



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Getrieben von einer Flut des billigen Geldes, schien es die letzten Jahre ein Leichtes, mit Aktien zu gewinnen. Mittlerweile werden viele verwöhnte Neuanleger schon ungeduldig, wenn sich ihre heisse Aktie nicht wie gewohnt in drei Monaten verdoppelt. Star der Stunde ist Cathie Wood, deren Ark-Innovation-Fondsfamilie innert Jahresfrist von 4 auf über 40 Milliarden Dollar Volumen hochgeschwungen ist. Die Zahl der Anleger, die sich noch an einen richtigen Bärenmarkt oder gar steigende Zinsen und Inflation erinnern können, ist auf ein kleines Häufchen zusammengeschrumpft. Die historische Perspektive sieht aber gar nicht gut aus, besonders für den teuren US-Markt: Ausgehend vom heutigen Bewertungsniveau dürfte inflationsbereinigt eher eine Nullrendite über 10 Jahre ein Thema für die meisten Anleger werden als weitere Verdoppelungen. Der Ark Innovation Fund mit seinen riesigen illiquiden Positionen in unprofitablen Startups könnte einen katastrophalen Schiffbruch erleiden. Das starke Kursrally bei den spekulativen Tech-Werten der Nasdaq am 9. März ist auch ein Alarmzeichen: Wie Bespoke Investments aufzeigt, gab es so starke Nasdaq-Preissprünge im Vergleich zum Dow Jones zuletzt nur nach dem Platzen der Tech-Blase im Jahr 2000. Alle Zeichen stehen auf Sturm. Das Potenzial für Enttäuschungen ist gross. Wir hoffen, das Schlimmste vermeiden zu können, weil wir nicht wie alle das Depot voll mit Tech-Aktien haben. Doch Investieren in den nächsten Jahren dürfte sicher alles andere als leicht oder ein Spass werden.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Lektionen der Vergangenheit .....	1
Aktien Plus Minus: GrafTech und Valero Energy .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex .....	8

## Titelgeschichte

# Lektionen der Vergangenheit

**Die Anzeichen verdichten sich, dass wir an einem historischen Wendepunkt an den Finanzmärkten stehen: Zinsen und Inflation könnten aus ihrem langen Abwärtstrend ausbrechen. Die Dominanz des US-Markts dürfte zu Gunsten Asiens schrumpfen. Viele Anleger sind in der kurzfristigen Trendjagd gefangen und drohen, wichtige langfristige Lektionen der Vergangenheit ausser Acht zu lassen.**

Investieren, so lehrten es die letzten drei Jahre, kann so leicht sein: Man kauft einfach die Aktien dominanter Industrien im führenden Aktienmarkt der Welt und profitiert mit amerikanischen Tech-Titeln wie Apple, Alphabet oder Microsoft.

Doch ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass dies durch den Wandel der Zeiten keine erfolversprechende Strategie war. Nach derselben Logik hätten Anleger im Jahr 1900 im damals dominanten britischen Markt vor allem Eisenbahn-Aktien gekauft, welche die Hälfte des gesamten Werts an der Londoner Börse stellten. Die Eisenbahn-Titel sind alle Pleite gegangen, wurden verstaatlicht oder sind zur Bedeutungslosigkeit geschrumpft. In den USA stellten die Eisenbahnen damals sogar 63% des gesamten Aktienmarkts. Ihre Überbleibsel machen heute weniger als 1% der US-Börse aus.

Gemäss einer epochalen Studie des Credit Suisse Research Institute ([Link zur Studie](#)), lag 80% des US-Börsenwerts im Jahr 1900 in Industrien, die heute bedeutungslos oder gar ausgestorben sind. Damals befanden sich im Dow-Jones-Index unter anderem so illustre Namen wie American Cotton Oil, Pacific Mail Steamship oder U.S. Leather.



**Vier Lektionen der ganz langen Sicht für heute**

Bei langfristigen Studien zur Rendite mit Aktien ist deshalb immer ein «Survivorship Bias» enthalten: Die Zahlen gehen auf die Kursentwicklung der Unternehmen zurück, welche überlebt haben. Mit simplen Buy&Hold der Dow-Jones-Titel wäre das Resultat weniger erfreulich gewesen.

Auch auf Länderebene gab es einige dramatische Verschiebungen: Die grosse Erfolgsgeschichte waren die USA, deren Anteil an den Weltbörsen von 15% im Jahr 1900 auf heute 56% angestiegen ist.

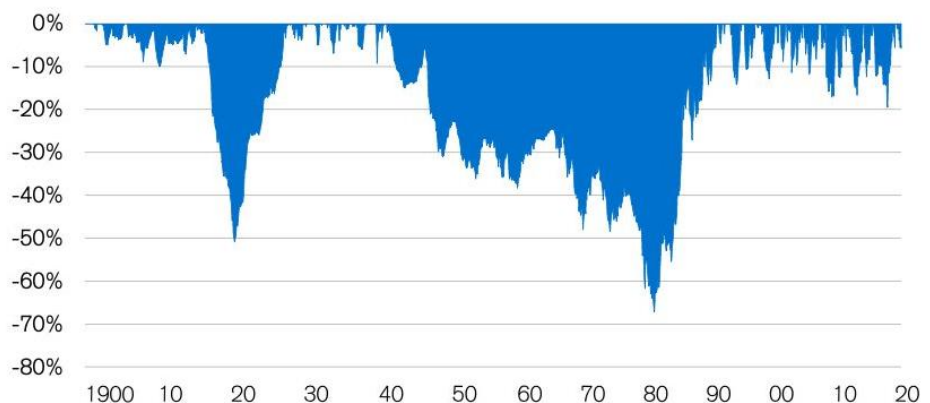
Langfristige Studien zur Überlegenheit des Aktieninvestments werden denn auch gerne mit Daten zum US-Markt untermauert. Doch was ist mit den Anlegern an den im Jahr 1900 gewichtigen Börsen wie Russland (6%) oder Österreich-Ungarn (5%) geschehen? Im Fall Russlands folgte nach der Oktoberrevolution der Totalverlust. Die österreichische Börse war durch Kriege und Hochinflationsphasen der schlechteste Aktienmarkt der Welt von allen Märkten mit einem kontinuierlichen Track Record über die gesamten 120 Jahre. Die britische Börse hat dagegen über das Jahrhundert massiv an Bedeutung eingebüsst, ihr Anteil am Börsenwert der Welt sank von 24% auf 4%. Der Anteil Deutschlands ging im selben Zeitraum von 13% auf unter 3% zurück.

Natürlich hat niemand einen Anlagehorizont von 120 Jahren. Doch der Blick auf die ganz lange Sicht ist nützlich, um eine Ahnung davon zu bekommen, welche Überraschungen in naher Zukunft auf uns lauern könnten. Deshalb heben wir hier vier Erkenntnisse aus der Credit-Suisse-Studie hervor, welche im aktuellen Umfeld von Belang sind:

**1. Anleihen können gefährlicher sein als Aktien**

Nach gängiger Lehre gelten Aktien als riskant und Anleihen als sicher. Dies beruht auf der Beobachtung, dass normalerweise Anleihen weniger im Wert schwanken als Aktien. Die Volatilität ist jedoch aus unserer Sicht nicht das effektive Risiko einer Anlage, sondern die Gefahr von realen Kaufkraftverlusten. Aus dieser Optik können Anleihen bei stark steigender Inflation sogar gefährlicher sein als Aktien. Der Zins ist nominal fixiert und gleichzeitig schwindet die Kaufkraft des Geldes. Nimmt man die realen, also inflationsbereinigten Renditen zum Massstab, so verzeichneten US-Anleihen im letzten Jahrhundert zwei Mal Verluste von über 50% (siehe Grafik).

**But bonds have also had large drawdowns in real terms**



Die Grafik zeigt die Verlustperioden für amerikanische Anleihen, bereinigt um die Inflation. Reale Verluste von 50% gab es im vergangenen Jahrhundert zwei Mal. (Quelle: Bloomberg/Credit Suisse)

Die Drawdowns der Bonds waren damit ähnlich schlimm wie diejenigen der Aktienmärkte, auch wenn Dividendenpapiere häufiger die Hälfte ihres Realwerts verloren. Anleger in US-Anleihen hatten allerdings noch Glück. Nur schweizerische und kanadische waren über 120 Jahre solider. In vielen Ländern, die von heftigen Inflationsschüben und Kriegen geplagt wurden, waren festverzinsliche Papiere ein totales Desaster. In Deutschland, Österreich, Italien und Japan kam es faktisch zum Totalverlust. Selbst in den Niederlanden oder dem Vereinigten Königreich mussten Anleger über eine Phase von 80 Jahren reale Verluste einstecken!

So dramatische Verlustperioden haben zwei Voraussetzungen: Erstens einen Staat, der grosse fiskalische Defizite weitgehend über die Notenpresse finanziert und so die Inflation anheizt. Und zweitens Anleihen, die nur einen tiefen Zins ausweisen, der wenig gegen die steigende Teuerung schützt. Beide Bedingungen sind heute im «Krieg gegen den Virus» erfüllt.

## **2. Aktien bieten nur mässigen Inflationsschutz**

Aktien als Beteiligungen an Unternehmen stellen grundsätzlich Sachwerte dar und bieten deshalb in der Theorie Schutz gegen die Inflation. In der Praxis ergibt sich jedoch bei steigenden Inflationsraten das Problem, dass der Zeithorizont der Anleger verkürzt wird und damit die Bewertungen von Aktien schrumpfen. Vereinfacht gesagt, braucht jeder in der Inflation mehr Geld, um laufende Ausgaben decken zu können und verscherbelt dafür Vermögenswerte. In der Credit-Suisse-Studie über alle Märkte und Zeiträume ergab sich ein deutlich negativer Zusammenhang zwischen Inflation und den realen, also inflationsbereinigten Aktienrenditen. Ab einer Inflationsrate von 7.5%, was immerhin in einem Fünftel aller Beobachtungszeiträume erreicht wurde, begannen die realen Renditen von Aktien negativ zu werden bis hin zu -10.5% jährlich in der Hochinflation. Die Autoren der Studie heben denn auch hervor, dass Aktien zwar als Sachwerte gegenüber Papierwerten wie Anleihen einen besseren Inflationsschutz bieten. Irgendetwas sollten die Aktien auch nach einer Inflationskrise noch wert sein. Aktien sind aber keine Versicherung oder gar ein Hedge gegen die Inflation. Diese Rolle können, wenn überhaupt, eher Gold und Rohstoffe einnehmen.

## **3. Wachstumsbranchen sind oft keine guten Investments**

Der Glaube, dass man vorzugsweise in Aktien aus stark wachsenden Branchen investieren soll, ist derzeit sehr populär. Die langfristigen Studien der Credit Suisse zeigen jedoch, dass alles davon abhängt, wie viel im Preis der neuen Industrien schon enthalten ist und ob die Firmen diese Erwartungen dann erfüllen können. Um beim Ausgangsbeispiel der Eisenbahnen in den USA zu bleiben: Dies war der Sektor mit dem grössten Bedeutungsverlust über die 120 Jahre. Trotzdem haben Eisenbahnaktien über den langen Zeitraum den Markt geschlagen – und waren ein viel besseres Investment als neue Konkurrenzindustrien wie Trucking oder Airlines, welche gesamthaft massiv stärker gewachsen sind als die Eisenbahnen. Eine schrumpfende Industrie mit ein paar wenigen Akteuren mit starker Marktstellung ist oft besser als eine vielversprechende Wachstumsbranche, in die viel Kapital hineindrängelt. Nach dieser Logik sollten Eisenbahnaktien oder sogar Öllaktien das lukrativere Investment sein als etwa die derzeit boomenden Titel für Elektromobilität.

## **4. Wachstumsländer ebenso**

Auch bei der Aktienselektion werden Anleger gerne von stark wachsenden Emerging Markets angezogen. Die verbreitete Annahme, dass eine stark wachsende Wirtschaft

auch gut für den Aktienmarkt ist, wurde jedoch auch in der Credit-Suisse-Studie einmal mehr widerlegt: Der Zusammenhang zwischen dem Wachstum des Bruttoinlandprodukts BIP und den realen Aktienrenditen der Länder war über die 120 Jahre sogar leicht negativ. Und dies obwohl der Anteil der Emerging Markets an den Weltaktienmärkten allein in den letzten 20 Jahren von 3% auf 14% gestiegen ist. Der Survivorship Bias ist zudem ein grosses Problem: Ehemals vielversprechende Schwellenländer wie Argentinien, Venezuela, Zimbabwe oder Nigeria entwickelten sich katastrophal.

### **Konklusionen für Anleger**

Die sehr langfristige Perspektive der Credit-Suisse-Studie hilft, die wirklich grossen Gefahren beim Investieren zu erkennen. Ein heute übliches Anlageportfolio beruht auf drei möglicherweise fatalen Fehlannahmen: 1. Anleihen sind sicher und nützen zur Diversifikation des Aktienrisikos. 2. Aktien sind alternativlos und bieten sogar noch Inflationsschutz. 3. Aktien aus Wachstumsbranchen und -ländern sollen übergewichtet werden.

Aus unserer Sicht ist Überleben beim Investieren alles: Ein Anleger muss nicht jede Schwankung eines Marktes korrekt voraussehen oder die grossen Gewinneraktien der Zukunft finden. Sondern es geht primär darum, fatale Fehler zu vermeiden, um weiter an dem Spiel mit positivem Erwartungswert teilhaben zu können. Folglich sollte auch nicht alles auf ein, zwei Karten gesetzt werden, sondern eine breite Diversifikation auch über unpopuläre Märkte und Länder ist angezeigt: Weniger USA und Tech, mehr Emerging Markets, Japan und direkte Rohstoffanlagen. (pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel  
Aktienanalyst

### + GrafTech International

GrafTech ist vor einigen Monaten in unserem Screening aufgetaucht und die Zahlen brachten uns ins Staunen. Der amerikanische Hersteller von Graphit-Elektroden für die elektrische Stahlerzeugung erzielte 2019 eine Nettomarge von über 40%. Gleichzeitig ist die Aktie mit einer Free-Cashflow Rendite von über 15% günstig. Aber wie kann das in so einer Branche sein? Ist man doch solche Margen allenfalls von Softwarekonzernen gewöhnt. Das hängt von mehreren Faktoren ab. Graphit-Elektroden brauchen sechs Monate, um produziert zu werden, sie werden aber in etwa acht Betriebsstunden von der Stahlmühle verbraucht. Sollten dem Stahlproduzenten die Graphit-Elektroden ausgehen und es sind keine lieferbar, drohen teure Produktionsausfälle. Graphit-Elektroden sind also ein kritischer Inputfaktor für den Stahlproduzenten, sie machen jedoch nur etwa zwei Prozent der Inputkosten aus. Daher sind die Stahlmühlen bereit, für eine garantierte Liefermenge eine Prämie zu bezahlen. In der Herstellung von Graphit-Elektroden ist Grösse entscheidend, und GrafTech ist der grösste Hersteller ausserhalb Chinas und hat somit Kostenvorteile. Ausserdem ist es sehr teuer, neue Produktionsanlagen dafür zu bauen, und damit sind die Markteintrittsbarrieren für neue Anbieter hoch. Übrigens profitiert GrafTech vom ESG-Trend. Der Hauptabnehmer für Graphit-Elektroden sind Stahlmühlen, die Schrott einschmelzen, um neuen Stahl zu erzeugen. Dabei fällt 75% weniger CO<sub>2</sub> an als bei der konventionellen Stahlerzeugung. Vor einer sofortigen Investition hielt uns zunächst noch die strapazierte Bilanz ab. Im letzten Jahr bezahlte GrafTech jedoch 400 Millionen USD Schulden zurück, wodurch die Verschuldung vertretbar und die Aktie für uns zum Kauf wurde.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

### – Valero Energy

So schnell sie kommen, gehen sie auch wieder: Der Quantex Global Value Fonds verkauft die Aktien von Valero nach gerade einmal vier Monaten wieder. Bei unserem Global Value Fonds liegt die durchschnittliche Haltedauer bei ungefähr ein bis zwei Jahren, was für eine Value-Boutique allgemein schon relativ kurz ist. Eine Aktie nach einem Quartal wieder zu verkaufen, ist aber sogar für uns aussergewöhnlich. Glücklicherweise kommt das Investment in Valero sehr nahe ans Best-Case-Szenario: Genau einen Monat nach dem Kauf publizierte Pfizer die Nachricht, einen wirksamen Impfstoff gefunden zu haben. Diese Nachricht war der Startschuss der Value-Rotation, welche eine massive Out-performance des verhassten Öl & Gas-Sektors bewirkte. Valeros anschliessender Jahresabschluss war eher enttäuschend, und wir konnten den fairen Wert nicht erhöhen, mussten ihn aber glücklicherweise auch nicht senken. Als dann im Februar durch einen Wintersturm in Texas der für Raffinerien so wichtige Crack-Spread (der Unterschied zwischen Öl- und Treibstoffpreis) in die Höhe schnellte, erreichten die Aktien von Valero ihren fairen Wert und wir verkauften.

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. März 2021

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orell Füssli	Handel	6	-1.7%	5.2%
Peach Property	Immobilien	5	-4.7%	0.0%
LafargeHolcim	Baumaterialien	5	8.0%	3.8%
Compagnie Fin Trad	Finanzdienstl.	5	10.9%	4.4%
UBS Group	Banken	4	37.2%	4.8%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Franklin Res	Finanzdienstl.	9	7.7%	4.1%
Pultegroup	Hausbau	9	13.6%	1.1%
Intel	Halbleiter	7	8.2%	2.2%
Nucor	Eisen & Stahl	7	5.4%	2.6%
JM Smucker	Nahrungsmittel	6	7.6%	3.0%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Rio Tinto	Bergbau	10	6.9%	7.0%
Boliden	Bergbau	9	5.5%	2.1%
Barratt	Hausbau	6	10.9%	0.0%
BBVA	Banken	6	-	3.4%
IG Group	Finanzdienstl.	6	9.5%	5.5%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pax Global Tech	Computer	10	17.2%	3.1%
MMK	Eisen & Stahl	10	26.8%	8.2%
China Res Cement	Baumaterialien	9	14.9%	6.5%
Topco Scientific	Halbleiter	9	8.7%	5.3%
Vinythai	Chemie	9	9.9%	4.0%

## Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mineros	Kolumbien	10	4.5%	4.7%
Pan African Res	UK	9	5.4%	4.0%
Dundee Precious	Kanada	6	16.0%	1.6%
Polymetal	Russland	5	5.6%	4.4%
Polyus	Russland	4	5.6%	3.4%

## Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ferrovial	Anlagenbau	-10	3.7%	2.5%
Deutsche Börse	Finanzdienstl.	-7	5.1%	2.2%
Beoing	Luftfahrt	-7	-11.4%	0.9%
MCH Group	Dienstleist.	-7	1.2%	0.0%
Nokia	Telekomm	-7	8.0%	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-	15.3.2021	<b>348.05</b>	+19.9%
		EUR -R-	15.3.2021	<b>203.15</b>	+16.9%
		USD -R-	15.3.2021	<b>230.80</b>	+13.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex Funds – Multi Asset	CHF -S-	15.3.2021	<b>109.19</b>	+9.8%
		EUR -S-	15.3.2021	<b>106.99</b>	+7.0%
		USD -S-	15.3.2021	<b>104.03</b>	+3.9%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	15.3.2021	<b>234.08</b>	-7.6%
		USD -R-	15.3.2021	<b>105.85</b>	-12.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	15.3.2021	<b>214.40</b>	+4.7%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	15.3.2021	<b>103.30</b>	+9.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	15.3.2021	<b>1.76</b>	+9.3%
		CHF -3a-	15.3.2021	<b>1.36</b>	+9.3%



**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  
LÖWENSTRASSE 30  
CH-8001 ZÜRICH  
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

