



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Das Aufatmen des europäischen Establishments nach dem Wahlsieg Macrons war vermutlich noch in der Antarktis zu hören. Angespannt dürften eher Anleger sein, welche Europas Märkte wegen der politischen Risiken untergewichtet hatten. Die europäischen Börsen stehen nun seit Jahresbeginn deutlich vor den amerikanischen. Die Wallstreet war mit zu viel Vorschusslorbeeren für Präsident Trump gestartet – in Europa dagegen waren die Erwartungen trotz guten Wirtschaftszahlen tief. Die Lektion ist einmal mehr, dass weitem erwartete Risiken selten gefährlich sind. Gefahr droht eher von kaum beachteter Seite: Chinas hochverschuldete Unternehmen zum Beispiel und das aufgeblähte Bankensystem leiden still und heimlich. Dutzende von neuen Anleiheemissionen mussten abgesagt werden. Nur noch ein Fünftel so viele Papiere konnten 2017 bis dato platziert werden wie vor Jahresfrist. Die chinesischen Behörden versuchen einmal mehr, das wuchernde Schatten-Bankensystem einzudämmen, ohne die Wirtschaft abzuwürgen: Eine praktisch aussichtslose Mission. Damit droht neue Gefahr für den hochverschuldeten Rohstoff-Komplex, um den es etwas ruhiger geworden ist. Je mehr an den Märkten deshalb in den nächsten Wochen Sorglosigkeit einkehren sollte, desto mehr sind wir geneigt, uns wirklich langsam Sorgen zu machen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das Remake der Schuldenkrise	1
Aktien PlusMinus: The Buckle und Folli Follie Group	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Das Remake der Schuldenkrise

Steigende Zinsen, hohe Verschuldungsniveaus und lange überraschend ruhige Märkte sind das Rezept für eine neue Schuldenkrise. Der Film ist hinlänglich bekannt, nur die Hauptrollen werden jedes Mal von anderen Akteuren gespielt. Worauf Anleger achten müssen, damit für sie aus dem Remake kein Horrorfilm wird.

Schuldenkrisen sind keine Actionfilme, eher Psychothriller: Sie beginnen in ruhigen Zeiten mit einem gemächlichen Spannungsaufbau. Die Verschuldung steigt Jahr für Jahr etwas schneller als die Wirtschaftsleistung und man ahnt, dass es mal böse enden könnte – doch vorerst geht alles noch lange gut. Es herrscht Partylaune. Länger, als es viele Warner glauben können, die das Publikum mit ihren Zwischenrufen irgendwann nur noch langweilen.

Doch dann legt der Film mächtig an Tempo zu und die Ereignisse beginnen sich zu überschlagen. Die hohen Schulden können nicht mehr bedient werden, die als Sicherheit hinterlegten Vermögenswerte werden liquidiert und verlieren an Wert, was wiederum die Rückzahlung der Schulden erschwert. Die sich selbst verstärkende Spirale beginnt plötzlich, sich nach unten anstatt nach oben zu drehen. Am Schluss endet die Geschichte meist mit Bankenpleiten und dem einen oder anderen Staatshaushalt am Rande des Abgrunds.

Der Film ist immer derselbe, nur die Akteure wechseln von Mal zu Mal. 2007/08 übernahmen die amerikanischen Hausbesitzer und ihre Banken die Hauptrolle. Die nachfolgende Eurokrise war dann vor allem mit südeuropäischen Darstellern besetzt.



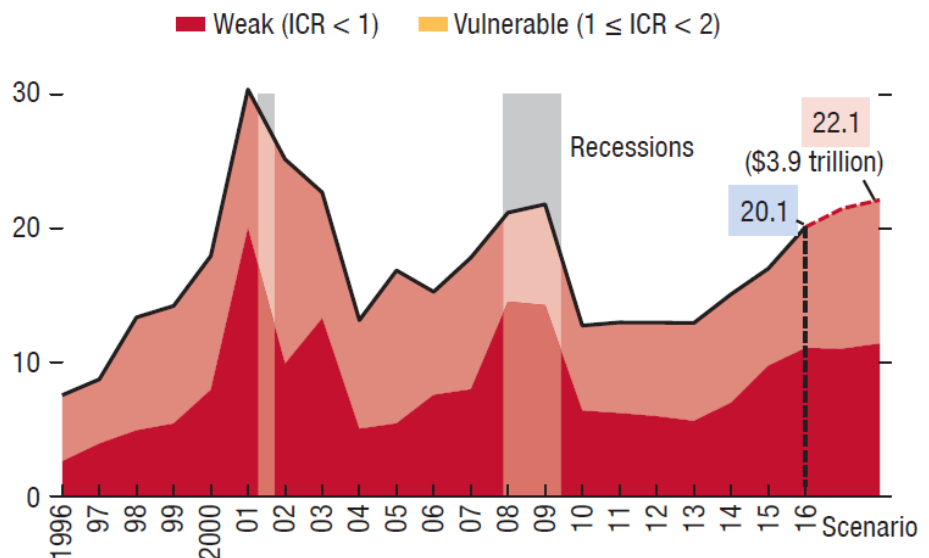
Für das Nächste Remake des Films gibt es eine ganze Reihe von Kandidaten: Australier, Kanadier, Chinesen, Skandinavier, ja sogar Schweizer könnten mal wieder eine Rolle in einer spektakulären Schuldenkrise spielen. Mit einer rapide gestiegenen Hypothekerverschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung erfüllen alle diese Länder die Voraussetzungen für die Teilnahme in einem Immocrash-Horrorfilm klassischer Machart.

Aber auch der US-Unternehmenssektor, oder zumindest Teile davon, könnten in einem neuen Schocker aufwarten. In den Jahren des billigen Geldes am Obligationenmarkt nahmen viele Firmen mehr Schulden auf, als dass sie bei auch nur schon leicht höheren Zinsen tragen können. Das Drehbuch für das Remake der Junk-Bond-Krisen von 1989 und 2002 ist sozusagen schon geschrieben.

Und dann gibt es in verstaubten Schubladen natürlich auch noch die Drehbücher für die ganz grossen Katastrophenfilme, in denen die staatlichen Schuldner die Hauptrolle spielen werden. Griechenland und die Eurokrise waren möglicherweise nur ein Prequel für das, was bei steigenden Zinsen noch folgen könnte.

Der Internationale Währungsfonds IWF jedenfalls gibt sich besorgt. Im neusten Global Financial Stability Report zeigen die Ökonomen der Institution gleich mehrere mögliche Gefahren für die Zukunft auf.

Der erste mögliche Krisenherd ist der amerikanische Unternehmenssektor: Seit 2010 wurden 7800 Milliarden Dollar an neuen Schulden und Verbindlichkeiten aufgenommen – dem grosszügigen Anleihenmarkt sei Dank. Die Netto-Verschuldung zum Brutto-Cash-flow Ebitda beläuft sich damit wieder auf rund 1.5x. Ein Wert in dieser Grössenordnung zeigte schon 1989 und 2002 das Ende der Fahnenstange an. Und bereits jetzt können rund 10% der Firmen ihre Schuldzinsen nicht mehr aus dem operativen Gewinn bedienen. Das heisst, das Interest Coverage Ratio ICR liegt unter 1. Weitere 10% sind verwundbar mit einem Interest Coverage Ratio zwischen 1 und 2 (vgl. Grafik unten)

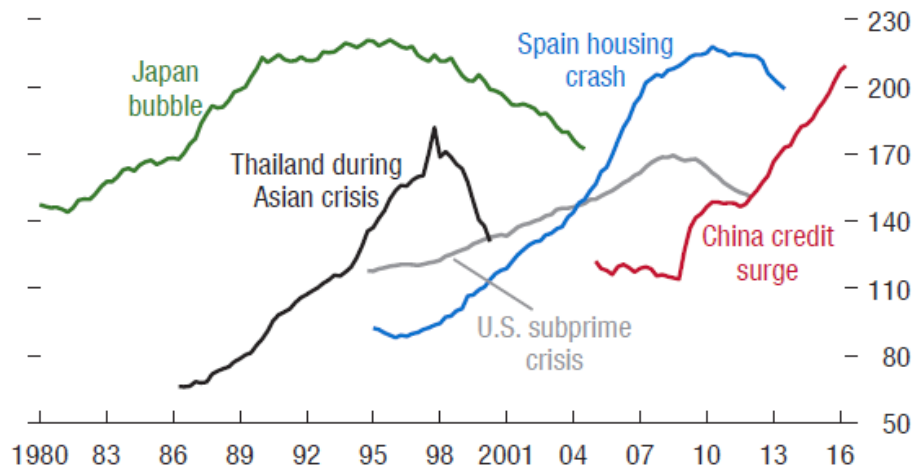


Der Prozentsatz aller Firmen mit schwachem oder sehr schwachem Interest Coverage Ratio nähert sich vergangenen Krisenhöchstständen an – trotz generell tiefer Zinsen. (Quelle: IWF)

Das ist eine höchst prekäre Ausgangslage angesichts der immer noch historisch tiefen Zinsen. Steigen diese auch nur ein bisschen, droht eine neue Schuldenkrise. Die angeschlagenen Schuldner konzentrieren sich allerdings weitgehend in drei Sektoren der US-Wirtschaft: Energie, Immobilien und Stromversorgung. Hier stand der Schuldenaufnahme der letzten Dekade kein entsprechender Zuwachs bei den Gewinnen gegenüber.

Andere Sektoren wie Technologie oder Gesundheit sind im Schnitt wenig bis gar nicht verschuldet.

Ein zweiter möglicher Gefahrenherd durch Überschuldung sind laut IWF die Schwellenländer, insbesondere China. Das Reich der Mitte erlebte in der letzten Dekade einen Kreditboom, der vergleichbar ist mit den grossen Schuldenblasen im Japan der 1980er Jahren oder dem Spanien der Nullerjahre. Die US-Schuldenblase sah da vergleichsweise harmlos aus (vgl. Grafik unten).



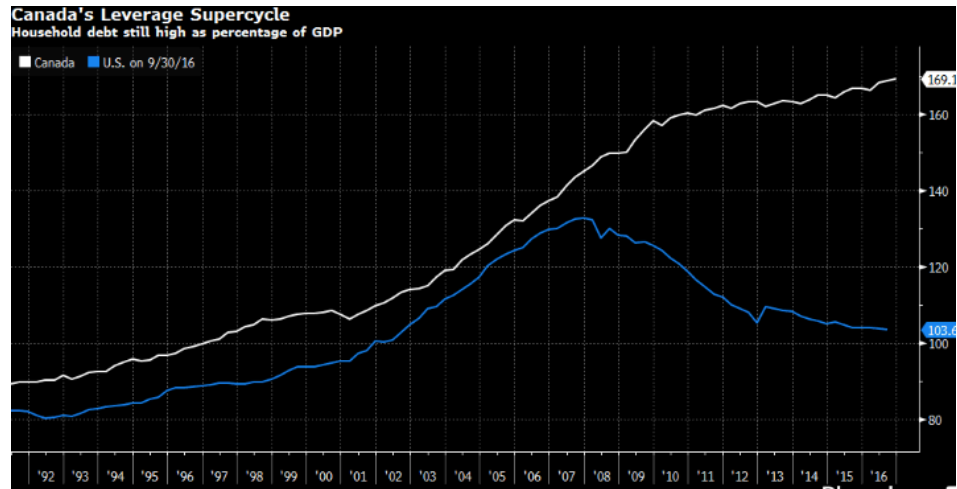
Die Grafik zeigt den Verlauf der Verschuldung in Prozent des jeweiligen Bruttoinlandprodukts BIP in verschiedenen Ländern über die Zeit. Die geplatzten Kreditblasen in Japan, Thailand, Spanien und den USA sind gut erkennbar. In China ist die Blase noch nicht geplatzt. (Quelle: IWF)

Besonders verwundbar beim Platzen einer Kreditblase sind die Banken. In China sogar besonders, wo die Bankbilanzen auf sagenhafte 300% des Bruttoinlandprodukts aufgebläht wurden – im Vergleich etwa zu weniger als 100% in den USA, Indien oder Russland. Der dritte grosse Gefahrenherd sind die Immobilienblasen, die in denjenigen Ländern entstanden sind, welche vergleichsweise glimpflich durch die Finanzkrise von 2008 und die folgende Eurokrise gekommen waren, namentlich Australien, Kanada, die Schweiz und die skandinavischen Länder. Diese Länder zogen als sichere Häfen ausländisches Geld an, gleichzeitig sanken die Zinsen und die Häuserpreise kletterten in luftige Höhen. Typisch für den Kreditboom in diesen Ländern ist auch, dass ihre jeweiligen Bankaktien immer noch weit über Buchwert gehandelt werden, weil die Profitabilität so gut ist – bist zum nächsten Crash.

Zumindest in Kanada könnte nun der Wendepunkt nah sein. Mit dem überraschenden Kollaps von Home Capital Group, eines mittelgrossen Hypothekenfinanzierers, ist eine erste Schockwelle gekommen. Dubiose und zum Teil wohl betrügerische Praktiken bei der Kreditvergabe und der laufende Bankrun bei Home Capital erinnern an die amerikanische Subprime-Krise. In Kanada sind Hauspreis-basierte Kreditlinien, wo man nach Bedarf und ohne Rückfragen Geld beziehen kann, weit verbreitet. Die Verschuldung der kanadischen Haushalte liegt mit 169% des BIP denn auch weit höher, als sie in den USA vor der Subprime-Krise je gewesen war (vgl. Grafik nächste Seite).

Es mag ironisch anmuten, dass die sicheren Häfen der letzten Finanzkrise zu den grössten Risikofaktoren von heute geworden sind. Doch das ist das typische Drehbuch jeder Schuldenkrise: Ganz nach Hyman Minskys berühmtem Diktum «Stabilität generiert Instabilität» ist es eben immer so, dass die scheinbare Stabilität der Immobilienpreise und

Zinsen in Ländern wie Kanada, Schweden oder der Schweiz dazu verleitet, immer mehr Schulden aufzunehmen – bis die an sich stabile Situation dadurch instabil wird.



Die Grafik zeigt die Haushaltsverschuldung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts in Kanada (weisse Linie) und den USA (blaue Linie) seit 1991. (Quelle: Bloomberg)

Konklusionen für Anleger

Die letzte Finanzkrise steckt den Investoren auch zehn Jahre später noch in den Knochen. Der typische Fehler ist jedoch, dass man versucht, sich gegen die Krisen von Gestern zu wappnen und blind ist für die neuen Gefahren von Morgen. Aus unserer Sicht ergeben sich die folgenden Schlussfolgerungen für die Geldanlage:

1. Die grösste Gefahr für die Finanzmärkte geht von der Wechselwirkung aus generell hohen Schuldenständen und potenziell steigenden Zinsen aus. Gerade darum könnten Obligationen ihren jetzigen Status als sicherer Hafen verlieren. Ähnlich war es in den 1970er Jahren, als die Zinsen ständig stiegen.
2. Die Risiken durch neue Schuldenkrisen sind sehr ungleich verteilt, sowohl was Länder wie auch einzelne Sektoren angeht. Eine naive Diversifikation von Aktien und Anleihen nach Indexgewichtungen kann deshalb gefährlich sein, weil sie automatisch zu einer Übergewichtung hoch bewerteter und damit krisenanfälliger Märkte führt.
3. Bei der Aktienselektion sind für uns Netto-Verschuldung und Free Cashflow zentral. Hoch verschuldete Sektoren wie etwa US-Energietitel sind deshalb in unseren Depots überhaupt nicht vertreten – ganz egal, wie hoch ihr Indexgewicht sein mag.
4. Die grössten geographischen Risiken schlummern in China sowie den «sicheren Häfen» der letzten Schuldenkrise, namentlich Australien, Dänemark, Kanada, Norwegen, Schweden und der Schweiz. Angesichts der gut erkennbaren Schuldenblasen lassen wir von Bank- und Immobilienaktien in diesen Ländern ganz klar die Finger, auch wenn sie teilweise auf den ersten Blick günstig aussehen mögen. Auch ihre Währungen sind potenziell absturzgefährdet.
5. Momentan herrscht beschauliche Ruhe an den Finanzmärkten, gemessen etwa am Krisenbarometer VIX, der die implizite Volatilität von Optionen misst, also den Preis für eine Absicherung des Depots. Auch der Goldpreis dümpelt seit geraumer Zeit dahin. Ein Portfolio mit Puts, Gold und etwas mehr Cash gegen neue Schuldenkrisen zu stählen, erscheint deshalb attraktiver als auch schon.

Nimmt man sich den letzten Punkt zu Herzen und achtet bei der Selektion von Wertpapieren generell auf eine geringe Verschuldung, so gibt es auf lange Sicht wenig zu befürchten. Irgendwann muss man für teure Remakes des immer gleichen Schuldenkrisen-Films keinen Eintritt mehr bezahlen.



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ The Buckle

Ein weiteres vermeintliches Opfer der US Retail-Schlacht... Buckle verkauft Jeansware im Süden der Vereinigten Staaten. Wie alle klassischen Einzelhändler hat das Unternehmen Umsatzrückgänge in den letzten 24 Monaten hinnehmen müssen. Für Buckle kam es aber noch schlimmer: Weil der Süden der USA wirtschaftlich stärker vom Rohölpreis abhängt, verloren viele ihrer Kunden ihren Job und somit die Kaufkraft für weniger dringliche Anschaffungen. Deshalb war der Umsatzeinbruch noch schmerzhafter als bei anderen Einzelhändlern.

Auf den ersten Blick sieht die Situation des Unternehmens nicht gerade rosig aus und die Börse bewertet das Unternehmen, als ob es in den nächsten fünf Jahren Konkurs gehen würde. Schaut man aber ein wenig genauer hin, ist ein gut geführtes Retailunternehmen zu erkennen, denn:

- in der Boomphase bis 2014 haben sie sich auf keine teuren Übernahmespielchen eingelassen, sondern sind nur organisch gewachsen
- der Grossaktionär Daniel J. Hirschfeld (33%) gehört zur Gründerfamilie
- das Unternehmen hat die Aktionäre jedes Jahr mit einer hohen Dividende fürstlich entlohnt
- trotz der prekären Situation ist Buckle profitabel und weist einen positiven Free Cashflow aus
- sie sind in all ihren Läden nur eingemietet, was ihnen in diesem schwachen Marktumfeld bei Neuverhandlungen einen Vorteil verschaffen wird,
- die Bilanz ist sehr solid mit USD 250 Mio. USD in der Kasse und keinerlei Schulden.

All diese Punkte stimmen uns positiv, dass Buckle genügend Luft hat, diese Talfahrt zu überstehen. Wenn sich die Situation im Sektor anfängt, sich zu stabilisieren, sollten wir eine gute Rendite erzielen können.

– Folli Follie Group

Der Börsenindex von Athen hat seit Anfang Jahr gut 15% zugelegt. Vor allem der April war sehr stark. Auch FF Group, die unter der Marke Folli Follie Schmuck, Uhren und Accessoires in eigenen Läden und international im Handel anbietet, hatte einen sehr guten April (+8.9%). Weil die Aktie damit nicht mehr billig war, entschlossen wir uns, den Titel im Quantex Emerging & Frontier Markets Fund zu verkaufen. Damit halten wir keine Positionen mehr in Griechenland; letzten Monat verkauften wir bereits den Spielwarenverkäufer Jumbo.

Bei Folli Follie ist durch die Kursgewinne der Free Cashflow Yield zum Unternehmenswert auf 3.1% geschmolzen und der geschätzte Gewinnrückgang pro Aktie für 2017 beträgt fast -12%. Das liegt daran, dass 2/3 des Umsatzes in Asien erwirtschaftet wird.

Zu bemerken ist dabei: Bereits 2014 hielten wir die Aktie im Portfolio, um sie nach nur ein paar Monaten mit starken Kursgewinnen wieder zu verkaufen. Das Unternehmen wird sehr solide geführt und ist immer attraktiv, wenn die Athener Börse aufgrund von Euroängsten zum Untertreiben neigt.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst



Maurice Rüegg
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 4. Mai 2017

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Elektronik	6	4.7%	3.7%
APG SGA	Werbung	5	3.6%	4.7%
Coltene	Medizinalprod.	5	5.0%	3.1%
Jungfraubahn	Transport	5	3.9%	1.8%
Kardex	Maschinenind.	5	2.6%	2.7%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Eastman Chemical	Chemie	7	4.2%	2.4%
LyondellBasell	Chemie	7	6.8%	4.1%
CA Inc	Software.	6	8.0%	3.1%
Discover Financial	Finanzdienstl.	6	11.5%	1.9%
Seagate Tech	Computer	6	9.9%	5.9%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Berkeley Group	Hausbau	8	5.8%	5.6%
Rio Tinto	Bergbau	8	6.3%	4.4%
Proximus	Telekom	6	4.8%	5.3%
Axa	Versicherungen	6	22.6%	4.4%
Hexpol AB	Industrie	6	5.3%	5.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Magnitogorsk MMK	Stahl	11	10.5%	4.0%
Assore	Bergbau.	10	11.0%	5.1%
Kumba Iron Ore	Bergbau	10	20.0%	0.0%
Reunert	Elektrocomp.	10	5.3%	6.2%
Soda Sanayii	Chemie	10	8.9%	5.0%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
CJ CGV	Tourismus	-8	-0.1%	0.4%
Alpiq	Elektrizität	-6	-1.6%	0.0%
Newmont Mining	Bergbau	-6	7.9%	0.5%
Tesco	Lebensmittel	-6	4.3%	0.0%
Vodafone	Telekom	-5	4.1%	5.8%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Hongkong	2.8%	
Spanien	Portugal	-1.4%	MSCI World
Frankreich	Österreich	6.3%	(USD)
Schweden	Spanien	4.8%	2.0%
Singapur	Australien	1.4%	
Russland	Tschechien	1.0%	MSCI Emerging
Türkei	Türkei	7.9%	Markets (USD)
Arab. Emirate	Russland (USD)	-2.9%	2.4%

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 Global Value Fund	CHF	9.5.2017	195.35	+14.7%
		EUR	9.5.2017	118.37	+12.0%
		USD	9.5.2017	119.59	+15.8%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	9.5.2017	152.70	0.0%
		USD -A-	9.5.2017	63.54	+1.1%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	9.5.2017	205.86	+12.5%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	9.5.2017	88.95	+10.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.5.2017	1.20	+9.9%

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

