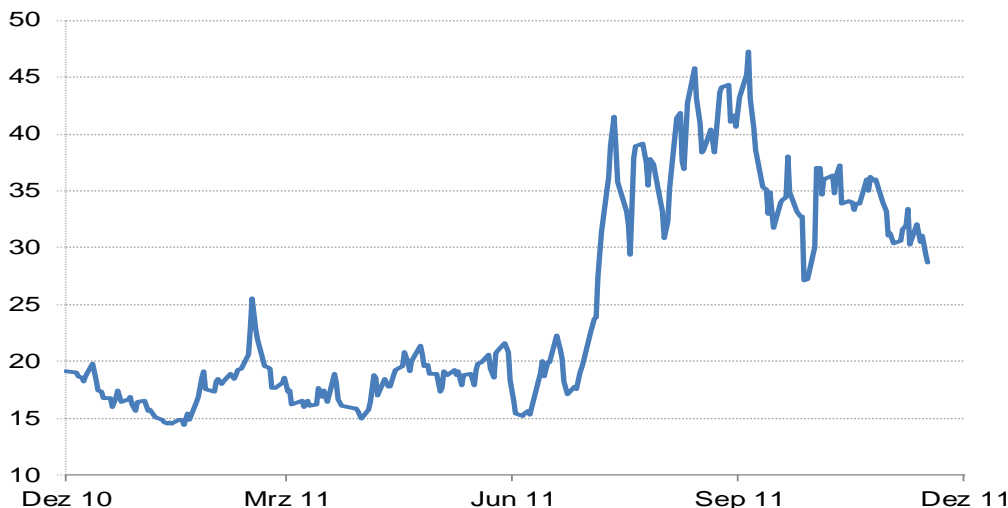
Jahresbericht 2011

Der Rückblick

2011 war ein äusserst ereignisreiches Börsenjahr: Die Naturkatastrophe und der Atomunfall in Japan, der nordafrikanische Frühling, die Euro-Schuldenkrise, die Zurückstufung mehrerer Länder durch die Rating-Agenturen, die Konjunkturverlangsamung, die Austeritätsprogramme und die Pläne zur Rekapitalisierung der Banken beschäftigten die Anleger. Unter diesen schwierigen Voraussetzungen verlor der europäische Aktienmarkt gemessen am DJ Stoxx 600 11,3%, der AMG Europa Infra konnte sich dem Trend nicht entziehen und gab um 14,4% (Tranche A) nach.

Nachrichten und Gerüchte rund um die Schuldenkrise zogen die Märkte in ihren Bann. Die Aktienkurse durchliefen eine regelrechte Achterbahnfahrt. Verließ die erste Jahreshälfte noch relativ ruhig, so war das zweite Halbjahr durch hohe Kursschwankungen geprägt (Abb. 1). Dabei folgten die grössten Kursausschläge mehrheitlich politischen Ereignissen: Die diversen Gipfeltreffen der Staatsoberhäupter oder der Schuldenschnitt auf griechische Staatsschulden.

Abb. 1: Volatilität DAX-Index



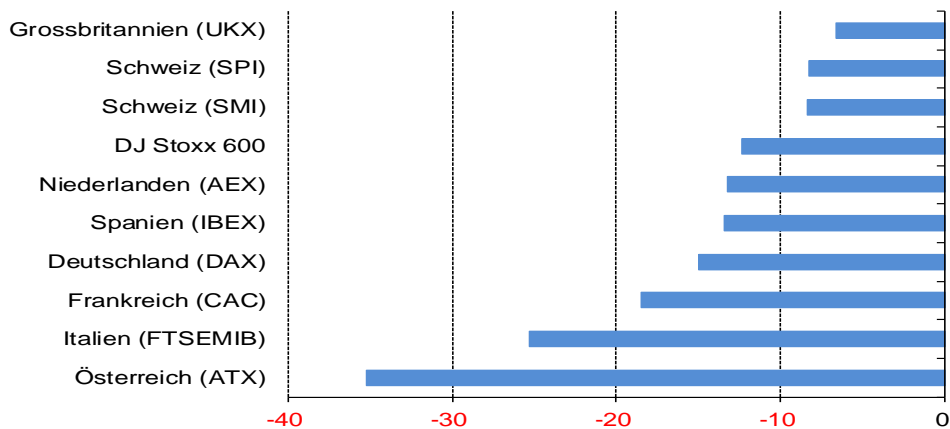
Quelle: Bloomberg

Nach einem erfreulichen Start ins Jahr, getrieben von positiven Unternehmensdaten und günstigen Konjunkturaussichten, erreichten die europäischen Aktienmärkte Mehrjahreshochs. Mit der Naturkatastrophe in Japan und dem damit verbundenen Atomunfall musste ein erster Rückschlag hingenommen werden. Die Nuklearkatastrophe belastete vor allem die Stromversorger in Europa, jene mit einem hohen Anteil an Atomstrom zählten zu den grossen Verlierern. Politische Vorstösse zum vorzeitigen Atomausstieg trübten die Aussichten der Atomstromproduzenten. Deutschland machte in der Energiepolitik eine 180-Grad Wende und beschloss die sofortige Abschaltung von sieben alten Atomkraftwerken und die Einführung einer Brennstoffelementsteuer. Der wirtschaftliche Schaden des Japanunglücks stellte sich für Europa aber als gering heraus. Binnen weniger Wochen machten die europäischen Börsen ihre Verluste wieder wett und erreichten Ende April den höchsten Wert seit drei Jahren. Die Unruhen in Nordafrika und dem Nahen Osten sowie der nordafrikanische Frühling trieben den Erdölpreis in die Höhe. Davon profitierten die Erdölgesellschaften; deren Aktien zählten zu den Gewinnern im vergangenen Jahr.

Zur Jahresmitte rückten wirtschaftliche Daten und die europäische Schuldenkrise in den Vordergrund, die stets guten Quartalsabschlüsse der Unternehmen dagegen in den Hintergrund. Negative Konjunkturdaten aus den USA und die sehr schleppenden Verhandlungen des IWF und der EU mit Griechenland liessen die Kurse abbröckeln. Die griechische Regierung bekundete Mühe, die vereinbarten Sparziele umzusetzen und musste unter Druck zurücktreten. Aus ähnlichem Grund ereilte dasselbe Schicksal auch den italienischen Ministerpräsidenten Berlusconi. Politiker schienen nicht in der Lage,

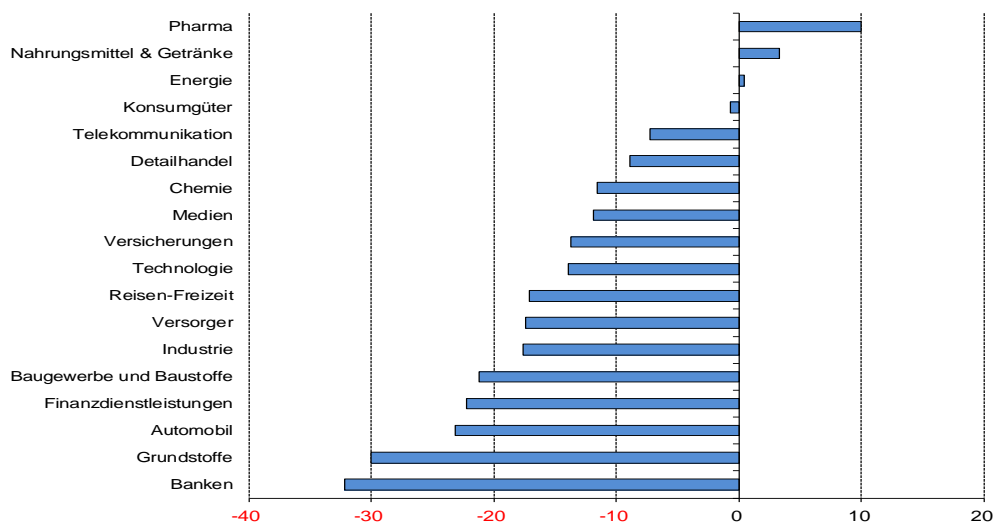
sich auf eine Lösung für die griechischen Schulden zu einigen und provozierten die Ausweitung der Schuldenproblematik auf Spanien und Italien. Die Renditen derer Staatsanleihen schossen in die Höhe und erschwerten die Möglichkeiten zur Refinanzierung bis die europäische Zentralbank mit Unterstützungskäufen eingriff. Für die Aktienmärkte bedeutete dies ein deutliches Minus dieses Jahr. Die defensiven Branchen schlugen sich sehr gut, die konjunktursensitiven schlecht (Abb. 2 und 3).

Abb. 2: Länderperformance (Stand: 26.12.2011)



Quelle: Bloomberg

Abb. 3: Branchen-Performance (Stand: 26.12.2011)



Quelle: Bloomberg

Politische Unsicherheit belastet die Konjunktur

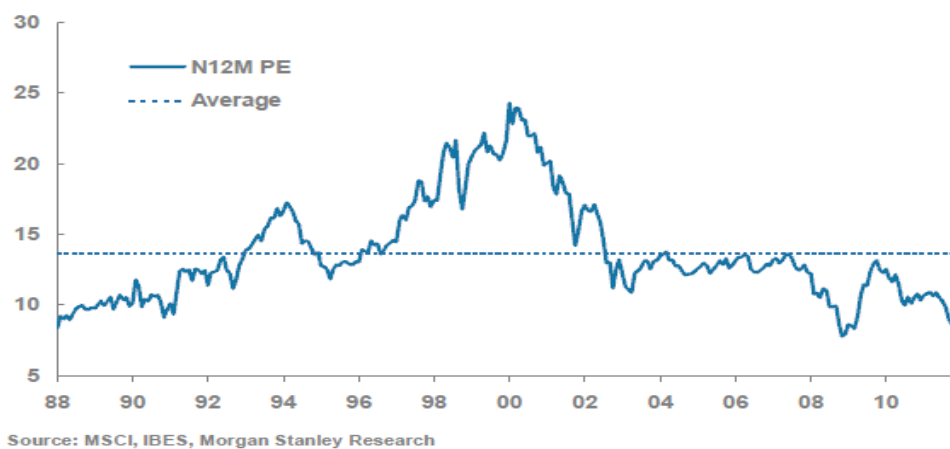
Die wirtschaftliche Dynamik hat im Verlaufe des vergangenen Jahres weltweit abgenommen. Laut vorlaufenden Indikatoren wie dem ifo-Geschäftsklima-Index oder dem Einkaufs-Manager-Index in der EU dürfte sich das Wachstum in Europa nahe an der Nullgrenze bewegen. Die Schätzungen für das erste und zweite Quartal 2012 belaufen sich auf je 0,5% Steigerung gegenüber dem Vorjahr. Nach einer Verbesserung in der zweiten Jahreshälfte erwarten die Ökonomen ein Wachstum von 0,7% für das Gesamtjahr 2012.

Die Erwartungen der Wirtschaftsexperten sind mittlerweile so stark zurückgegangen, dass das negative Überraschungspotenzial immer kleiner wird. Tatsache ist, dass die in den letzten Monaten publizierten Makrodaten in der Summe weniger schlimm sind als die Vorhersagen der Ökonomen. In den USA übertreffen die effektiven Wirtschaftsdaten die Erwartungen schon seit einiger Zeit.

Kaufen in der Rezession

Insgesamt deuten die Konjunkturdaten auf eine moderate Entwicklung der Wirtschaft im nächsten Jahr hin. Eine kleine Rezession in den ersten beiden Quartalen kann nicht ausgeschlossen werden. Laut Berechnungen von Ned Davis Research Inc. ist in der Vergangenheit, nach dem Ende einer Rezession, der DAX-Index im darauffolgenden Jahr um 23% gestiegen. Sechs der acht stärksten Kurssteigerungen seit 1966 begannen sogar schon während der Rezession. Damit dürfte die aktuelle Verlangsamung bzw. der mögliche leichte Rückgang der Konjunktur 2012 eine Kaufgelegenheit bieten. Seit den Höchstkursen im Frühling 2011 hat der DJ Stoxx 600 bis zu den Tiefstkursen im September rund 30% verloren und scheint damit die Konjunkturverlangsamung weitgehend vorwegzunehmen. 2008/09 erreichte diese Korrektur sogar über 50%. Damals aber waren Aktien allgemein teuer bewertet und die Lehman-Krise ein Schock. Heute hingegen sind sich die Investoren der Risiken bewusst. Die Unternehmen haben durch Kostensenkungen ihre Bilanzen gestärkt. Zudem sind die Aktienbewertungen auf einem tiefen Niveau (Abb. 4).

Abb. 4: Kurs-Gewinn-Verhältnis Europa nächste 12 Monate (N12M PE)

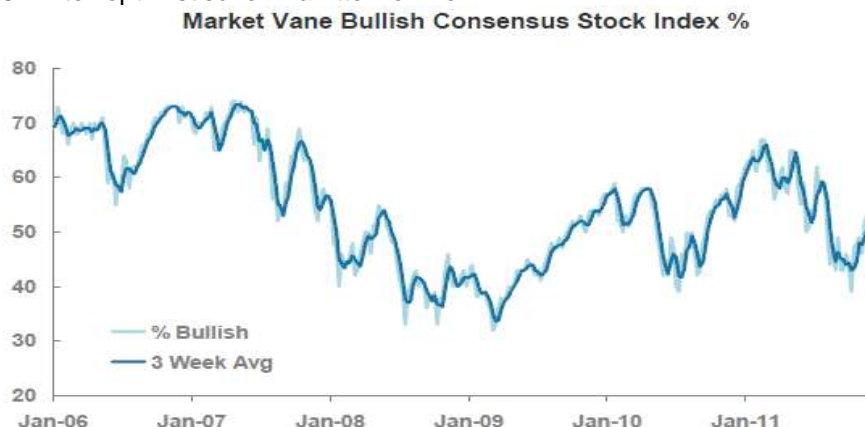


Der grösste Unsicherheitsfaktor bleibt die Schuldenkrise in Europa, d.h. die hohen Staatsschulden und die damit verbundenen Sparmassnahmen. Einerseits sind die Schulden nur zu hohen Zinssätzen refinanzierbar, andererseits können die notwendigen Sparanstrengungen das Wirtschaftswachstum abwürgen. Eine mögliche Rezession würde zu Abschreibungen bei Bankkrediten führen und die gegenwärtig schwachen Bilanzen der Finanzinstitute belasten. Daher fordern die Regulierungsbehörden von den Banken bis Mitte 2012 höhere Eigenkapitalquoten.

Hohe Risikoaversion und tiefe Aktienquoten

Die Schuldenkrise drückt auch auf die Stimmung der Investoren. Seit Jahresanfang verringerte sich der Anteil der optimistischen Anleger stetig und die „Bären“ sind in der Mehrzahl. (Abb. 5).

Abb. 5: Anteil optimistischer Marktteilnehmer

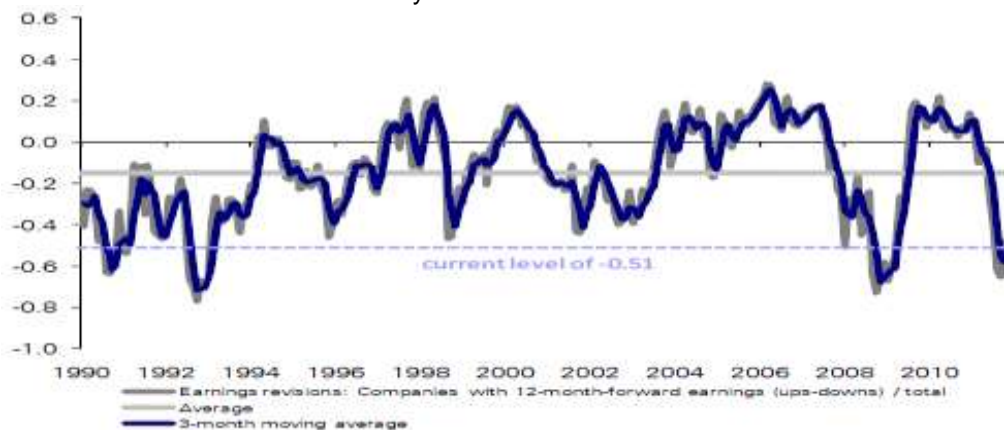


Private und institutionelle Investoren haben ihre Aktienquote in 2008 und 2009 reduziert und das Geld in festverzinsliche Anlagen oder Liquidität umgeschichtet. Ähnlich wie die Privaten halten auch die institutionellen Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen kaum mehr als 5% Aktien in ihren Anlagen. Sollte sich die Nachrichtenlage um die Schuldenkrise irgendwann beruhigen, werden diese parkierten Gelder wieder zurück in die attraktiv bewerteten Aktien mit guten Dividendenrenditen fließen. Die gegenwärtigen Risiken werden im Nachhinein als gute Einstiegschancen betrachtet werden.

Analysten schneller als 2008/09

Die Analysten haben den konjunkturellen Unsicherheiten und den vorlaufenden Konjunkturindikatoren im Gegensatz zu 2008/09 bereits weitgehend Rechnung getragen und ihre Gewinnsschätzungen deutlich nach unten revidiert (Abb. 6). In den Prognosen der Analysten ist eine Wirtschaftsstagnation bzw. ein leichter Rückgang bereits berücksichtigt, nicht jedoch eine grössere Rezession. Davon gehen aber die wenigsten Ökonomen aus. Bei den Unternehmen laufen die Geschäfte nach wie vor gut. Sie können da und dort eine Verlangsamung der Nachfrage beobachten, nicht jedoch einen generellen Rückgang. Es ist nicht ganz auszuschliessen, dass aufgrund der anhaltenden Unsicherheit die Gewinnerwartungen Anfang 2012 noch einmal nach unten revidiert werden. Doch in den Schätzungen wird schon ein deutliches Nachlassen der Gewinndynamik vorweggenommen. Auch wenn die Gewinnerwartungen nochmals um 10% nach unten revidiert werden sollten, würde das Kurs/Gewinn-Verhältnis für 2012 nur auf 10x ansteigen.

Abb. 6: Gewinnrevisions der Analysten



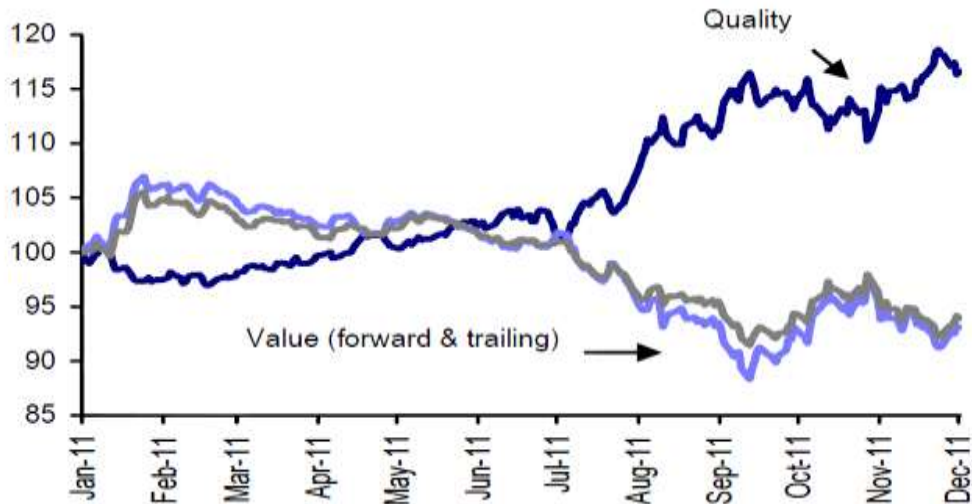
Quelle: DBR

Flucht in sichere Anlagen

Die verunsicherten Anleger flüchteten in sichere Anlagen wie deutsche und schweizerische Regierungsanleihen und Liquidität. Die europäische Währung geriet unter Druck und der in Krisenzeiten als sicherer Hafen geltende Schweizer Franken wertete sich massiv auf, bis die Nationalbank eine Wechselkurs-Untergrenze von Fr. 1,20 gegenüber dem Euro festsetzte.

Bei den Aktien bevorzugten die Investoren ab Mitte Jahr nur noch defensive Anlagen mit hoher Qualität und stabilen Gewinnen wie Pharma- und Nahrungsmittelwerte. Substanzaktien bzw. günstig bewertete Gesellschaften, wie sie im AMG Europa Infra stark vertreten sind, wurden gemieden. Die Bereiche Pharma und Nahrungsmittel gehören nicht zum Anlageuniversum des Fonds und die Performance des Portfolios hat entsprechend stark gelitten. Die erkaufte Sicherheit hat einen stolzen Preis: Die relative Bewertung dieser Qualitätsaktien schoss in die Höhe und erreichte ein Niveau, das in der Vergangenheit selten lange gehalten werden konnte (Abb. 7).

Abb. 7: Relative Performance von Qualitäts- vs. Value-Aktien (Substanzwerte)



Quelle: UBS

Auf der anderen Seite verkauften die Marktteilnehmer die eher als konjunktursensitiv geltenden Sektoren wie Grundstoffe, Baugewerbe und Kapitalgüter. Weil der AMG Europa Infra in mehreren Werten aus diesen Bereichen positioniert war, gab der Fondspreis insbesondere im dritten Quartal überdurchschnittlich nach. Da allerdings die Kursverluste bei diesen Aktien deutlich höher als die Gewinnrevisionen der Analysten waren, reduzierte sich deren Bewertung. Diese befinden sich nun zum Teil auf Niveaus wie in der Krise in 2008/09 und deuten auf eine negative Übertreibung hin. Der Kurs-/Gewinn-Abschlag der zyklischen gegenüber defensiven Anlagen beträgt mittlerweile rund 40%. In der Vergangenheit lag dieser Wert im Durchschnitt unter 10%.

Fonds-Performance

Im ersten Halbjahr legte der AMG Europa Infra um 2,8% zu und lag damit deutlich vor dem gesamteuropäischen Markt (DJ Stoxx 600 Index -1,1%). Im zweiten Semester schloss der europäische Markt aufgrund der Schuldenkrise und der enttäuschenden Makrodaten deutlich im Minus. Investoren bevorzugten defensive Sektoren wie Pharma, Nahrungsmittel und stabile Konsumwerte. In der zweiten Jahreshälfte schlossen diese Sektoren gegen den Trend sogar im Plus. Der AMG Europa Infra blieb dementsprechend hinter der Gesamtmarktentwicklung zurück. Die zum Anlageuniversum gehörenden Branchen Bau, Kapitalgüter, Transport und Versorger liegen sogar deutlich hinter dem Gesamtmarkt zurück, einzig der Kommunikationssektor liegt knapp im Durchschnitt (Abb. 3). Die Aktienselektion war gut und leistete einen positiven Performancebeitrag, die Verluste des Anlageuniversums aber konnten damit nicht wettgemacht werden.

Somit resultierte fürs 2011 im AMG Europa Infra ein Verlust von 14,4% (inklusive Gebühren und Kosten), der DJ Stoxx 600 Index zum Vergleich verlor 11,3%.

Von den Einzelanlagen leisteten Repsol, Technip und SES Global einen positiven Beitrag, Bilfinger Berger aus dem Bausektor schloss sogar entgegen dem Branchentrend im Plus. Gea und Rosenbauer aus dem Industriebereich schlossen fast unverändert und leisteten dadurch ebenfalls einen positiven Performancebeitrag. RHI, KSB und Bauer belasteten die Fondsentwicklung, genauso wie Hochtief und St. Gobain. Aber gerade die beiden letzten Aktien weisen ein hohes Kurssteigerungspotenzial auf und könnten nächstes Jahr zu den Gewinnern zählen.

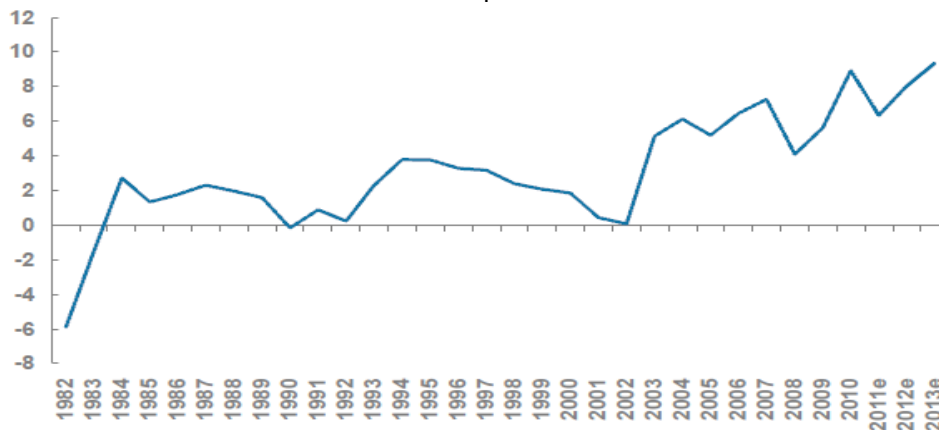
Der Ausblick

Die europäische Schuldenproblematik wird weiterhin in den Schlagzeilen bleiben und bei den Anlegern für Unsicherheit sorgen. Die im ersten Quartal 2012 erwartete Emissionswelle von italienischen und spanischen Staatsschulden dürfte für Kursauschläge sorgen. Es kann aber davon ausgegangen werden, dass sich die Situation dank den Lösungsanstrengungen der Regierungen in den nächsten Monaten beruhigen wird. Die Regierungen werden mit allen Mitteln verhindern, dass ein europäischer Staat seinen Verpflichtungen nicht nachkommen kann. Auch die geplante Stärkung der Bankenbilan-

zen bis Mitte 2012 dürfte die Risikoaversion der Anleger reduzieren. Unter diesen Voraussetzungen dürften die Anleger ihr Augenmerk weg von der Politik wieder hin auf die Fundamentaldaten der Firmen richten.

Die wirtschaftliche Dynamik in Europa hat zwar nachgelassen, aber vorlaufende Indikatoren wie der ifo-Geschäftsklima-Index oder der Einkaufs-Manager-Index in den USA deuten auf eine Stabilisierung in den nächsten Quartalen hin. Die Bewertung der Aktien befindet sich am unteren Rand der historischen Bandbreite. Die Kurse sind schon stark gefallen und nehmen die schlechten Nachrichten vorweg. Abgesehen von den Banken sind die Bilanzen der Unternehmen solide und weisen eine so hohe Liquidität auf wie schon seit vielen Jahren nicht mehr (Abb. 8). Diese Gelder stehen entweder für Wachstumsinvestitionen (inkl. Übernahmen), höhere Dividenden oder Aktienrückkäufe zur Verfügung. Angesichts der unsicheren Lage zögern die Unternehmen noch mit dem Verwenden dieser Geldmittel. Doch früher oder später werden sie eingesetzt werden.

Abb. 8: Freie-Cash-Flow-Rendite Aktien Europa



Quelle: MS

Die im AMG Europa Infra gehaltenen Positionen sind attraktiv bewertet, haben eine solide Bilanz und gehören zu den führenden Anbietern in ihren jeweiligen Branchen. Bei einer Entspannung an der Schuldenfront werden diese Aktien überdurchschnittlich stark von einer Erholung profitieren. Durch die starken Kursverluste haben die Aktien im Portfolio ein Bewertungsniveau erreicht, welches das Abwärtspotential begrenzt.