



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Ökologisches Investieren ist stark im Trend. Dagegen kann man in der Theorie nichts sagen. Mit Blick in die meisten ESG-Fonds scheint es in der Praxis aber primär darum zu gehen, noch mehr Technologieaktien kaufen zu können. Selbst im neuen Vegan Climate ETF finden sich unter den grössten zehn Positionen die üblichen Verdächtigen: Tesla, Apple, Microsoft und Alphabet. Vielleicht gibt es in der Apple-Kantine ja nur vegane Menüs? Interessant aus unserer Sicht als Value-Investoren ist vor allem der gigantische Bewertungsunterschied zwischen diesen Titeln und den Unternehmen, welche die geplante «Grüne Revolution» überhaupt ermöglichen. Vor allem, wenn sie aus dem «bösen» Bergbausektor stammen: Nickelmünen werden mit Free-Cashflow-Renditen um 10% gehandelt. Tesla ist 30 mal teurer bewertet. Ohne Nickel für die Batterien fährt jedoch kein Tesla. Eine grosse Nickelknappheit ist absehbar, wenn die geplante Elektrifizierung des Personenverkehrs tatsächlich stattfindet. Ähnlich extreme Bewertungsunterschiede gibt es auch zwischen Herstellern von Windrädern und Solaranlagen auf der einen und Produzenten von Eisenerz, Aluminium oder Silber auf der anderen Seite. Von der Bewertung reiner Konzept-Aktien aus der hypothetischen Wasserstoff-Ökonomie brauchen wir gar nicht zu reden. Als Value-Investoren wollen wir nicht für grandiose Zukunftsversprechen bezahlen. Wenn aber unsere aktuell günstigen Minenaktien auch noch die Gratisoption auf eine «Grüne Revolution» beinhalten, so ist diese höchst willkommen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das Jahr danach	1
Aktien Plus Minus: Bank of NY Mellon und TechnipFMC.....	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Das Jahr danach

Ein turbulentes Jahr 2020 geht zu Ende. Während es an der Börse schlussendlich weitgehend erfreulich verlief, werden uns die politischen und wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise noch länger begleiten.

2020 war ein Jahr, in dem Anleger viele Fehler machen konnten. Die anderen schwierigen Börsenjahre waren 2019, 2018, 2017, 2016 und so weiter, um Mark Twain mal wieder zu paraphrasieren.

Bei Jahresbeginn 2020 konnte man trotz spätzyklischer Marktphase und aufziehender Pandemie zu unvorsichtig sein. Auf dem Kurstief im März durfte man trotz miserablen Nachrichten und hochschnellender Arbeitslosigkeit nicht die Nerven verlieren und Aktien verkaufen. Und danach musste man in der spätsommerlichen Erholungsphase nicht zu lange in den Corona-Gewinnern verharren, sondern musste sein Herz für Corona-Verliereraktien öffnen.

Wie so oft war tendenziell zu jedem Zeitpunkt ein Handeln gegen die Kakaphonie der Medien und Börsenberichterstatter notwendig. Und natürlich stellen wir uns jetzt alle die Frage, wie es 2021 an den Märkten weitergehen wird. Darauf haben wir wie immer keine Antwort.

Wir sehen aber ein paar wichtige fundamentale Themen, die im kommenden Jahr einen starken Einfluss auf die Kurse haben dürften. Fragen Sie uns einfach bitte nicht, wann und wie genau.

1. Aktien sind teuer, aber nicht alle

Mit Blick auf die meisten Kennzahlen sind die Aktienmärkte derzeit historisch teuer, vor allem der amerikanische Markt.



Nur mit Blick auf die rekordtiefen Zinsen sind viele Dividendenpapiere noch attraktiv. Es bestehen jedoch immer noch grosse Bewertungsunterschiede innerhalb des Markts zwischen teuren Tech-Titeln und günstigen Zyklikern. Drei Viertel des Gewinneinbruchs bei den Unternehmen im Jahr 2020 war auf nur drei Sektoren zurückzuführen: Energie, Reisen und Banken.

Die Erholung dieser Corona-Verliereraktien war seit den positiven Impfstoff-Nachrichten am 9. November zwar sehr stark. Sie ist jedoch mit Blick auf die langfristigen Bewertungsunterschiede erst etwa zur Hälfte abgeschlossen. Die Valuation-Spreads am US-Markt liegen gemäss Empirical Research immer noch rund eine Standardabweichung über dem langfristigen Mittelwert.

Der Markt nimmt zwar schon einiges an Normalisierung vorweg. Wir glauben aber, dass die wirtschaftliche Erholung jetzt mit Beginn der Impfungen viel schneller über die Bühne gehen dürfte, als sich viele vorstellen können, die derzeit noch im winterlichen Corona-Blues gefangen sind.

In vielen Ländern ist die zweite Welle im Rückgang begriffen, ganz unabhängig von den getroffenen Massnahmen. Zum anderen werden sich auf Grund der extremen Opferasymmetrie des Corona-Virus die Spitäler schnell leeren, wenn ein wesentlicher Teil der Risikogruppen geimpft sein wird. 70% der Corona-Todesfälle in der Schweiz waren über 80 Jahre alt. Nur 0.5% der Opfer waren jünger als 50 Jahre. Die Impfstoffe scheinen auch bei älteren Leuten gut zu wirken. Entsprechend muss mit wirtschaftlichen Lockerungen nicht gewartet werden, bis alle jüngeren Jahrgänge breit durchgeimpft wurden.

Es ist deshalb gut vorstellbar, dass im Frühjahr ein regelrechter Konsumrausch ausbricht, ähnlich dem Boom einer Nachkriegsphase. Es ist viel aufgestaute Nachfrage nach Einkaufen, Reisen und Erlebnissen da. In einigen Bereichen dürfte es zu Kapazitätsengpässen und stark steigenden Preisen kommen. Folglich sehen wir bei Aktien aus Corona-Verlierersektoren wie Öl oder Luxusgütern weiterhin mehr Potenzial als bei den Krisengewinnern aus dem Tech- oder Gesundheitssektor.

2. Die nächste Staatsschuldenkrise kommt bestimmt

Die Staatsfinanzen sind in allen Ländern derzeit tiefrot wie sonst nur in Kriegszeiten. Je nach Land belaufen sich die geschätzten Haushaltsdefizite auf 10% bis 20% des Bruttoinlandprodukts.

Das meiste davon wird mit der Notenpresse finanziert. Es drohen deshalb unmittelbar keine Budgetkrisen. Doch sobald sich die wirtschaftliche Lage normalisiert und die Inflationserwartungen steigen, werden sich die Märkte die Frage nach der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen stellen. Auf die Finanzkrise von 2008 folgte die Euro-Schuldenkrise von 2010-2012. Wehe den schwächsten Gliedern in der Kette. Vielerorts ist die Staatsverschuldung so hoch, dass steigende Zinsen schnell zu einem Kollaps führen könnten, wenn der Run aus den Anleihen eines Landes einsetzt.

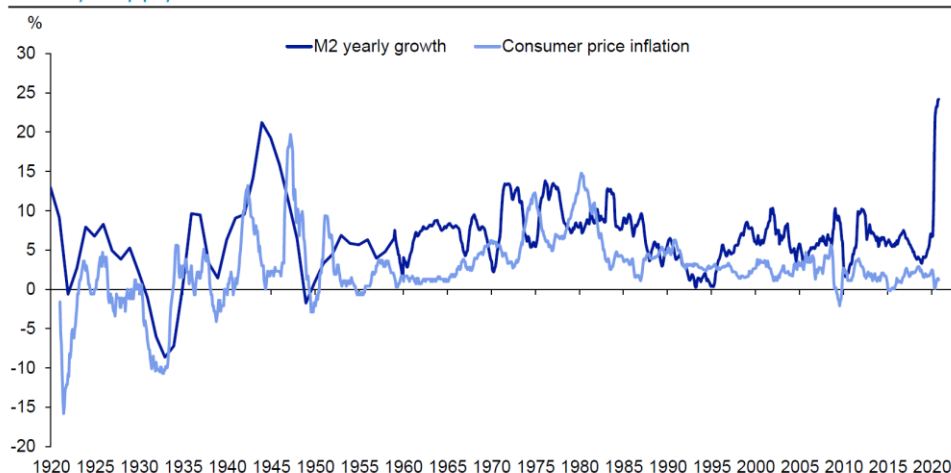
Grundsätzlich werden die Notenbanken mit Anleihenkäufen dagegen halten. Die EZB hat ihre diesbezüglichen Vorbehalte und Reglemente längst über Bord geworfen. Wir befinden uns deshalb wieder im geldpolitischen Regime der Kriegsjahre und Nachkriegszeit bis 1980. Doch früher oder später wird sich dadurch die Inflation zurückmelden. Und dann stehen die Regierungen vor der kritischen Frage, ob man die Ausgabenpolitik einschränkt oder eine überbordende Inflation samt Währungsverfall zulässt.

3. Die Inflationsgefahr wird unterschätzt

Anders als in der Finanzkrise nach 2008 wird all das neu gedruckte Geld nicht dazu verwendet, um die Löcher in Bankbilanzen zu stopfen, sondern es gelangt mit Direktzahlungen, Steuererlassen und Mehrausgaben direkt in die Taschen der Konsumenten und Unternehmen. Praktisch jeder schwimmt derzeit in Liquidität.

Die Geldmenge M2 (Zentralbankengeld und Sparguthaben) ist etwa in den USA so steil nach oben geschneilt wie letztmals in den 1940er Jahren des Zweiten Weltkriegs (siehe Grafik unten). Die Grafik impliziert, dass die Teuerungsrate bald folgen wird.

Money Supply and Inflation in United States



Source: FRB, Historical statistics of United states, BLS, Haver Analytics, Deutsche Bank

Die Grafik zeigt die jährliche Veränderung der Geldmenge M2 (dunkelblau) und der Konsumentenpreise (hellblau) in Prozent. (Quelle: Bloomberg)

Die boomenden Rohstoffpreise – Eisenerz und Kupfer etwa notieren auf 7-Jahres-Höchstständen – zeigen ebenfalls einen baldigen Anstieg der Teuerung an. Einzig der Ölpreis ist momentan noch gedrückt wegen der geringeren Benzinnachfrage. Es fehlt also nur noch der Konsumrausch und das Reisefieber nach Wegfall der Corona-Beschränkungen.

Mit der Corona-Krise hat zudem die Modern Monetary Theory (MMT) den Sprung aus einer akademischen Randgruppe in den Mainstream geschafft. Fiskaldefizite spielen plötzlich keine Rolle mehr und werden ganz offen mit der Notenpresse finanziert. Ähnlich wie im Krieg werden die Ausgaben zur Bekämpfung des Virus nicht mehr in Frage gestellt.

Es besteht damit ein sehr asymmetrisches Inflationsrisiko nach oben. Gleichzeitig ist am Anleihenmarkt eine extreme Sorglosigkeit auszumachen. Diese Kombination ist höchst explosiv und kann die Portfolios im kommenden Jahr gehörig durcheinander wirbeln. Die Rückkehr der Inflation könnte deshalb das grosse Thema 2021 werden. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Bank of NY Mellon

Bank of New York Mellon ist eine der drei grossen Custody-Banken aus den USA. Sie verdient ihr Geld hauptsächlich mit der Verwahrung von Wertpapieren für Fonds. Ein kleinerer Teil der Erträge kommt aus der Vermögensverwaltung. Seit einigen Jahren leidet die Bank unter Margendruck, da sich das Kapital bei immer weniger Anbietern konzentriert und diese bessere Preise durchsetzen können. Natürlich ist das keine schöne Situation, doch hat es auch eine gute Seite. Bei tiefen Margen lohnt es sich für andere Wettbewerber nicht, in den Markt einzutreten und Bank of New Yorks Burggraben gegenüber Konkurrenten wächst. Ein grosser Vorteil des Custody-Geschäfts ist, dass es so gut wie keine Kreditrisiken birgt und so musste die Bank in der Coronakrise auch keine Rückstellungen für faule Kredite tätigen. Obwohl der Umsatz und Ertrag dieses Jahr stabil geblieben ist, ist der Kurs der Aktie ähnlich stark gefallen wie der von klassischen Banken. Die Bewertung ist mit einer normalisierten Gewinnrendite von 12 % attraktiv. Weil wir dabei nicht das typische Kreditrisiko einer Bank tragen müssen und trotzdem von einer höheren Zinsmarge profitieren können, ist die Aktie für uns ein Kauf.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– TechnipFMC

Der Ölfelddienstleister mit französischen und amerikanischen Wurzeln ist ein gutes Beispiel für zwei Stärken der Quantex: Das eigene Screening und Geschwindigkeit. TechnipFMC wurde, wie viele andere Energiefirmen, aufgrund der tiefen Bewertung durch unser Screening gefiltert und landete auf unserem Tisch. Schnell war klar, dass TechnipFMC ein qualitativ gutes Unternehmen in einer verhassten Branche ist und mit allen anderen Ölfirmen abverkauft wurde. Dies schien uns übertrieben, weil beispielsweise die Umsätze dieses Jahr überhaupt nicht gefallen sind. Weiter war für uns unverständlich, dass die Aktie im Oktober nochmals auf die Tiefststände vom März zurückgefallen ist, obwohl der Kreditkollaps aufgeschoben wurde und wir uns einem Impfstoff näherten. Das Risiko im Oktober war also viel kleiner als noch im März und trotzdem war die Aktie beim selben Preis zu haben.

Oft bestehen solche krassen Verzerrungen am Markt nur für sehr kurze Zeit und man muss schnell handeln, um davon profitieren zu können. Da wir keine Entscheidungskomitees und pro Fonds nur einen Fondsmanager haben, kann noch am selben Tag ein Kaufauftrag getätigt werden. In diesem Fall wurde der Kauf am 28. Oktober gestartet und über die nächsten vier Handelstage abgeschlossen. Das Timing war sehr glücklich, weil eine Woche später die Nachricht über den ersten Impfstoff publik wurde. Wir sind aber auch beim Verkauf sehr schnell, wenn der Faire Wert erreicht wird: TechnipFMCs Kurs profitierte von der Impfstoffnachricht derart stark, dass wir am 24. und 25. November bereits wieder alle Aktien verkauft haben.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. Dezember 2020

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orell Füssli	Handel	6	-2.0%	5.9%
Compagnie Fin Trad	Finanzdienstl.	5	11.0%	4.4%
Bellevue Group	Finanzdienstl.	5	31.8%	13.7%
UBS Group	Banken	5	-	5.3%
Peach Property	Immobilien	5	-4.9%	0.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pultegroup	Hausbau	9	14.0%	1.1%
JM Smucker	Nahrungsmittel	7	7.5%	3.0%
Aflac	Versicherungen	6	17.0%	2.5%
Alexion Pharma	Biotechnologie	5	9.9%	0.0%
Morgan Stanley	Banken	5	-	2.2%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Rio Tinto	Bergbau	8	6.3%	5.4%
Boliden	Bergbau	7	3.6%	2.4%
Persimmon	Hausbau	6	4.5%	4.1%
Holmen	Holz&Papier	5	2.2%	0.9%
Verbund	Energie	4	2.4%	1.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MMK	Eisen & Stahl	9	10.0%	10.6%
Aspen Pharma	Pharma	8	6.6%	0.0%
Kumba Iron	Eisen & Stahl	8	9.0%	7.1%
Radiant Opto	Elektrocomp.	8	9.2%	7.3%
Bradesco	Banken	7	-	3.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	9	30.1%	0.0%
Mineros	Kolumbien	9	8.9%	4.7%
Dundee Precious	Kanada	6	11.4%	0.9%
Polymetal	Russland	6	3.0%	4.8%
B2Gold	Kanada	5	2.7%	1.9%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MCH Group	Dienstleist.	-10	1.6%	0.0%
Ferrovial	Anlagenbau	-10	3.4%	2.2%
Apache	Öl & Gas	-9	-0.3%	2.2%
Airbus	Luftfahrt	-8	-6.5%	0.0%
OceanaGold	Goldminen	-6	0.4%	0.0%

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-	7.12.2020	283.25	+18.7%
		EUR -R-	7.12.2020	169.62	+18.3%
		USD -R-	7.12.2020	196.08	+28.7%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	8.12.2020	250.79	+31.1%
		USD -R-	8.12.2020	118.47	+42.9%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	8.12.2020	198.96	+3.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	7.12.2020	92.50	-9.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	8.12.2020	1.58	+20.3%
		CHF -3a-	8.12.2020	1.22	+20.3%

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

