



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Glauben Sie an die Energiewende mit Wind- und Solarkraft? Dann kaufen Sie Stahl- und Kohleaktien: Ein Gigawatt Leistung mit Wind- oder Solarenergie braucht rund fünf Mal mehr Stahl wie ein Gigawatt aus einem konventionellen Kraftwerk mit Erdgas oder Kohle. Und wenn der Wind nicht bläst und die Sonne nicht scheint, braucht es das fossile Kraftwerk trotzdem noch – oder irgendwann weitere Megatonnen von Stahl für gigantische Wasserstoff-Speichertanks und Pipelines. Kohlestrom ist das noch auf längere Zeit unerlässliche Backup für die Erneuerbaren. Die Welt wird 2022 leider mehr Heizkohle verbrauchen als je zuvor, angeführt von Ländern wie Deutschland, die damit das russische Gas ersetzen. Das Palaver am Klimagipfel ist eine reine Farce. Wenn es um die Kühlkette für die Wurst geht und um ein warmes Bett, dann werden selbst grüne Regierungen lieber Kohle verheizen als Blackouts riskieren. Ob die ganze Energiewende so überhaupt Sinn macht, sei dahingestellt. Schliesslich verursacht auch die Stahlerzeugung sehr viel CO₂. Vorerst scheinen die meisten Regierungen entschlossen, die Umstellung durchzuziehen. Aus Anlegersicht sind es aber nicht nur die zukünftige Nachfrage und die tiefen Bewertungen, welche für Stahl- und Kohleaktien sprechen. Es ist vor allem auch das knappe Angebot, da in den letzten zehn Jahren kaum noch jemand in neue Stahlwerke und Kohleminen investiert hatte. Das beste Aktieninvestment, dass man im wilden Boom der Zukunftsfantasien von 2020/21 hätte kaufen können, waren – oh bittere Börsenironie – Kohleminen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Stolz und Vorurteil	1
Aktien Plus Minus: Kraft Heinz und Altria	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Stolz und Vorurteil

Aktien und Anleihen aus Schwellenländern haben bei vielen Investoren einen schweren Stand. Doch es sind eher falsche Vorurteile als Fakten, welche die skeptische Ablehnungshaltung begründen. Im Gegenteil erscheint es eher als gefährlich, keine signifikanten Anlagen in Emerging Markets zu haben.

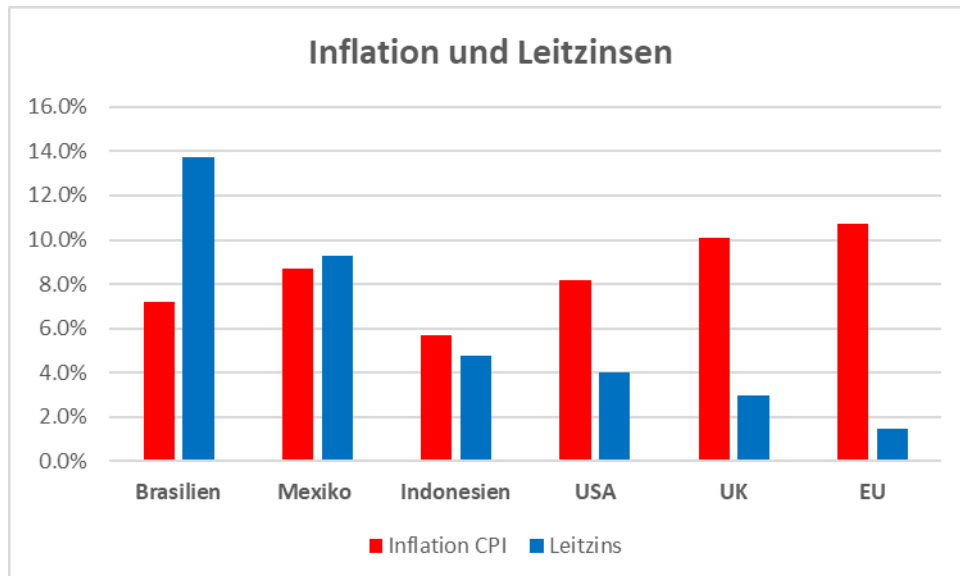
Als die Inflationsrate im Februar 2021 erstmals nach dem Corona-Crash wieder die Marke von 5% durchbrach, reagierte die Notenbank entschlossen und erhöhte die Zinsen um 0.75%. Die Rede ist natürlich von der brasilianischen Zentralbank, nicht den Schnarchnasen des amerikanischen Fed oder der EZB, welche das ganze Jahr 2021 noch mit Träumereien über «transitorische Inflation» verbrachten.

Erst mehr als ein Jahr später im März 2022 begann die US-Notenbank mit dem ersten Zinsschritt auf 0.5%, als die Teuerung bereits 7.9% erreicht hatte. Die EZB verharrte noch länger im Tiefschlaf und erhöhte die Zinsen erstmals im Juli dieses Jahres aus dem negativen Bereich auf 0% – bei einer Inflationsrate von damals schon 8.6%.

Die Notenbanker der Industrieländer hatten offensichtlich nach zwei Jahrzehnten mit sehr tiefer Inflation ihre Fähigkeiten oder gar den Willen zur Inflationsbekämpfung verloren und müssen sie nun «on the job» neu erlernen. Die Notenbanker der Emerging Markets dagegen konnten sich diesen Luxus nicht erlauben. Brasilien kam nie in den zweifelhaften Genuss von Nullzinsen oder gar Negativzinsen – doch entsprechend gut können Staat und Wirtschaft nun mit hohen Zinsen umgehen, man kennt es ja nicht anders.

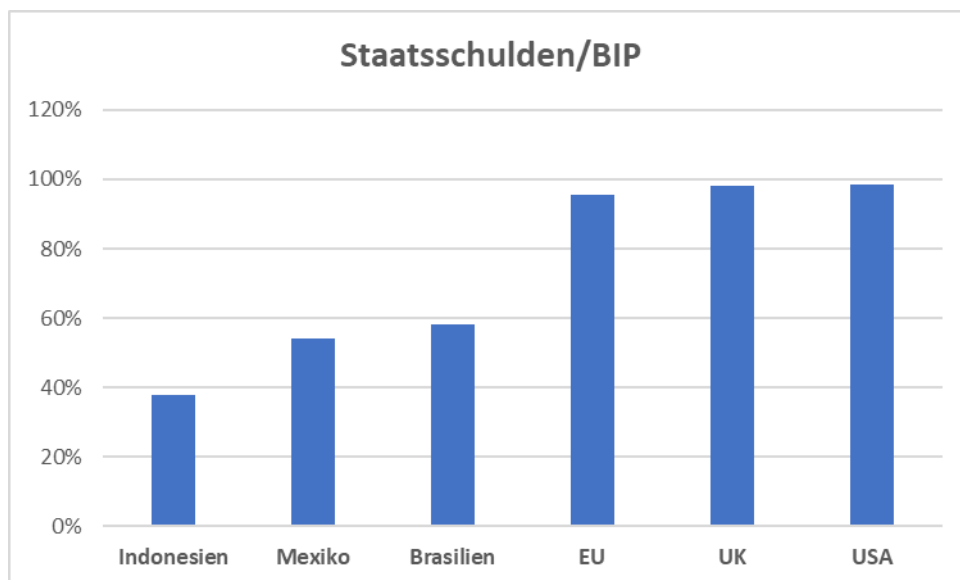


Aktuell liegt die Teuerung im Amazonasstaat bei 7.2% mit sinkender Tendenz und damit deutlich unter der Inflationsrate in den USA oder der Eurozone. Auch Länder wie Mexiko oder Indonesien haben die Inflation viel besser im Griff als die grossen Industriestaaten (siehe Grafik).



Die Inflationsraten in Schwellenländern sind aktuell tiefer und die Leitzinsen höher als in den Industrieländern. (Quelle: Bloomberg)

Wegen generell geringerer Verschuldungen von Staat und Haushalten dürften die Länder des Südens auch weniger zukünftige Probleme mit den Zinsen bekommen (siehe Grafik unten). In den meisten Industriestaaten droht dagegen eine gefährliche Spirale aus überbordenden Staatsschulden, Fiskaldefiziten und Inflation – oder ein deflationärer Crash mit Bankenpleiten.



Die Staatsschulden im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt BIP sind in Schwellenländern generell tiefer als in den Industriestaaten. (Quelle: Bloomberg)

Doch warum ist es trotz eklatant besserer Fundamentaldaten der Emerging Markets so, dass die meisten Anleger kaum an Investments in diese Länder denken und wir als Fondsmanager ständig mit kritischen Fragen zu unseren Aktien in Brasilien, Mexiko oder Indonesien konfrontiert werden?

Umfragen zu den Fakten entlarven die Vorurteile

Der Home Bias spielt eine grosse Rolle, also die allzu menschliche Tendenz, dass die Vertrautheit mit etwas ein Gefühl der Sicherheit gibt. Der Anleger glaubt, die politischen Risiken oder die Führung eines Unternehmens im eigenen Land besser einschätzen zu können als in Ländern auf der anderen Seite des Globus. Von diesen hört man in den Nachrichten ohnehin meist nur die schlechten News, was die falschen Vorurteile nährt. Das Kapitol wurde allerdings kürzlich in Washington gestürmt und nicht in Brasilia. Und der grösste Finanzbetrug der letzten Jahre fand mit Wirecard in Deutschland statt. Ganz zu schweigen von den Pleiten und Betrügereien, die aus dem irren Krypto- und Startup-Boom noch ans Tageslicht kommen dürften.

Der schwedische Arzt und Gesundheitsprofessor Hans Rosling hat in seinem lesenswerten Buch «Factfulness» eindrücklich dokumentiert, wie falsch unser Weltbild im Bezug auf Schwellen- und Entwicklungsländer tatsächlich ist. Er hatte sich einen Spass daraus gemacht, verschiedensten Gruppen von Experten oder Zuhörern Fragen zu stellen wie: «Was ist die durchschnittliche Lebenserwartung bei der Geburt heute weltweit?» Zur Auswahl stehen 50 Jahre, 60 Jahre und 70 Jahre.

Die richtige Antwort lautet 70 Jahre. Allein durch Zufall würde ein Schimpanse zu 33% die richtige Antwort aus den Dreien erwischen. Doch das Weltbild der von Rosling befragten Menschen ist systematisch falsch und zu negativ, vor allem in höhergebildeten Kreisen. In Schweden wussten generell nur 29% der Befragten die korrekte Antwort. An Roslings Karolinska-Institut tippten sogar nur 18% der Professoren richtig. Die sollten eigentlich etwas über Gesundheit wissen, vergeben sie doch immerhin den Nobelpreis für Medizin... Das negativste Weltbild hatten übrigens norwegische Lehrer, nur 7% wählten die korrekte Antwort «70 Jahre». Am häufigsten wurde die Antwort «60 Jahre» gewählt. Die wäre durchaus auch mal richtig gewesen – zuletzt allerdings im Jahr 1973.

Das Muster der negativen Vorurteile gegenüber den Entwicklungs- und Schwellenländern zieht sich durch alle von Roslings Befragungen durch. Ob Kindersterblichkeit, Impf- und Schulabgangsquoten oder den Anteil von Menschen, die in extremer Armut leben müssen: Menschen aus nördlichen Industriestaaten haben eine systematisch negativ verzerrte Sicht auf die südliche Welt. Wieso sollte es bei Investoren anders sein?

Die Vorurteile mischen sich schnell einmal mit Stolz und Überheblichkeit: Disziplin im Staatshaushalt und bei der Geldpolitik sind natürlich wichtig und werden von Institutionen der reichen Länder wie dem IWF seit Jahrzehnten eisern gepredigt – aber in Europa nimmt man es längst nicht mehr so genau mit den Fiskaldefiziten oder trickst mit «Sonderhaushalten». Solche Schummeleien würde man den Brasilianern kaum durchgehen lassen.

Paradox des Vertrauens

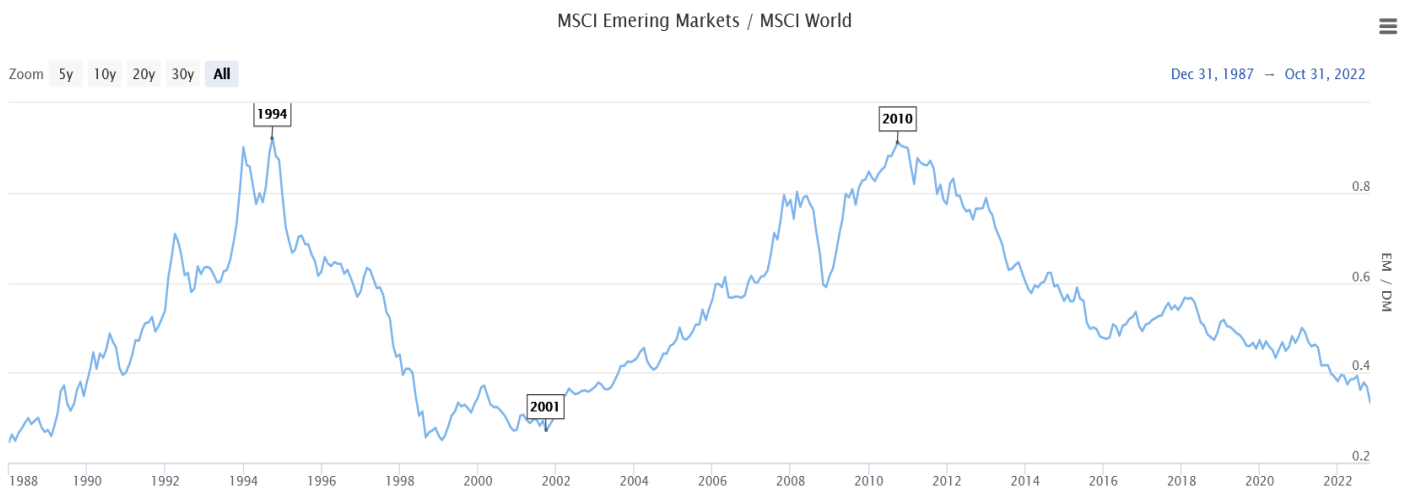
Hier kommt das Paradox des Vertrauens ins Spiel: Wer geringes Ansehen genießt, vielleicht etwas schmutzig daherkommt oder in der Vergangenheit negativ aufgefallen ist, muss sich Vertrauen teuer erkaufen, indem er etwa für einen Kredit hohe Zinsen bezahlen muss. Wer dagegen hohes Ansehen genießt, mit blütenreiner Weste auftritt und in der Vergangenheit vielleicht vieles richtig gemacht hat, der kommt einfacher zu Vertrauen oder Krediten.

Die Gefahr, eine grosse Enttäuschung oder einen finanziellen Verlust zu erleiden, ist aber natürlich oft grösser bei Leuten oder Kreditnehmern, denen man von Anfang an viel Vertrauen entgegengebracht hat. Dem Penner auf der Strasse werden Sie kaum ihr halbes Vermögen anvertrauen, dem adretten Finanzberater mit Einstecktuch und Dokortitel vielleicht aber schon.

An den Finanzmärkten äussert sich dies darin, dass Aktien und Anleihen von Schwellenländern derzeit mit hohen Free-Cashflow-Renditen und Zinsen daherkommen, weil das Vertrauen in sie geringer ist – ob gerechtfertigt oder nicht. Das Risiko eines grossen Verlustes wird aber durch die tiefe Bewertung auch geringer. Umgekehrt müssen Anleger

zum Beispiel in europäischen oder amerikanischen Anleihen derzeit gerade auf die harte Tour erfahren, dass steigende Zinsen umso mehr schmerzen, umso geringer der ursprünglich verlangte Zinssatz war. Der relative Vertrauensverlust in den Anleihen der Regierungen der Industriestaaten ist derzeit viel grösser. Dasselbe lässt sich auch über hochbewertete Technologiewerte sagen. Je höher das ursprüngliche Vertrauen, desto härter ist potenziell die Enttäuschung.

Wobei das Vertrauen in Emerging Markets auch steigen und schwinden kann: Ein Rückblick auf die langfristige Entwicklung des MSCI Emerging Markets Index im Vergleich zum MSCI World zeigt dies deutlich (siehe Grafik unten).



Die Grafik zeigt die Kursentwicklung des MSCI Emerging Markets Index im Verhältnis zum MSCI World. Seit 2010 haben die Emerging Markets massiv underperfmrt. (Quelle: www.longtermrends.net)

Derzeit befindet sich das Anlegervertrauen in Emerging Markets auf einem Tiefststand. Die Investoren kauften mehr als ein Jahrzehnt lang lieber Aktien aus Industrieländern, allen voran US-Technologietitel. Doch ähnlich wie 2001 kann sich das Blatt wieder wenden. Damals folgte auf das Platzen der Internet-Blase eine Dekade der Outperformance für Wertpapiere aus Schwellenländern, welche 2010 in einer breiten Manie für BRIC-Titel aus Brasilien, Russland, Indien und China gipfelte.

Aus dieser Optik erscheint uns der aktuelle Anteil von Emerging Markets im Quantex Global Value mit 20% eher zu tief als zu hoch. Wir tätigen keine Top-Down-Investments, doch es fällt auf, dass seit geraumer Zeit viele Aktien aus Emerging Markets in unseren Screenings auftauchen. Oft ist die geringe Handelsliquidität das einzige Problem.

Mit den Titeln aus Schwellenländern, die wir nach unseren strengen Kriterien bezüglich Free Cashflow und hoher Kapitalrückgabe an die Aktionäre auswählen, schlafen wir jedoch gut. Das Risiko von potenziell gravierenden Verlusten über Nacht haben wir mit dem Ausschluss von russischen und chinesischen Aktien reduziert (siehe [Quantex Werte September 2022](#)).

Angesichts des riesigen Vertrauensvorsprungs, den die Aktien und Anleihen der Industriestaaten derzeit immer noch geniessen, erscheint uns das Risiko einer herben Enttäuschung auf der Nordhalbkugel wesentlich grösser als in den Emerging Markets. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Kraft Heinz

Im Oktober haben wir die Aktien des US-Amerikanischen Konsumgüterkonzerns Kraft Heinz gekauft. Die Firma entstand im Jahr 2015 aus der Fusion von Kraft Foods und Heinz Ketchup. Von da an hatte der Konzern mit hohen Schulden und einer schwachen Geschäftsentwicklung zu kämpfen. Das Management versuchte über aggressive Kostenreduktion die Marge zu steigern und schoss dabei übers Ziel hinaus. Marktanteile gingen verloren und viele der alten Kraft-Marken verkauften sich schlecht. Die Aktie hat vom Top im Jahr 2017 zu heute mehr als 60% verloren. Entgegen der enttäuschenden Aktienkursentwicklung haben sich die Fundamentaldaten in den letzten Jahren jedoch verbessert. Die Firma hat einige angestaubte Marken verkauft, das Sortiment gestrafft und 9 Milliarden USD Schulden zurückgezahlt. Die Nettoverschuldung beträgt zwar immer noch 19 Milliarden USD (rund das Dreifache des EBITDA), doch die Fälligkeiten sind mit einer durchschnittlichen Maturität im Jahr 2037 und einem fixen Coupon von 4.5% sehr vorteilhaft. Paradoxerweise helfen steigende Zinsen und hohe Inflationsraten einer Firma wie Kraft Heinz beim Entschulden. Denn steigen die Zinsen, fallen die Kurse der Anleihen und Kraft Heinz kann die Bonds unter par zurückkaufen. Voraussetzung dafür ist, dass die Firma genügend freien, inflationsgeschützten Cash-Flow hat, um die jährlichen Fälligkeiten zu bedienen und keine neuen Schulden zu höheren Zinsen emittieren muss. Das sehen wir bei Kraft Heinz alles gegeben und mit einer attraktiven freien Cash-Flow-Rendite von 7% kaufen wir die Aktie.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– Altria

Die Marktaufteilung in der Tabakindustrie war über Jahrzehnte stabil, die Karten werden aber seit der Einführung von IQOS von Philip Morris neu gemischt. IQOS ist ein revolutionäres Produkt, bei dem Tabak nicht verbrennt, sondern nur erhitzt wird und dadurch ein Bruchteil der Schadstoffe einer herkömmlichen Zigarette in die Lunge geraten. Dieses Alternativprodukt hat die letzten fünf Jahre die Welt im Sturm erobert und Philip Morris stellte sich als klarer Gewinner der Industrie heraus. Altria ist das Tochterunternehmen von Philip Morris, welches ausschliesslich den US-Markt beliefert. Wie die ganze Industrie leidet Altria seit Jahren unter dem zurückgehenden Zigarettenvolumen, konnte den Umsatz aber bis vor kurzem durch Preiserhöhungen steigern. IQOS ist bis heute noch nicht in den USA zugelassen, Altria hielt aber die Verkaufsrechte. Diese Option war ein grosser Bestandteil unserer Investmentthese, weil wir uns erhofft hatten, dass die Verkäufe von IQOS-Produkten auch in den USA die sinkenden Umsätze des traditionellen Geschäfts ersetzen. Vor ein paar Wochen verkaufte Altria ihre IQOS-Rechte zurück an Philip Morris für 2.7 Milliarden Dollar. Wir glauben dieser Entscheid verschlechtert Altrias Zukunftsaussichten massiv und deshalb steigen wir aus.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. November 2022

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Glencore	Bergbau	8	7.5%	5.8%
Mikron	Werkzeug	7	16.7%	2.8%
Carlo Gavazzi	Maschinen	5	13.5%	4.5%
Holcim	Baumaterialien	5	6.5%	4.7%
U-Blox	Halbleiter	5	11.5%	1.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ConocoPhillips	Öl & Gas	8	10.5%	3.3%
Exxon Mobil	Öl & Gas	7	12.2%	3.1%
Nucor	Eisen & Stahl	7	21.0%	1.5%
Snap On	Werkzeug	7	4.8%	2.5%
Gilead	Biotechnologie	6	7.5%	3.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ipsen	Pharma	8	10.2%	1.2%
Boliden	Bergbau	8	5.0%	7.4%
BP	Öl & Gas	7	15.5%	3.5%
Brit Amer Tobacco	Tabak	7	7.5%	6.5%
MAN Group	Finanzdienstl.	6	21.8%	5.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Thungela Resources	Kohle	10	58.3%	27.5%
Motor Oil Hellas	Öl & Gas	9	15.7%	5.1%
United Tractors	Maschinen	9	28.8%	5.5%
Banco do Brasil	Banken	8	-	9.6%
KT&G	Tabak	8	14.0%	5.1%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	9	21.4%	8.4%
Aura Minerals	USA	8	4.8%	3.6%
Centamin	Ägypten	5	0.3%	6.5%
Perseus Mining	Australien	5	15.9%	1.3%
Capricorn Metals	Australien	2	5.5%	0.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MGM Resorts	Hotels	-11	5.7%	0.0%
Vestas Wind	Altern. Energie	-9	-5.5%	0.2%
Zalando SE	Einzelhandel	-8	0.7%	0.0%
Amazon.com	Internet	-8	-1.8%	0.0%
Royal Caribbean	Freizeit	-8	-9.3%	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-	10.11.2022	386.69	+8.2%
		EUR -R-	10.11.2022	247.04	+11.4%
		USD -R-	10.11.2022	241.35	-0.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	10.11.2022	123.26	+9.3%
		EUR -S-	10.11.2022	136.13	+14.8%
		USD -S-	10.11.2022	110.54	+0.9%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	10.11.2022	232.61	-7.6%
		USD -R-	10.11.2022	100.87	-13.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.11.2022	204.84	-11.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.11.2022	1.93	+2.3%
		CHF -3a-	10.11.2022	1.50	+2.3%

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

