



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Mit einem wirksamen Impfstoff gegen das Corona-Virus kommt die Lösung eines drängenden Problems in Reichweite. Ganz egal ob für die panischen Virus-Eindämmerer oder die Massnahmen-müden Skeptiker, ein Impfstoff trägt wesentlich zur Entspannung der Fronten bei. Doch die Folgen des Corona-Jahres 2020 werden uns noch lange begleiten: Überstrapazierte Staatsfinanzen, ruinierte Wirtschaftszweige, gesellschaftlicher Zwist sowie zunehmende internationale Spannungen. Dafür gibt es kein Allheilmittel und es erscheint mir reichlich naiv, wenn die Medien den neu gewählten Joe Biden diesbezüglich als Erlöser feiern wie seinerzeit Obama. Viel Handlungsspielraum hat Präsident Biden mit einem republikanisch kontrollierten Senat ohnehin nicht. Mindestens in einer Sache besteht jedoch momentan über alle Parteien und Länder hinweg Einigkeit: Dass der Staat mit Hilfe der Notenpresse so viel Geld ausgeben soll, wie immer nötig ist, um die Folgen der Corona-Krise zu bekämpfen – und gleich noch ein paar grandiose Zukunftsprojekte mitzufinanzieren. Ausgabendisziplin und Budgetbeschränkungen sind total passé... Mehr Inflation und steigende Zinsen sind die natürlich Folge davon, spätestens wenn die wirtschaftliche Normalisierung kommt. Falls die Notenbanken versuchen, einen Anstieg der Zinsen zu verhindern, werden die Wechselkurse das Ventil sein für die schlechte Fiskalpolitik eines Landes. Mehr Volatilität als in der Tiefzins-Eiszeit der letzten zehn Jahre scheint in der kommenden Dekade garantiert.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Wenn der Ausgang zu eng wird	1
Aktien Plus Minus: Valero Energy und Tapestry	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Wenn der Ausgang zu eng wird

Die Finanzmärkte funktionieren meist sehr effizient – bis zu dem Punkt, an dem die Positionierung der Marktteilnehmer zu einseitig wird. Dies geschieht immer in Anlagen, die nach langer und stetiger Performance als «sicher» oder «klare Sache» gelten. Damit verlieren Investoren an Wendepunkten zwangsläufig am meisten Geld.

Das furiose Value-Rally am 9. November zeigte eindrücklich, wie einseitig die meisten Marktteilnehmer inzwischen positioniert sind. Aktien aus dem Energiesektor oder der gebeutelten Reise- und Retailbranche sprangen reihenweise um 20% oder mehr in die Höhe. Der Auslöser für die Kurssprünge war die Nachricht eines funktionierenden Impfstoffs gegen den Corona-Virus. Die Krisengewinner aus dem Techsektor dagegen gaben durchs Band nach: Gemäss Bloomberg verloren die Aktien im FANG-Index gegenüber der durchschnittlichen Aktie des breiten S&P-500-Index ganze 8 Prozentpunkte!

Doch wieso reagierten die Märkte so extrem auf die Nachricht eines Impfstoffs? Es war seit Wochen bekannt, dass im November und Dezember die Studienresultate verschiedener Impfstoffe publik werden sollten. Erste Vorabergebnisse sahen gut aus. Es handelte sich also keinesfalls um einen «Schwarzen Schwan», ein völlig unerwartetes Ereignis. Die extremen Kursbewegungen vom Montag sind nicht mit einer Theorie des Effizienten Marktes vereinbar, bei welcher die Anleger ständig alle verfügbaren Nachrichten in die Kurse einberechnen.

Die Erklärung des Phänomens liegt deshalb nicht in der Nachricht an sich, sondern der Marktreaktion, die sich aus der extrem einseitigen Positionierung der meisten Akteure ergab. Im Jargon der Wallstreet spricht man von einem «Crowded Trade», ähnlich einer überfüllten U-Bahn oder einem Theatersaal.

Der Vergleich mit einem überfüllten Theatersaal ist sehr stimmig: Die grosse Tech-Show an der Nasdaq zog seit Jahren immer mehr Investoren an. Dicht an dicht drängelten sich die Anleger, um bei grossen Tech-Stars wie Amazon und Microsoft dabei zu sein. Wegen der guten Performance dieser Titel in der Corona-Krise quetschten sich noch mehr Anleger in den längst rammelvollen Saal: Zahllose Aktienneulinge von Trading-Plattformen wie Robinhood etwa oder an sich konservative Vermögensverwalter, die unter Diversifikation plötzlich den Kauf von fünf verschiedenen Tech-Themenfonds verstanden.

Für erfahrene Profis wurde es schon länger ungemütlich und sie schielten hinüber in den anderen Saal, wo seit Jahren ein Value-Trauerspiel gegeben wurde. Die Ränge waren dort praktisch leer. Viele Anleger in Value-Aktien haben längst das Handtuch geworfen. Value-Fonds wurden in den letzten Jahren reihenweise geschlossen. Mehrheitlich zyklische Value-Aktien waren denn auch in der Corona-Krise noch einmal die grössten Verlierer. Klar war aber auch, dass ein Impfstoff ihnen am meisten helfen würde. Beim Timing des Wechsels verliessen sich die Profis darauf, schneller als all die Neulinge im Tech-Saal zur Value-Show hinüberwechseln zu können.

Doch die Tür war viel zu eng – dies zeigte die relative Performance am Montag deutlich. Das ist angesichts der extremen Ungleichgewichte am Markt nicht weiter verwunderlich. Apple allein hatte diesen Sommer plötzlich einen grösseren Börsenwert als der ganze US-Energiesektor, inklusive früherer Giganten wie ExxonMobil oder Chevron. So erklärt sich denn auch, dass selbst grosse Energietitel an einem Tag 15% zulegen konnten, während Apple um 2% fiel.

Doch wie kommt es überhaupt zu solchen Crowded Trades? Die meisten Trades wie auch längerfristigen Investments durchlaufen grob gesagt drei Stufen der Wahrnehmung:



Investments gelten als «gefährlich», wenn viele Anleger damit in der jüngeren Vergangenheit Geld verloren haben. Aktuell wären das zum Beispiel wie erwähnt der Energiesektor, Rohstoffe generell oder Aktien aus Emerging Markets. Die wahrgenommene Gefährlichkeit heute steht in direktem Kontrast zum Jahr 2011: Damals galten Energietitel, Rohstoffe und Emerging Markets als «sichere Sache», glaubte doch jeder zu wissen, dass die Rohstoffpreise wegen Chinas Nachfrage und der lockeren Geldpolitik der Notenbanken nur steigen würden.

Umgekehrt galten Tech-Titel 2011 und auch noch weit ins 2012 hinein als «gefährlich». Das Platzen der Internet-Blase im Jahr 2000 und eine Dekade massiver Underperformance mit Tech steckte den Anlegern noch in den Knochen. Durch die damals neuen Smartphones war der «Tod des PC» in aller Munde. Entsprechend wurden Aktien wie Microsoft, Lam Research oder Nvidia als schrottbillige Value-Aktien gehandelt mit Free-Cashflow-Renditen von 10% und mehr.

Irgendwann um das Jahr 2015 herum wurden Tech-Titel dann plötzlich wieder «akzeptabel» und das Schlagwort der FANG-Aktien begann sich zu verbreiten. Heute gelten Tech und die FANGs als «sichere Sache»: Man gewinnt damit bei steigenden Börsen und outperforms auch bei fallenden Märkten wie im Corona-Crash dieses Frühjahrs – so lau-

Die Sadistische Theorie der Märkte

tet zumindest der weit verbreitete Anlegerglaube. Tech-Titel sind damit zu einem Crowded Trade geworden. Praktisch jeder ist dabei, vom Börsen-Neuling bis hin zum zynischen Veteran, der es eigentlich besser weiss und bereits auf den Ausgang schießt.

Crowded Trades sind logischerweise nur in populären Anlagen möglich. Populär werden Anlagen nur, wenn sie als «sichere Sache» wahrgenommen werden: Möglichst stetige Gewinne und wenig Verlustrisiko in der jüngeren Vergangenheit sind dafür eine notwendige Voraussetzung. Hinzu kommt eine gute und möglichst eingängige Story, wieso es mit diesen populären Anlagen auch in Zukunft immer so schön weitergehen wird.

Die Kombination von breitem Anlegerinteresse, zwangsläufig hohen Preisen und wahrgenommener Einbahnstrasse nach oben führt zu einer explosiven Mischung. Gemäss der «Sadistischen Theorie der Märkte» gehen die Marktpreise schlussendlich immer den Weg, welcher den meisten Anlegern am meisten Schmerz verursacht. Damit möglichst viele Anleger involviert sein können, muss ein Investment als «sichere Sache» wahrgenommen werden. Nur so wagen auch Anleger mit eigentlich geringer Risikotoleranz den Einstieg. Die breite Masse kann somit nur nach einer längeren Boomphase zu hohen Preisen nahe dem Top einsteigen.

Populäre «sichere Sachen» enden eigentlich immer in einem Desaster: Tech-Aktien im Jahr 2000, US-Immobilien 2006, zyklische Value-Aktien 2008, Rohstoffe und Emerging Markets 2011, Konsumgüter-Aktien wie Tabak und Low-Vola-Strategien 2016 und so weiter.

Neben dem Techsektor sind die Crowded Trades von heute Immobilienanlagen in vielen Ländern und damit zusammenhängend die festverzinslichen Wertpapiere generell. Sie gelten als «sichere Sache», weil ja jeder weiss, dass die Zinsen noch lange Zeit nicht steigen werden.

Wir vermeiden diese Crowded Trades und kaufen lieber Anlagen, die jeder für «gefährlich» hält. Die Renditeaussichten sind damit besser und falls wir uns mal irren, ist auch der Ausgang breit genug. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Valero Energy

Mit Valero haben wir einen waschechten Zyklizer aus dem abverkauften Energiesektor ins Portfolio des Global Value Funds genommen. Der Raffineriebetreiber aus den USA wurde heftig vom Rückgang der Benzinnachfrage getroffen. Die Umsätze sind eingebrochen und die Firma schreibt dieses Jahr einen Verlust. Der Aktienkurs hat in der Spitze fast zwei Drittel seines Wertes verloren. Das Raffineriegeschäft hat einige Charakteristika, die wir mögen. Der Bau einer Raffinerie ist zwar mit hohen Investitionen verbunden, der Betrieb jedoch wenig kapitalintensiv. Dadurch produziert die Firma in guten Jahren viel freien Cashflow und ist in schlechten Jahren nicht mit hohen Investitionen konfrontiert. Die normalisierte Free-Cashflow-Rendite beträgt rund 15%. Valeros Bilanz ist mit zehn Milliarden US-Dollar Nettoschulden nicht gerade gut, die Fälligkeiten liegen jedoch günstig und es besteht die nächsten Jahre kaum Refinanzierungsbedarf. Das sollte der Firma genügend Spielraum geben, die verlustreiche Periode zu überstehen und sogar die Dividende von aktuell 8% weiterzubezahlen. Durch die steigende Benzinachfrage in den Schwellenländern kann zumindest in den nächsten Jahren trotz Elektroauto von einer tendenziell höheren Nachfrage ausgegangen werden. Nach dem Absturz im März erholte sich die Aktie zunächst stark, um dann im Jahresverlauf wieder Richtung Tiefsturse zu tendieren. Für uns machte die Kursentwicklung keinen Sinn, da eine Lösung der Corona-Krise im Oktober deutlich näher war als im März. Für uns genügend Gründe, um Valero zu kaufen.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Tapestry

Tapestry, ehemals Coach, ist eine amerikanische Luxusgüterfirma, welche unter den Marken Coach, Kate Spade und Stuart Weitzman vor allem Handtaschen verkauft. Das Unternehmen ist ein alter Bekannter, da unser Global Value Fund bereits 2016 einmal investiert war. Tapestry gehört ganz klar in die Kategorie der Corona-Verlierer und das Geschäft brach im Lockdown um über die Hälfte ein. Die Börse hatte dies antizipiert und die Aktie fiel von knapp 30 Dollar auf 10 Dollar. Im Verlaufe des Sommers wurde aus den Daten aus China aber klar, dass die Konsumenten immer noch einen Drang verspürten, Luxusgüter zu kaufen. Gleichzeitig behielt, anders als in normalen Rezessionen, der Konsument im Westen seine Kaufkraft, weil die Staaten fleissig Geld verteilten. Somit waren wir der Ansicht, dass auch in den USA, Tapestrys Hauptmarkt, die Nachfrage nach dem Lockdown für Handtaschen gross sein würde. Unsere Hypothese wurde durch die Quartalsberichte bestätigt und die Aktie legte in kurzer Zeit rund 60% zu. Durch diesen Anstieg erreichte das Unternehmen den berechneten fairen Wert und wir verkauften die Aktien jetzt bereits wieder.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. November 2020

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Holdigaz	Energie	6	-	3.2%
Belimo Holding	Baumaterialien	5	2.0%	3.7%
Central. Kraftwerke	Energie	4	0.3%	4.4%
Medacta Group	Gesundheit	4	0.3%	0.0%
Vaudoise	Versicherungen	4	-5.0%	0.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pultegroup	Hausbau	9	13.4%	1.1%
Alexion Pharma	Biotechnologie	7	9.4%	0.0%
Aflac	Versicherungen	6	20.6%	3.0%
Biogen	Biotechnologie	6	11.4%	0.0%
Franklin Res	Finanzdienstl.	6	10.1%	5.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Rio Tinto	Bergbau	7	7.4%	6.4%
Koninklijke Ahol	Nahrungsmittel	6	11.1%	4.0%
KGHM	Bergbau	6	5.5%	0.0%
Phoenix Group	Versicherungen	6	4.8%	6.5%
Signify	Elektrocomp.	5	12.8%	0.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
DB Hitek Co	Halbleiter	9	6.7%	1.1%
Topco Scientific	Halbleiter	9	12.4%	5.7%
Radiant Opto	Elektrocomp.	8	9.8%	7.3%
China Res Cement	Baumaterial	8	14.6%	6.0%
Kumba Iron Ore	Bergbau	8	10.0%	7.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	9	29.6%	0.0%
Mineros CB	Kolumbien	9	6.7%	4.7%
Ramelius Res	Australien	9	6.3%	1.2%
Centerra Gold	Kanada	8	20.1%	1.5%
St Barbara	Australien	7	7.2%	3.9%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MCH Group	Dienstleistung	-10	1.9%	0.0%
Wynn Resorts	Hotels	-9	-4.8%	2.5%
Ferrovial	Konstruktion	-9	0.5%	3.0%
Expedia Group	Internet	-8	-18.1%	0.7%
Apache	Öl & Gas	-8	-0.4%	3.8%

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 drei teilweise 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 -R-	10.11.2020	257.75	+8.0%
		EUR -R-	10.11.2020	154.11	+7.5%
		USD -R-	10.11.2020	173.46	+13.9%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	10.11.2020	257.06	+34.4%
		USD -R-	10.11.2020	118.19	+42.6%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.11.2020	192.59	-0.1%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	10.11.2020	88.00	-13.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.11.2020	1.48	+12.7%
		CHF -3a-	10.11.2020	1.15	+12.7%

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

