



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

«Strommangellage» wurde gerade zum Wort des Jahres in der Schweiz gewählt, Dabei geht es uns noch relativ gut mit 90% der Stromproduktion aus Wasser- und Atomkraft. Die saisonale Abhängigkeit von Importen im Winter ist das Problem. Da sieht es düster aus, weil der europäische Strommarkt langsam aber sicher in ein Desaster driftet. «Dunkelflaute» hat das Potenzial für das Wort des Jahres in Deutschland, wenn gerade wie Anfang Dezember die Sonne kaum scheint und die Windräder stillstehen, während kalte arktische Luft nach Europa drängt. Bis zu 50% des Strommix in Deutschland stammt dann aus Kohlekraft. Auf dem Papier ist der Ausweg aus der Mangellage und Klimakatastrophe ganz einfach: Wir produzieren mehr Strom aus erneuerbaren Quellen und elektrifizieren zusätzlich den Individualverkehr. In der Praxis können wir das grandiose Scheitern dieses Plans auf Seiten wie www.smard.de live mitverfolgen. Zwar hat die EU im Mai noch die Planvorgaben für Windkraft auf 45% der Stromproduktion im Jahr 2030 erhöht. In der Realität gehen 2022 jedoch die Investitionen in Windanlagen um einen Drittel zurück. Nur 7.7 Gigawatt an Kapazität wurden geordert, 39 Gigawatt wären jährlich für das EU-Ziel nötig. Höhere Preise für Stahl und Alu sind gemäss Branchenverband das Problem... Dass nun fast überall in Europa die «Übergewinne» der Stromproduzenten aus erneuerbaren Energien mit Strafsteuern von bis zu 90% belegt werden, dürfte die Investitionstätigkeit auch nicht gerade anheizen – oder ist «heizen» schon politisch inkorrekt? Es fehlt ein Plan B.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Mentale Anker loslassen.....	1
Aktien Plus Minus: Brazil Jan 24 und Warner Bros Discovery....	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Mentale Anker loslassen

Es ist allzu menschlich, eine baldige Rückkehr von Inflation, Zinsen und Aktien zu den gewohnten Werten und Kursen anzunehmen. Doch diese Markterwartungen entsprechen nicht den historischen Erfahrungswerten. Wenn der Weg zurück zur Normalität länger dauert als gedacht, ist umdenken angesagt.

«Kaufen Sie jetzt auch Tech-Aktien?», ist die häufigste Frage, welche wir als Value-Investoren derzeit gestellt bekommen. Daraus spricht in vielen Fällen die Hoffnung des Fragenden, dass sich die Tech-Titel bald von ihrer Talfahrt erholen, wieder zu Outperformern werden und die eigenen Verluste verschwinden. Um die Antwort vorweg zu nehmen: Nein, wir finden weiterhin so gut wie keinen Value im Tech-Sektor. Die meisten Titel sind bis jetzt nur von ehemals absurd teuer auf teuer gefallen – von günstigen Bewertungen sind sie noch weit entfernt.

Beim Investieren von einer Rückkehr zu gewohnten Werten auszugehen, ist jedoch einer der häufigsten Anlagefehler, den sowohl Laien wie Profis ständig begehen. In der Behavioral Finance spricht man von «Anchoring»: Die ehemals erreichten Kurse oder der eigene Einstiegspreis dienen als mentaler Anker, an dem sich der Anleger festhält. Oft wird dabei ausgeblendet, dass sich die Umstände massiv verändert haben und eine Rückkehr zum gewohnten Preis damit unwahrscheinlich bis unmöglich geworden ist: Die Tech-Blase ist geplatzt und Anleger werden wohl lange nicht mehr so hohe Bewertungen für Wachstumstitel bezahlen wie noch 2021.



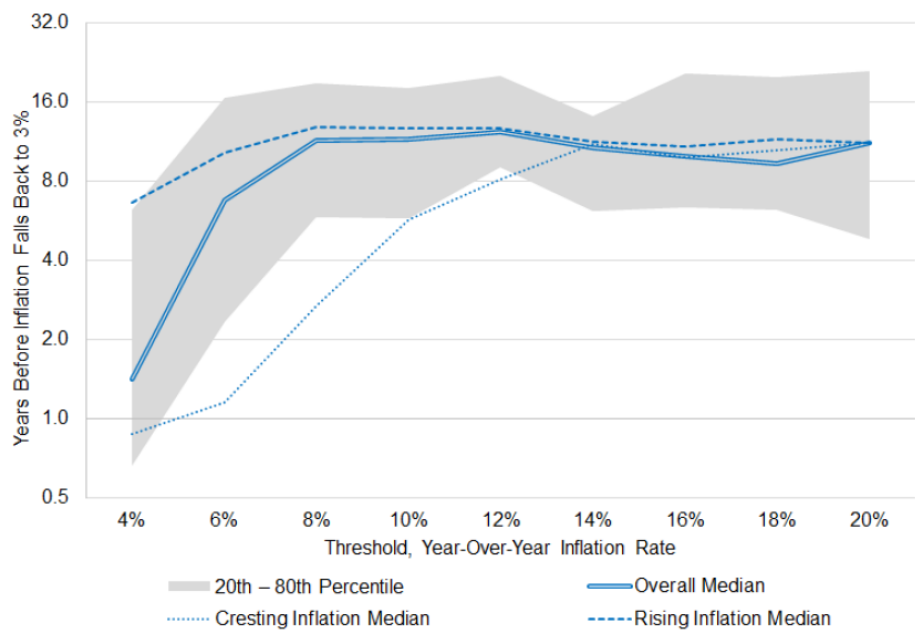
Schneller Rückgang der Inflation unwahrscheinlich

Die Aktien eines grossen Booms wie der Tech-Euphorie der letzten Dekade sind historisch nie die grössten Gewinner in der nächsten Marktphase. Die Zinsen und die Inflation sind zudem aus dem Nullbereich gestiegen und bleiben womöglich länger höher als gemeinhin vermutet. Das drückt auf die Bewertungen der Wachstumsaktien.

Bei den aktuellen Inflationserwartungen zeigt sich das massive Anchoring der Marktteilnehmer wohl am deutlichsten: Ein Blick auf inflationsgeschützte Anleihen und Swaps zeigt, dass sowohl für die USA wie auch für Deutschland über die nächsten fünf Jahre eine Teuerung von durchschnittlich nur 2.5 bis 3% erwartet wird. Bereits nächsten Sommer soll die US-Inflation von aktuell 7.1% auf unter 3% fallen.

Doch die historischen Erfahrungswerte sprechen eine ganz andere Sprache. Eine Studie von Research Affiliates hat untersucht, wie sich die Inflation in 14 OECD-Ländern, darunter auch die Schweiz und Deutschland, seit 1970 entwickelt hat. War die Inflation historisch wie jetzt über 8% gestiegen, so dauerte es in der Hälfte der Fälle mehr als zehn Jahre, bis die Teuerung wieder unter die 3% gefallen war (siehe Grafik unten). Mindestens sechs Jahre dauerte es in 80% der Fälle.

Number of Years Until Inflation Reverts Below 3%, since January 1970



Die dicke blaue Linie zeigt die mittlere Dauer in Jahren für eine Rückkehr der Inflation auf unter 3% an in Abhängigkeit von der aktuellen Inflationsrate. Die graue Zone umfasst den Bereich von 20-80% der Beobachtungen (Quelle: Research Affiliates).

Die heutige Markterwartung von weniger als einem Jahr bis unter 3% Inflation in den USA entspräche also einem seltenen Extremfall. Liegen die Investoren mit dieser extremen Wette richtig oder klammern sie sich einfach an den gewohnten Anker, dass weniger als 3% Inflation der «Normalfall» sind? Und was sind die Folgen davon für die Zins-erwartungen?

Die Erfahrung zeigt, dass Investoren oft zu lange an ihren mentalen Ankern festhalten. Nach der Hochinflationsphase der 1970er Jahre rechnete der Marktkonsens noch bis weit in die 1990er hinein mit einer Rückkehr der Inflation. Entsprechend wiesen Anleihen noch lange Zeit fette Realzinsprämien auf. Auf der anderen Seite dauerte es in den 2010er Jahren ein paar Jahre, bis der Anleihenmarkt tatsächlich anfang, an bleibende Nullzinsen zu glauben. Jetzt tut er sich im Gegenteil wieder schwer damit, höhere Zinsen zu akzeptieren.

Neben der Rückkehr der Tech-Aktien und einer tiefen Inflation gibt es eine ganze Reihe von weiteren Bereichen, in denen die Anleger sich aus unserer Beobachtung gegen die neuen Realitäten sträuben und an ihren Ankern festhalten:

- Die Outperformance der Aktienmärkte der Industrieländer gegenüber Schwellenländern wird auch für die nächste Dekade vorausgesetzt.
- Die Dominanz des US-Dollars und ein entsprechend starker Dollarkurs gelten als gegeben.
- Der europäische Strommarkt kehrt in 1-2 Jahren wieder zur Normalität zurück.
- Die Globalisierung und die globale Weltordnung stabilisieren sich wieder, trotz Ukraine-Krieg und Konflikten mit China.

Aus Anlegersicht ist jedoch die Frage interessant: Was, wenn es anders kommt? Wer seine mentalen Anker loswerden will, sollte ständig versuchen, unvoreingenommen an die Faktenlage heranzugehen und nicht an einen «Normalfall» zu glauben.

«Die Globalisierung ist so gut wie tot.»

Morris Chang, Gründer des Chip-Riesen TSMC, sagte dazu kürzlich: «Die Globalisierung ist so gut wie tot und ebenso der Freihandel. Viele Leute wünschen, dass sie zurückkommen, aber ich denke nicht, dass sie zurückkehren werden.»

Wir schliessen uns dieser Schlussfolgerung an: Wunschenken ist keine gute Basis für Anlageentscheide. Erst recht nicht, wenn es weit verbreitet ist. Denn kehren wir zum verankerten Normalfall zurück, gibt es wenig zu gewinnen, weil die meisten schon darauf gesetzt haben. Bleibt das Umfeld dagegen verändert oder entwickelt sich weiter, winken grosse Gewinne. Der Marktkonsens und die Aktienbewertungen verleiten uns derzeit, auf eine neue Normalität von Rohstoffboom, Emerging Markets, anhaltend höheren Energiepreise und Inflation sowie Deglobalisierung zu setzen. Das heisst nicht, dass wir diese Trends für wünschenswert halten. Aber wir werden mit teils fetten Risikoprämien dafür entschädigt, uns von lieb gewonnenen Gewohnheiten, Vorurteilen und alten Ankern zu lösen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Republic of Brazil Januar 2024

In Real gibt es Realrenditen: Zum ersten Mal stellen wir Ihnen eine Investmentidee auf der Anleienseite vor. In unserem Quantex Multi Asset Fonds haben wir brasilianische Staatsanleihen mit einjähriger Laufzeit gekauft. Der Investment-Case wurde bereits im letzten Quantex Werte dargelegt. Brasiliens Staatsverschuldung von 60% ist im weltweiten Vergleich relativ gering und allen voran Länder der westlichen Welt sind inzwischen deutlich höher verschuldet.

Obwohl sich Brasiliens Staatsverschuldung und Haushaltsdefizit in einem angemessenen Rahmen befinden, ist der Finanzmarkt sehr misstrauisch, Schwellenländern Geld zu leihen. Zu lebhaft sind die Erinnerungen an ausufernde Inflation und Staatsbankrotts aus diesen Regionen. Die Zeiten haben sich aber geändert; Brasiliens Inflation fiel im November auf 5.9%, weit tiefer als die Teuerungsraten in den USA oder Europa. Nichtsdestotrotz müssen die Brasilianer satte 14% Zins bezahlen um sich für ein Jahr verschulden zu können. Damit liegt die Realrendite bei über 8%. Dieses stattliche Renditepolster gibt uns genügend Schutz, falls sich der brasilianische Real abwerten sollte.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Warner Bros Discovery

Warner Bros Discovery ist ein Unternehmen, das für uns in die „Todeszone“ gerutscht ist. Von der „Todeszone“ sprechen wir bei Firmen mit der Kombination aus zyklischem Cashflow und hohen Schulden. Mit solchen Aktien läuft man immer Gefahr, in der nächsten Rezession eine Nahtoderfahrung zu machen, da die fälligen Anleihen nur mit großer Mühe oder gar nicht refinanziert werden können. In solche Aktien wollen wir zu keinem Preis investieren, da wir erstens nicht gut darin sind, den Wirtschaftszyklus und die Launen des Anleihenmarktes vorherzusagen, und zweitens vor dem Hintergrund eines drohenden Konkurses keine rationalen Entscheidungen mehr treffen können. Die Aktie des US-Amerikanischen Medienkonzerns Warner Bros. Discovery haben wir im April 2022 als Spin-off von unserer AT&T Position ins Depot gebucht bekommen. Die anfänglichen Projektionen des Managements sahen vielversprechend aus und wir hielten an der Aktie unter der Annahme fest, dass die Firma ausreichend freien und vor allem stetigen Cashflow zur Abtragung des hohen Schuldenbergs generieren kann. Vielleicht haben wir uns etwas vom Glitzer des Show-Business blenden lassen, denn die letzten Quartalszahlen haben verdeutlicht, dass der gesamte Gewinn aus der zyklischen, im Niedergang befindlichen TV-Sparte kommt. Die anderen beiden Segmente Streaming (schreibt Verluste) und die Filmstudios gleichen sich in etwa aus. Bleibt also nur noch das von Werbeeinahmen abhängige TV-Business. Die Umsätze mit Werbung sanken im letzten Quartal um 8% und wir realisierten, dass wir eine Aktie mit zyklischem Geschäft und hohen Schulden im Depot haben. Folglich trennen wir uns von der Aktie.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. Dezember 2022

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	9	6.5%	4.1%
Mikron	Werkzeug	7	16.7%	2.8%
Glencore	Bergbau	6	6.8%	5.7%
U-Blox	Halbleiter	6	9.4%	1.2%
CPH Chemie	Chemie	5	5.9%	1.7%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Lennar	Hausbau	8	6.1%	1.7%
Nucor	Eisen & Stahl	8	19.0%	1.3%
Chevron	Öl & Gas	7	10.3%	3.3%
Snap On	Werkzeug	7	4.6%	2.5%
Exxon Mobil	Öl & Gas	6	13.0%	3.4%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ipsen	Pharma	8	9.6%	1.1%
Boliden	Bergbau	8	4.4%	6.7%
Brit Amer Tobacco	Tabak	8	7.6%	6.4%
IG Group	Finanzdienstl.	8	36.9%	5.5%
Imperial Brands	Tabak	7	9.1%	6.7%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Thungela Resources	Kohle	10	52.5%	28.9%
Vulcabras	Schuhe	10	5.2%	2.9%
Supalai	Immobilien	10	8.1%	5.9%
Jumbo	Einzelhandel	9	10.9%	5.1%
Indo Tambangraya	Kohle	9	60.8%	17.6%

Goldminen		Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Titel	Land			
Centamin	Ägypten	8	0.3%	5.8%
Koza Altin	Türkei	7	9.1%	4.9%
Perseus Mining	Australien	6	13.0%	1.1%
Torex Gold	Kanada	6	22.2%	0.0%
Bellevue Gold	Australien	4	-10.5%	0.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!		Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Titel	Sektor			
MGM Resorts	Hotels	-11	5.7%	0.0%
Vestas Wind	Altern. Energie	-9	-4.7%	0.2%
Zalando SE	Einzelhandel	-8	0.6%	0.0%
Amazon.com	Internet	-8	-1.9%	0.0%
New Gold	Goldminen	-6	-6.4%	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-	9.12.2022	387.27	+8.4%
		EUR -R-	9.12.2022	246.86	+11.3%
		USD -R-	9.12.2022	255.83	+5.9%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	9.12.2022	121.33	+7.6%
		EUR -S-	9.12.2022	133.69	+12.8%
		USD -S-	9.12.2022	115.16	+5.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	9.12.2022	237.85	-5.8%
		USD -R-	9.12.2022	106.95	-7.8%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	9.12.2022	205.58	-11.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.12.2022	1.95	+3.7%
		CHF -3a-	9.12.2022	1.52	+3.8%

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

