



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die dümmsten Übernahmen werden zwangsläufig in der Endphase eines Marktzyklus getätigt. Die Ironie dabei ist, dass die Anleger typischerweise genau dann zu Megamergers am lautesten applaudieren. Wir befinden uns jetzt definitiv in der spätzyklischen Phase, wenn der Markt wie Anfang November den Kurs von Broadcom hochjubelt, nachdem diese ein Übernahmeangebot für Qualcomm abgegeben hat. Dieser Merger hat alles, um als weiterer Megaflop in die Geschichtsbücher einzugehen: Qualcomm ist ein Chipproduzent mit Problemen im Kerngeschäft, der durch die mit 46 Milliarden Dollar auf Pump finanzierte Übernahme von NXP Semiconductors die Flucht nach vorne antritt. Broadcom will nun für rund 105 Milliarden Qualcomm samt NXP schlucken und plant dies mit 90 Milliarden zusätzlichen Schulden zu stemmen. Der grösste Merger aller Zeiten in der Chipindustrie, die zumindest bis vor kurzem noch als sehr zyklisch galt, und der Deal wird praktisch vollständig über Schulden finanziert. Ein spektakulärer Absturz ist fast unvermeidlich. Während wir um die involvierten Aktien einen grossen Bogen machen, ist für uns die positive Reaktion des Broadcom-Kurses das eigentlich interessante Signal: Die Anleger vertrauen auf einen anhaltenden Gewinnboom bei den Firmen und weiterhin überaus grosszügige Finanzierungsbedingungen am Anleihenmarkt. Nur nahe bei einem Top finden solche naiven Annahmen fruchtbaren Boden.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Zeit zum Regenschirme kaufen .....	1
Aktien PlusMinus: HELLA GmbH & Co. KGaA und Assore .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex .....	9

## Titelgeschichte

### Zeit zum Regenschirme kaufen

**Mit dem November kommen Kälte und Winterstürme näher. Nur an den Finanzmärkten herrscht immer noch eitel Sonnenschein. Schutz gegen Börsenstürme kauft der Anleger aber am besten jetzt bei schönem Wetter und nicht erst, wenn es schüttet. Gold ist ein Regenschirm, der in Zeiten von Bitcoin zu sehr aus der Mode geraten ist.**

Der Goldpreis erreichte seinen bisherigen Höchststand von 1900 Dollar je Unze am 5. September 2011: just an dem Tag, an dem Google auch die meisten Suchanfragen nach dem Eurorettungsfonds EFSF verzeichnete. Die Angst vor einem Kollaps der Eurozone und ihres Bankensystems machte die Runde. Trotz einiger weiterer kleinerer Gewitter in der Folge ist diese Angst nun völlig verfliegen. Entsprechend kam Gold aus der Mode. Derzeit kaufen die Anleger so wenig Goldmünzen wie letztmals 2007 vor der grossen Finanzkrise. Wer braucht schon einen Regenschirm, wenn die Sonne scheint?

Auch die Ängste vor einer möglichen Hochinflation, welche durch die extremen Gelddruck-Massnahmen der Zentralbanken entstehen könnte, sind heute anders als 2011 kaum noch präsent. Trotz boomer Weltwirtschaft und generell wieder tiefer Arbeitslosigkeit gilt die Inflation als erledigt – oder höchstens als Problem von übermorgen. Anders können die immer noch extrem tiefen Zinsen auf langlaufenden Anleihen nicht erklärt werden.

Konsumentenvertrauen und die Einkaufsmanager-Indizes der Industrie zeigen derzeit Spitzenwerte an. Die Stimmung ist gut. Natürlich auch an den Finanzmärkten.



**Alles ist auf Sonnenschein  
gepreist**

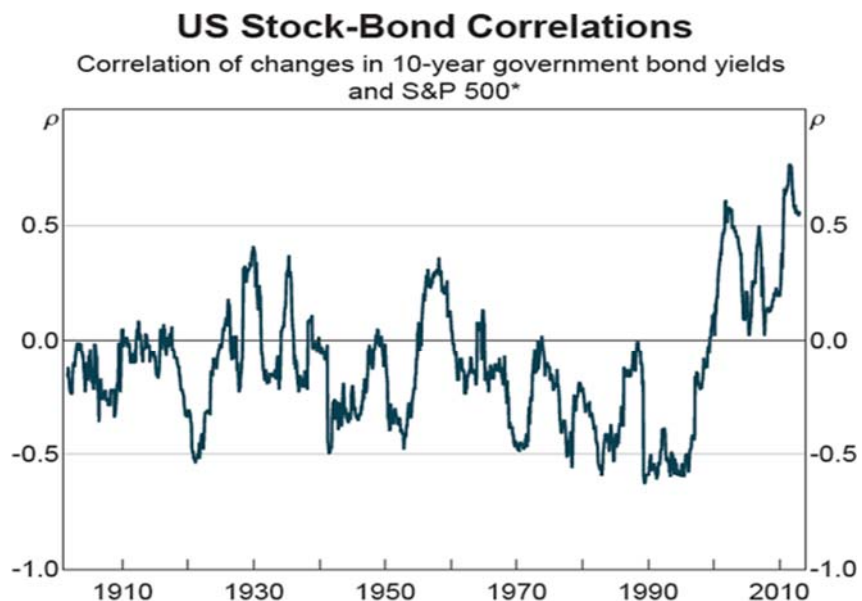
Aktienindizes erreichen neue Höchststände und am Anleihenmarkt zeichnet sich ein weiteres Rekordemissionsjahr ab. Was könnte da je die Partylaune trüben?

Fern am Horizont zeichnen sich zwar längst ein paar mögliche Gewitterstürme ab: Riesige Schuldenstände von amerikanischen Unternehmen zum Beispiel (vgl. Quantex Werte Mai 2017), Immobilienblasen in «sicheren Häfen», welche gut durch die Finanzkrise kamen wie die Schweiz, Kanada, Australien oder die skandinavischen Staaten. Oder neue Exzesse in Randbereichen des Anleihenmarkts wie bei Leveraged Loans, wo inzwischen 70% der Darlehen «covenant-lite» sind, also ohne grosse Einschränkungen zu Gunsten der Kreditgeber. 2007 vor der Finanzkrise waren nur 30% der Leveraged Loans «covenant-lite». Nicht zuletzt bleibt auch die gewaltige Kreditblase, welche sich in China über die letzten Jahre aufgetürmt hat, ein substanzielles Risiko.

Doch das alles kümmert jetzt niemanden mehr. Die historische Erfahrung zeigt, dass solche Boomphasen voller Sorglosigkeit leider meistens nicht lange anhalten. Am längsten und besten sind die Bullenmärkte in der Phase, wo sich alle noch Sorgen machen – wie in den letzten Jahren um Inflation und Eurokrise – und die Aktien trotzdem steigen. Jetzt gibt es nicht mehr viel zu gewinnen, da fast alle Anlageklassen auf ewigen Sonnenschein gepreist sind. Der nächste Schock für die Finanzmärkte wird zwangsläufig umso heftiger ausfallen. Leider haben wir keine Ahnung, wann und woher genau der Schock kommen wird. Aber wir wissen aus Erfahrung, dass er kommt. Entsprechend lohnt es sich, beim Anlegen generell Risiko rauszunehmen und sich nach möglichen Schutzmitteln gegen Turbulenzen umzusehen.

Der erste Schritt besteht darin, die Anlagen im Portfolio bottom-up auf Krisenfestigkeit zu überprüfen. Eine gesunde Bilanz und möglichst stabile Free Cashflows sind hier das A und O – ob bei Aktien oder Anleihen. Jetzt ist nicht die Zeit, um mutig zu sein und sich nach Risiken zu strecken, obwohl die gute Stimmung natürlich genau dazu verleitet.

Der nächste Schritt steht auf der Portfolio-Ebene an: Welche Anlageklassen reduzieren das Risiko eines grösseren Wertverlusts am besten? In den letzten zwei Jahrzehnten wirkte hier die simple Kombination von Aktien und Obligationen Wunder: Wenn die Aktienmärkte abstürzten, fielen die Zinsen und es stieg der Wert der Anleihen (vgl. Grafik).



\* Three-year rolling centred correlation of monthly changes; Standard Statistics' 90 Stock Composite Index used prior to 1957

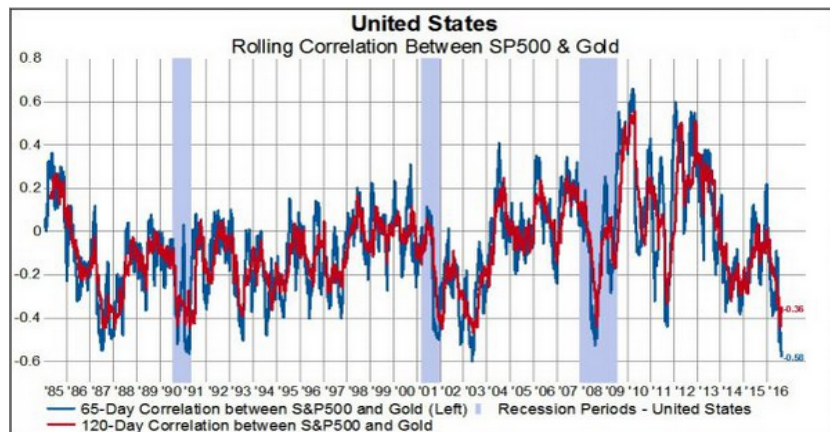
Sources: Global Financial Data; RBA

*Die Korrelation zwischen dem Aktienmarkt und den Zinsen 10jähriger US-Anleihen war in den letzten Jahren positiv, seit 1900 aber mehrheitlich negativ. (Quelle: RBA)*

Inzwischen verlassen sich aber zu viele Strategien auf diese positive Korrelation von Zinsen und Aktien oder haben sie mit «Risk-Parity-Strategien» sogar noch gehebelt. Auf die lange Sicht seit dem Jahr 1900 ist es nämlich keineswegs so, dass immer eine solche Korrelation von Aktien und Obligationen besteht. Über lange historische Zeiträume waren die beiden auch stark negativ korreliert, wie zum Beispiel während der 1970er Jahre, als die Zinsen durchs Band stiegen und die Aktienbewertungen fielen. Portfolios aus Aktien und Anleihen gingen damals synchron in die Knie.

Cash ist da die vernünftige Alternative, um Risiko rauszunehmen. Flüssige Mittel mit variablen Zinsen zeichnen sich durch eine generell sehr tiefe Korrelation zu allen anderen Anlagen aus. Das beste Gegengewicht war seit 1970 allerdings das Gold: Keine andere Anlageklasse weist so viele negative Korrelationen zu allem anderen auf. Das bedeutet, dass der Goldpreis tendenziell steigt, wenn alles andere fällt.

Gold hat in den letzten Jahren einiges von seinem Glanz verloren – kein Wunder, wenn sein Preis stagniert, während alle anderen Anlageklassen zulegen. Doch das ist völlig normal für das gelbe Edelmetall (vgl. Grafik).



Die Grafik zeigt die rollende Korrelation zwischen dem S&P-500-Aktienindex und dem Goldpreis seit 1985. Die mehrheitlich leicht negative Korrelation bedeutet, dass Gold tendenziell steigt, wenn der Aktienmarkt fällt und umgekehrt. (Quelle: Zero Hedge)

Ausserdem ist mit Bitcoin und unzähligen anderen Kryptowährungen eine gefragte Alternative zum Horten von Geld ausserhalb des Bankensystems aufgetaucht – zumindest in den Augen vieler Marktteilnehmer. Bitcoin&Co sind nach unserer Ansicht jedoch keine Alternative zu Gold, da sie keinen intrinsischen Wert besitzen.



Der rasante Preisanstieg von Bitcoin in US-Dollar. (Quelle: Bloomberg)

Kryptowährungen sind mehr eine mögliche neue Form für dezentralisierte Zahlungssysteme anstatt ein Wertaufbewahrungsmittel. Die rasante Vermehrung durch Spin-offs und immer neue Kryptocoins zeigt zudem, dass das Angebot anders als bei Gold praktisch beliebig ausgeweitet werden kann. Das hochvolatile Preisverhalten spricht ebenfalls dafür, dass es sich bei Bitcoin um eine typische Spekulationsblase dank gut erzählter Story handelt anstatt um eine Alternativwährung. Vermutlich kommt die nächste Gold-Rally jedoch erst, wenn die Bitcoin-Blase geplatzt ist.

Eine weitere mögliche alternative Anlageklasse ist die Volatilität selbst, etwa mittels Futures auf den VIX-Index. Der VIX misst die implizite Volatilität von Optionskontrakten auf Aktien. Das bedeutet, er gibt an, wie sehr die Marktteilnehmer starke Kursschwankungen erwarten beziehungsweise ein Bedürfnis verspüren, sich dagegen zu versichern. Momentan notiert der VIX nahe bei Allzeit-Tiefstständen – alles eitel Sonnenschein.

Viele andere so genannt alternative Anlageklassen stellen jedoch in unseren Augen keine gute Versicherung dar. Private Equity etwa ist vor allem so beliebt geworden, weil diese nicht öffentlichen Vehikel wenig volatile Preise ausweisen. Für die meisten institutionellen Investoren sind ja Preisschwankungen gleich dem Risiko einer Anlage – je weniger man davon ausweist, desto besser, lautet die verquere Logik hinter dem Private-Equity-Boom. Die zu Grunde liegenden Anlagen sind jedoch ganz banale Aktien, Darlehen, Immobilien- und Infrastruktur-Investments – meist noch mit einem Kredithebel getätigt. Der Nutzen von Private Equity zur Portfolio-Diversifikation dürfte deshalb gerade in einem Szenario steigender Zinsen oder eines allgemeinen Crashes bei Null oder darunter liegen.

#### **Fazit**

Cash und Gold sind für uns momentan die einzig unkomplizierten Alternativen zum allgemeinen Schönwetter-Boom bei den Anlagepreisen. Was nicht bedeutet, dass man alles andere verkaufen soll. Aber ganz nach Oaktree-Gründer Howard Marks ist jetzt mehr Vorsicht angebracht, je weniger die anderen Marktteilnehmer davon walten lassen. (pfr)



## Aktien PlusMinus

### Was wir kaufen und verkaufen



Markus Rügsegger  
Fondsmanager

#### + HELLA GmbH & Co. KGaA

HELLA ist ein global aufgestelltes, börsennotiertes Familienunternehmen mit rund 34'000 Beschäftigten an mehr als 125 Standorten in über 35 Ländern. Der Konzern ist auf innovative Lichtsysteme und Fahrzeugelektronik spezialisiert und als einer der Technologieführer ein wichtiger Partner der Automobilindustrie.

Bei einem aktuellen Kurs von EUR 51.05 (Handel an der XETRA in Deutschland) beläuft sich die Marktkapitalisierung auf 5.67 Mrd. EUR. Die Gesellschaft profitiert auf Grund ihres Produktangebots gleich von mehreren Trends in der Automobilindustrie: Digitalisierung, e-Mobility und autonomes Fahren, aber auch Energieeffizienz, Sicherheit und Komfort.

Die Aktien sind mit einem geschätzten Kurs/Gewinn-Verhältnis für das Geschäftsjahr 2018/19 von 13.5 angesichts des hohen Wachstumspotenzials und der soliden Bilanz aus unserer Sicht unterdurchschnittlich bewertet. Zudem überzeugt uns die hohe Intensität im Bereich Forschung und Entwicklung, in dem über 17% der Mitarbeitenden tätig sind.

#### – Assore

Noch im Frühling listeten wir das südafrikanische Bergbauunternehmen Assore unter unseren Emerging Markets Perlen im Quant Corner auf. Damals sahen wir einen Free Cashflow zum Unternehmenswert von sehr guten 11% und eine Dividende von 5.1%.

Jetzt verkauften wir Assore im Quantex Emerging & Frontier Markets Fund. Wir realisierten einen Gewinn von 20% bei fast konstantem Wechselkurs in der Zeit seit Ende April 2017.

Das zyklische Geschäft mit Metallen lässt uns im spätzyklischen Umfeld vorsichtig werden. Laut Bloomberg liegt der erwartete Gewinn pro Aktie im nächsten Jahr 27% tiefer als momentan. Das Kurs/Umsatz-Verhältnis liegt mittlerweile bei sehr hohen 5.8. Schliesslich empfehlen sechs von acht Analysten die Aktie zum Verkauf, die anderen zwei halten sie weiter – wenn sich wenige klar einer Meinung sind, dann hat das selbst für uns bei Quantex, die wir gerne unabhängig denken, ein gewisses Gewicht.

Generell sind wir froh, wieder mit einem Titel weniger in Südafrika vertreten zu sein. Das politische Umfeld um Staatspräsident Zuma erscheint uns unsicher.



Maurice Rüegg  
Fondsmanager

$$e^{i\pi} + 1 = 0$$

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. November 2017

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bachem Holding	Biotechnologie	5	-1.0%	2.0%
DDM Holding	Finanzdienstl.	5	13.7%	0.0%
Jungfraubahnen	Transport	5	3.5%	1.7%
Givaudan	Chemie	4	2.7%	2.5%
Zurich	Versicherungen	4	5.2%	5.6%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
LyondellBasell	Chemie	7	7.7%	3.3%
Amgen	Biotechnologie	6	8.7%	2.6%
Micron Tech	Halbleiter	6	6.0%	0.0%
Gilead	Biotechnologie	5	14.4%	2.8%
Pfizer	Pharma	5	5.7%	3.6%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Berkeley Group	Hausbau	9	10.5%	3.7%
UPM Kymmene Oyj	Forstindustrie	7	8.7%	3.7%
Boliden AB	Bergbau	6	7.3%	1.8%
NN Group	Versicherungen	6	-11.2%	4.4%
Anglo American	Bergbau	6	10.7%	2.5%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Grendene	Schuhe	10	5.4%	5.5%
Indo Tambangraya	Kohle	10	16.8%	11.4%
MMK Magnitogorsk	Stahl	10	7.0%	4.8%
Hannstar Display	Computer	10	10.2%	4.5%
Soda Sanayii	Chemie	10	13.9%	4.2%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Suez	Wasser	-7	2.6%	4.2%
Expedia	Internet	-6	6.1%	0.9%
Mattel	Spielwaren	-6	-1.8%	7.0%
Dolder Hotel	Unterkünfte	-6	-	0.0%
Evolva Holding	Biotechnologie	-6	-22.9%	0.0%

**Unsere favorisierten Länder**

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Spanien	0.5%	
Spanien	Portugal	2.5%	MSCI World (USD)
Hongkong	Hongkong	0.6%	
Frankreich	Australien	5.1%	1.6%
Australien	Singapur	4.1%	
Russland	Qatar (USD)	-1.9%	MSCI Emerging Markets (USD)
Tschechien	Tschechien	0.5%	
Türkei	Ungarn	3.4%	2.8%

### Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkten bewertet.

Je mehr Punkte, desto attraktiver ein Unternehmen. Negative Punktzahlen sind Verkaufssignale.

Es werden sowohl Value wie auch Momentum Kriterien betrachtet:

- Return on Equity
- EBIT Margin
- Common Equity/Assets
- P/E 5 Jahre
- Geschätztes mom. P/E
- Analysten-Konsensus (Contrarian-Indikator)
- Kursentwicklung
- Kursmomentum
- Preis/Buchwert
- Dividenden
- EPS Veränderungen
- Altman Z-Score

## Quantex AG

Die Quantex AG wurde 2003 gegründet und seit 2008 sind wir als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt. Wir bieten unseren Kunden eine umfassende Vermögensverwaltung und -beratung sowie ein auf den Vermögensaufbau ausgerichtetes Fondssparen. Wir verfügen über insgesamt fünf Anlagefonds, wovon zwei schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Ansatz ist eine disziplinierte Value-Strategie mit antizyklischem Handeln gegen den Mainstream und gegen die auch bei „aktiven“ Fonds weit verbreitete Benchmark-Fixierung. Unseren Kunden bieten wir als Schweizer Anbieter aus der Region – mit Büros in Muri b. Bern, Bern und Zürich - direkten und unkomplizierten Zugang zum Fondsmanagement und Kundenbetreuern.

## Quantex Fonds

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF	10.11.2017	<b>200.15</b>	+17.5%
		EUR	10.11.2017	<b>114.68</b>	+8.5%
		USD	10.11.2017	<b>123.99</b>	+20.0%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	10.11.2017	<b>160.13</b>	+4.8%
		USD -A-	10.11.2017	<b>67.43</b>	+7.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.11.2017	<b>216.54</b>	+18.3%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	10.11.2017	<b>112.45</b>	+12.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.11.2017	<b>1.26</b>	+15.2%



**Haftungsausschluss**

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Er dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Bericht genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Der Bericht stellt keine Beratung dar und enthält keine persönliche Empfehlung. Anlagen können signifikante Risiken beinhalten. Der Wert einer Anlage kann jederzeit steigen oder fallen. Die historische Performance ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung. Anteile der in diesem Bericht erwähnten Anlagefonds dürfen in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Investitionen in Anlagefonds erfolgen ausschliesslich auf Grundlage der offiziellen Fondsdokumente. Diese können unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> heruntergeladen oder kostenlos bei den in den Factsheets genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG  
MARKTGASSE 61  
CH-3011 BERN  
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG  
LINTHESCHERGASSE 17  
CH-8001 ZÜRICH  
+41 43 243 03 46

[WWW.QUANTEX.CH](http://WWW.QUANTEX.CH)

