



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Zu Beginn meiner Berufstätigkeit Ende der 1990er Jahre arbeitete ich neben dem Studium als Finanzjournalist. Damals waren Sektorfonds etwas ganz Neues. Zuvor waren nur Länderfonds üblich. Ich recherchierte über die neue Palette der Credit Suisse, welche sechs Fonds für Sektoren wie «Technology», «Healthcare», «Telecom» und so weiter aufgelegt hatte. Aber die Palette war nicht komplett und deckte ein paar Branchen wie Bergbau oder Stahl überhaupt nicht ab. Auf meine naive Nachfrage lachte der verantwortliche Banker nur und meinte, für einen solchen «Lost Industries Fund» gäbe es sicher keine Nachfrage. Ironischerweise waren es jedoch genau Aktien aus diesen verloren geglaubten Industrien, welche die nächsten Jahre die mit Abstand besten Renditen brachten.

Es wird immer zu viel mit dem Rückspiegel investiert, geplant und regiert. Anleger kaufen Technologie-Aktien, weil dies die letzten zehn Jahr so gut funktioniert hatte. Die Notenbanken planen die Deflationsbekämpfung, weil dies nach der Finanzkrise ihre grösste Sorge war. Die Regierungen planen den forcierten Umstieg zu Elektroautos, weil es Strom die letzten Jahre ja im Überfluss gab. Da wir alle keine guten Zukunftspropheten sind, hilft dagegen nur die Diversifikation in unpopuläre Sektoren und Szenarien. Während es für Politiker und Notenbanker schwierig bis unmöglich ist, der Wählerschaft antizyklisch unpopuläre Massnahmen zu verkaufen, haben wir Investoren jedoch einen grossen Vorteil: Unpopuläre Investments werden billiger. Ein klares Signal des Marktes, dass man sich mehr davon zulegen sollte.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die Rache der Old Economy.....	1
Aktien Plus Minus: Glencore und Marks&Spencer .....	4
Quant-Corner .....	5
Über Quantex.....	7

## Titelgeschichte

### Die Rache der Old Economy

**Die Kapitalflüsse sind entscheidend für die zukünftigen Renditen eines Investments. Zu viel Kapital führt zu Überkapazitäten und schwindenden Margen. Populäre Zukunftstechnologien sind deshalb oft ein schlechtes Investment. Kapitalknappheit dagegen erhöht die Renditen der überlebenden Akteure. Dies zeigt der aktuelle Höhenflug der Vertreter der «Old Economy».**

Berufsleute in Zukunftsbranchen sind gefragt: 100'000 Dollar Jahreslohn, viel Freizeit und 50'000 Dollar Willkommensbonus bei Unterschrift. Das ist gemäss «Wall Street Journal» das aktuelle Angebot – nicht für Software-Entwickler im Silicon Valley – sondern für Lastwagenfahrer in Westaustralien. Inzwischen lassen sich sogar schon Piloten der nationalen Airline Qantas zum Truck Driver umschulen.

Zugegeben, die Situation in Westaustralien ist extrem: Wegen rigiden Lockdown-Regeln dürfen die Unternehmen nicht einmal über die Provinzgrenze in Sydney neue Lastwagenfahrer anwerben, geschweige denn im Ausland. Deshalb ist der grosse Kampf um die Talente am Steuer entbrannt.

Doch in Europa sieht es nicht viel besser aus: In Grossbritannien fehlen derzeit 100'000 Lastwagenfahrer. Nach dem Brexit hatten viele Ausländer das Land verlassen. Angesichts der akuten Versorgungsknappheit versuchte die Johnson-Regierung notfallmässig mit 5000 Spezial-Visas ein paar Brummi-Fahrer ins Land zu holen. Bis zum 5. Oktober hatten sich gerade mal 127 Personen darauf gemeldet.



Das Problem wird nicht so bald verschwinden: Wie die «Financial Times» berichtet, ist die Hälfte aller aktiven britischen Lastwagenfahrer über 55 Jahre alt. Jedes Jahr gehen mehr in Pension als neu einsteigen. Truck Driver ist kein Traumberuf für die Jungen: Lieber macht man etwas mit Social Media, Umwelt oder Software.

Genau dort liegt der Kern des Problems: nicht nur bei der Berufswahl, sondern auch bei der Kapitalallokation an den Finanzmärkten. Die letzten Jahre ist viel zu viel Geld in den Techsektor und teils absurdeste Startups geflossen. Andere Sektoren, welche fundamentalere Grundbedürfnisse decken, wurden vernachlässigt. Oder wie im Fall der fossilen Energien sogar aktiv desinvestiert und von Kapital abgeschnitten. Das geht bis hin zu Banken, welche auf Druck «nachhaltiger Investoren» angefangen haben, neue Kredite für Kohleminen oder Gasquellen zu verweigern.

**Die Energiekrise ist die Folge der Fehlinvestitionen**

Nun haben wir in Europa die schlimmste Energiekrise und die höchsten Inflationsraten seit den 1970er Jahren, und der Winter hat noch nicht einmal angefangen: Es fehlt an Erdgas, Kohle, Strom, Holz, Stahl und Frachtcontainern. Und dazu entsprechend fehlt es auch an Lastwagenfahrern, Handwerkern und Seeleuten – Zehntausenden von Matrosen aus armen Schwellenländern wurde während der Corona-Lockdowns über Monate der Landgang verweigert. Nun haben verständlicherweise viele ihrem Beruf den Rücken gekehrt: Soll doch der Weihnachtsmann den Kindern der reichen Industrieländer die Geschenke aus China holen. Die Preise für Containerfracht von China in die USA haben sich in Jahresfrist verzehnfacht.

Die Lage spitzte sich diese Woche noch einmal dramatisch zu: Der Erdgaspreis in Europa schoss von Montag bis Mittwoch um 60% in die Höhe, nachdem er sich zuvor seit Jahresbeginn schon mehr als vervierfacht hatte. Die Wirtschaftserholung droht durch die überbordende Preisinflation abgewürgt zu werden. Die Notenbanken stehen in Schockstarre daneben und müssen angesichts der rasanten Teuerung über eine restriktivere Geldpolitik nachdenken – zu lange hatten sie den Kopf in den Sand gesteckt und die aufkeimende Inflation ignoriert.

Am Aktienmarkt macht sich ein erster Hauch von Panik breit, hatte man sich doch die letzten Jahre bei jeder Krise auf neue Injektionen von billigem Geld durch die Notenbanken verlassen können. Durch all das billige Geld der Notenbanken und ökologische Dogmen kam es jedoch erst zu den Fehlallokationen von Kapital, dessen Folgen wir jetzt ausbaden müssen. Die Realität hält für Investoren immer wieder Überraschungen bereit (siehe Grafik unten).

**Erkennen Sie die Zukunftstechnologie?**



Die Grafik zeigt die Rendite in Prozent des SPDR Energy ETF (blau) gegenüber der Rendite des Invesco Solar ETF (rot) seit Jahresbeginn. Ölaktien sind 29% im Plus, während Solaraktien 25% verloren haben. (Quelle: Bloomberg)

Jeff Currie, Chef des Rohstoff-Researchs von Goldman Sachs, bringt gegenüber Bloomberg die Misere auf den Punkt: «In vielen Teilen der Welt wurde zu viel in Wind, zu viel in Solar investiert. Die New Economy ist überschwemmt worden mit Investitionen, die Old Economy wurde ausgehungert.»

Currie ist alt genug, um die Tech-Blase der Jahrtausendwende aktiv miterlebt zu haben. Seine Wortwahl mit New und Old Economy verrät es. Damals wurden die Ausdrücke geprägt. Es kam zu ähnlichen Verzerrungen wie heute: Der New-Economy-Hype des Internets der späten 1990er Jahre wurde abgelöst durch einen von China getriebenen Boom der Old Economy. Vom Jahr 2000 bis 2007 waren etwa Stahllaktien und Minentitel die heissesten Sektoren am Aktienmarkt.

Diesmal scheinen aber die Verzerrungen und Fehlinvestitionen weit grösser zu sein. Die Geldpolitik war die letzten zehn Jahre um ein Vielfaches lockerer als in den 1990ern. Entsprechend war auch der Boom in den heissen Sektoren extremer: 2020 und 2021 wurden ständig neue Rekorde in Sachen Börsengänge geschrieben – darunter waren jedoch keine Öl- oder Gasaktien.

Durch Corona und die massiven Gelddruck-Aktionen als Reaktion darauf wurde die Entwicklung beschleunigt. Millionen von neuen Anlegern drängten mit ihren Stimulus-Checks und Kurzarbeitsentschädigungen an die Börse, um Technologie-Titel, Neuemissionen und Kryptowährungen zu kaufen. Der typische Neankömmling versteht unter Diversifikation ein «Portfolio» von cool klingenden Kryptowährungen und einer Position in Tesla-Aktien, vielleicht auch noch einen Tech-ETF wie der von ARK. Leider wird dies wenig helfen, die nun plötzlich doppelt so hohe Stromrechnung zu bezahlen.

In der ökonomischen Theorie ist alles ganz einfach: Branchen, in die viel Kapital drängt, lassen durch das Überangebot an Geld und Konkurrenz tiefere Anlagerenditen in der Zukunft erwarten. Das umgekehrte gilt für Wirtschaftszweige, in die kein Kapital fliesst oder die sogar davon abgeschnitten werden. Dort winken höhere Renditen für alle verbleibenden Akteure.

In der Praxis ist alles jedoch nicht so einfach: Es fühlt sich viel besser an, in trendige Zukunftsbranchen wie Wasserstoff und Autonomes Fahren zu investieren. Vor allem, wenn es alle «Bros» und «Influencer» auf den sozialen Netzwerken auch tun.

Institutionelle Investoren unterliegen in ihren Anlagekomitees ähnlichen Zwängen. Wer ein Votum für mehr nachhaltige Anlagen einbringt, darf mit Zuspruch für seine Weitsicht rechnen. Vorschläge für mehr Investments in Öllaktien und Kohleminen dagegen...

Selbst die CEOs und Verwaltungsräte der verschmähten Branchen unterliegen dem Herdentrieb: Praktisch alle grossen Energiemultis haben ihre Investitionen in die Förderung von Öl und Gas drastisch zurückgefahren. Dabei hätte es für Investments kaum einen besseren Zeitpunkt gegeben als in den letzten zwei Jahren.

Zum Glück steigen aber in der Marktwirtschaft mit den Preisen die Anreize, die versäumten Investments nachzuholen und die Knappheit zu beheben. Noch ein paar Monate mit massiver Outperformance der Energie-Titel und so manches Investmenthaus wird seine Anlagepolitik diesbezüglich nochmals überdenken. Auf der anderen Seite verheisst die Realitätsanpassung jedoch wenig Gutes für Anlagen in den gehypten Zukunftstechnologien.

Derselbe Prozess wird auch die Fehlallokationen bei den Berufsleuten beheben – es dürfte nur noch etwas länger dauern, bis wir alle unseren Kindern empfehlen, eine Karriere als Lastwagenfahrer, Petroleum-Ingenieurin oder Forstwirt anzustreben. (pfr)

**„In der Theorie gibt es keinen Unterschied zwischen Theorie und Praxis.“**

**Yogi Berra**



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen

### + Glencore

Ende September haben wir für den Global Value und den Multi Asset Fonds Aktien des Schweizer Rohstoffkonzerns Glencore gekauft. Glencore fördert Kupfer (27% vom Ebitda im ersten Halbjahr), Kohle (18%), Zink (13%) und Nickel (4%) und ist einer der weltgrössten Rohstoffhändler. Wegen des hohen Kohleanteils hat Glencore ein schlechtes Image und gilt in der Finanzwelt als „böser Bube“. Doch genau diese Kohlesparte macht die Aktie jetzt so interessant. Durch die Knappheit am Energiemarkt hat sich der Kohlepreis seit Anfang des Jahres von 80 USD je Tonne auf 195 USD mehr als verdoppelt. Und Glencore profitiert davon ausserordentlich stark. Ging das Management für 2021 von einer Milliarde Dollar Ebitda aus dem Kohlegeschäft aus, sind es auf dem heutigen Preisniveau wohl eher 10 Milliarden. Da auch das Kupfergeschäft auf dem aktuellen Preisniveau ordentlich Gewinn abwirft und das Trading Business von der Volatilität am Rohstoffmarkt profitieren sollte, rechnen wir für dieses Jahr mit viel freiem Cashflow. In unserer Schätzung für den fairen Wert gehen wir jedoch ab dem zweiten Jahr von tieferen Rohstoffpreisen und rückläufigen Cashflows aus. Auch mit diesen konservativen Annahmen ist die Bewertung mit einer normalisierten freien Cashflow Rendite von 11% günstig. Wir kaufen daher die unbeliebte Aktie und bekommen für jeden Tag mit Kohlepreisen auf dem jetzigen Niveau einen Bonus obendrauf.



Moritz Nebel  
Aktienanalyst

### – Marks&Spencer

Nach gut sechs Monaten haben wir uns von den Aktien des britischen Handelskonzerns Marks&Spencer getrennt. Das traditionsreiche Unternehmen befindet sich seit Jahren im Turnaround-Modus. Im Zuge der Corona Krise wurden die Aktien dann sehr günstig und wir nahmen an, dass der Konzern von einem Konsumboom nach der Corona Pandemie profitieren könnte. So kam es dann auch, und Marks&Spencer konnte mit einem guten Update überzeugen. Also alles gut, könnte man meinen. Trotzdem haben wir die Aktie etwas unter unserem geschätzten fairen Wert verkauft. Da stellt sich natürlich die Frage nach dem „Warum?“. Ende September veröffentlichte der US-amerikanische Gemischtwarenhändler „Bed, Bath & Beyond“ seine Quartalszahlen. Dabei zeigte sich ein höchst ungünstiges Bild. Die Kosten sind im vergangenen Quartal aus dem Ruder gelaufen und die Marge erodiert. Vor allem die explodierenden Frachtkosten machten dem Konzern zu schaffen. Auf Jahressicht haben sich diese verzehnfacht. Weil gleichzeitig die Konsumentenlaune so langsam abbröckelt, war auch die Umsatzseite enttäuschend. Die Aktie verlor nach Bekanntgabe der Zahlen auf einen Schlag über 20%. Wir befürchten ein ähnliches Horrorszenario aus steigenden Kosten, Margendruck und einer schlechter werdenden Nachfrage für Marks&Spencer. Da die Firma auch noch netto Schulden hat, sind uns die Risiken zu gross geworden und wir verkauften die Aktien mit einem ansehnlichen Gewinn von knapp 40%.

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Oktober 2021

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Cavazzi	Maschinen	6	14.5%	4.8%
Swisscom	Telekomm.	6	5.8%	4.1%
Tornos	Maschinen	6	30.3%	0.0%
Bellevue Group	Finanzdienstl.	5	12.8%	10.2%
V-Zug	Einrichtung	5	4.4%	0.0%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pfizer	Pharma	8	8.3%	3.7%
Franklin Res	Finanzdienstl.	7	5.4%	3.7%
KeyCorp	Banken	7	-	3.3%
Allstate	Versicherungen	6	11.0%	2.3%
Tyson Foods	Nahrungsmittel	6	7.1%	2.3%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
OMV	Öl & Gas	7	5.6%	3.5%
AP Moller Maersk	Fracht	7	19.0%	1.9%
Ipsen	Pharma	7	10.2%	1.2%
PKN Orlen	Öl & Gas	7	5.1%	4.3%
Anglo American	Bergbau	7	16.2%	9.3%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pax Global Tech	Computer	10	3.9%	3.3%
MMK	Eisen & Stahl	10	49.6%	11.5%
Hannstar Display	Elektronik	10	47.8%	3.1%
Citic Telecom	Telekomm	9	11.0%	8.0%
Lukoil	Öl & Gas	9	8.9%	3.7%

	<b>Titel</b>	<b>Land</b>	<b>Quantex R-Wert</b>	<b>Free Cashflow / Enterprise Value</b>	<b>Dividenden-Rendite</b>
<b>Goldminen</b>	Atalaya	Zypern	10	17.1%	0.0%
	West African Res	Australien	9	11.9%	0.0%
	Pan African Res	UK	8	7.1%	4.5%
	Argonaut Gold	Kanada	7	-2.7%	0.0%
	Dundee Precious	Kanada	6	18.3%	1.8%

	<b>Titel</b>	<b>Sektor</b>	<b>Quantex R-Wert</b>	<b>Free Cashflow / Enterprise Value</b>	<b>Dividenden-Rendite</b>
<b>Achtung, gefährliche Bewertungen!</b>	Las Vegas Sands	Hotellerie	-9	-3.4%	0.0%
	IWG	Dienstleist.	-9	2.1%	0.0%
	WH Smith	Einzelhandel	-8	-0.2%	0.0%
	Wynn Resorts	Hotellerie	-8	-4.9%	0.0%
	Gol	Fluglinien	-8	-1.7%	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-	5.10.2021	<b>364.60</b>	+25.6%
		EUR -R-	5.10.2021	<b>217.51</b>	+25.1%
		USD -R-	5.10.2021	<b>242.57</b>	+19.3%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	5.10.2021	<b>115.82</b>	+16.4%
		EUR -S-	5.10.2021	<b>117.00</b>	+17.0%
		USD -S-	5.10.2021	<b>110.73</b>	+10.6%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	5.10.2021	<b>224.64</b>	-11.3%
		USD -R-	5.10.2021	<b>101.49</b>	-15.7%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	5.10.2021	<b>226.44</b>	+10.6%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	5.10.2021	<b>106.20</b>	+12.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	5.10.2021	<b>1.85</b>	+14.8%
		CHF -3a-	5.10.2021	<b>1.43</b>	+14.8%

### Haftungsausschluss

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung. Anleger sollten bei ihrer Investitionsentscheidung dieses Dokument nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Es dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Dokument genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Das Dokument 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. Die allenfalls dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Anteile der in diesem Bericht allenfalls erwähnten Anlagefonds dürfen an bestimmte Anlegertypen, in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Bitte wählen sie unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> das korrekte Domizil und den korrekten Anlegertyp, um die zulässigen Informationen anzuzeigen. 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 Fondsdokumenten 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](http://WWW.QUANTEX.CH)

