



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Neue grosse Ölfunde vor den Küsten Namibias und Brasiliens haben natürlich Aufschreie von Umweltaktivisten ausgelöst. Interessant ist aber, dass auch einige Ökonomen vor der Entwicklung dieser Reserven warnen: Es drohe die Gefahr wertloser «gestrandeter Assets», da bis in zehn Jahren niemand mehr dieses Öl brauchen werde. Auch von Investoren hören wir manchmal die Sorge, dass den Ölkonzernen in den nächsten zehn Jahren das Geschäft völlig wegbrechen könnte. Die Realitätsverzerrung durch das ständige Mediatedöns nimmt immer absurdere Ausmass an. Wir orientieren uns an den Fakten: Gemäss der Statistical Review of World Energy konnte in den letzten 20 Jahren der Anteil der fossilen Energien am globalen Primärenergieverbrauch von 86% auf gerade mal 82% gesenkt werden. Der Primärenergieverbrauch beinhaltet nicht nur Strom, sondern auch die Energie für Transport, Heizen und die Industrie. Erreicht wurde dies durch die Investition von mehreren Tausend Milliarden Dollar in erneuerbare Energien. Nehmen wir mal an, die Investitionsausgaben für die leider sehr ineffizienten Energiequellen Wind und Sonne werden nun verdoppelt. Damit würde der Anteil der Fossilen am Primärenergieverbrauch in den nächsten zwanzig Jahren auf rund 74% fallen. Es wird folglich auch 2043 noch viel Öl und Gas verbraucht werden. Bevor diese neuen Ölprojekte wertlos «stranden», zerschellen eher die Elektrifizierungsträume mit Wind und Sonne an der harten Realität von Rohstoffinflation, steigenden Zinskosten und maroden Staatsfinanzen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der grosse Geldsauger	1
Aktien PlusMinus: Grupo Mexico und B2Gold.....	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Der grosse Geldsauger

Die grossen Industrienationen brauchen auch lange nach Ende der COVID-Krise viel mehr Geld, als sie einnehmen. Der rasche Anstieg der langfristigen Zinsen signalisiert die wachsenden Sorgen des Markts um die Staatsfinanzen. Steigende Zinsen für Staatsanleihen wiederum erhöhen das Risiko neuer Fiskalkrisen und saugen den privaten Finanzmärkten das Geld ab.

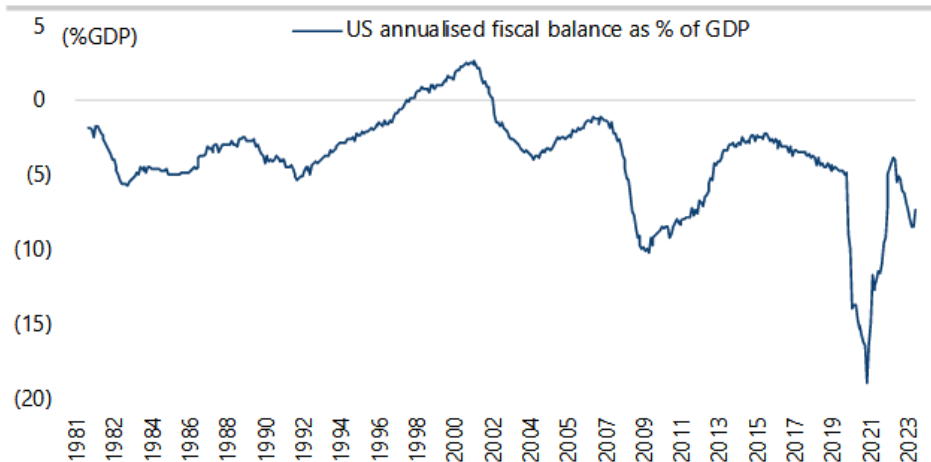
Gemäss dem ökonomischen Lehrbuch war der Plan ganz einfach: Die rekordhohen Fiskaldefizite der Regierungen in der COVID-Zeit – es waren in vielen Ländern die höchsten Defizite seit dem 2. Weltkrieg – werden in der folgenden Wirtschaftserholung wieder abgetragen.

In der Realität hat man die Rechnung ohne die Spendierfreudigkeit der durch COVID-Notstände enthemmten Politiker und ihre mit Geldgeschenken verwöhnten Wähler gemacht. Bis dato wurde gar nichts abgetragen, sondern es werden weiter rote Zahlen geschrieben wie sonst nur in tiefen Wirtschaftskrisen.

In den USA beträgt das laufende Fiskaldefizit immer noch rund 8% des Bruttoinlandprodukts BIP – dieser Wert wurde in der Vergangenheit zu Friedenszeiten nur einmal nach der Finanzkrise von 2008 erreicht (siehe Grafik nächste Seite). Auch in der Eurozone belaufen sich die Haushaltsdefizite der meisten Länder auf rund 5% des BIP. Unter Annahme von eher grosszügig geschätztem Wirtschaftswachstum sollen die Defizite auch noch ein paar Jährchen auf diesem Niveau bleiben. Das Maastricht-Limit zur Neuverschuldung von 3% wird zwar noch formelhaft zitiert, in der Tat aber werden ständig neue Notstände erfunden oder es wird mit Sonderhaushalten getrickst.



US annualised fiscal deficit as % of GDP



Die Linie zeigt das US-Fiskaldefizit im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt in Prozent. Während COVID erreichte das Defizit ein Niveau wie nur einmal im 2. Weltkrieg. Doch auch jetzt ist es immer noch hoch wie in Krisenzeiten. (Quelle: Jefferies)

Die Bond Vigilantes reiten wieder

Dass der Staat so grosszügig sein Geld verteilt, befeuert die Inflation. Wie bei einem spendierfreudigen Trunkenbold, der überall nur noch mit Schuldscheinen bezahlt, wachsen mit der Zeit die Zweifel an seiner Zahlungsfähigkeit. Sein Notengeld wird abgewertet, was man Inflation nennt, und seine länger laufenden Obligationen mit höheren Zinsen abdiskontiert (zum Ursprung des Geldes siehe [Quantex Werte Februar 2022](#)).

Der jüngste Anstieg der langlaufenden Anleihezinsen auf die höchsten Stände seit 2007 ist darauf zurückzuführen, dass der Markt aufgewacht ist. Die «Bond Vigilantes» reiten wieder. Der Ausdruck wurde 1983 vom Börsenstrategen Ed Yardeni erfunden und meint, dass die Akteure am Anleihenmarkt wie eine Bürgermiliz im Wilden Westen die allzu spendierfreudigen Staaten mit Anleihenverkäufen und damit steigenden Zinsen disziplinieren. Während die Bond Vigilantes in den 1980er und 1990er Jahren in aller Munde waren, gerieten sie in den letzten 15 Jahren in Vergessenheit.

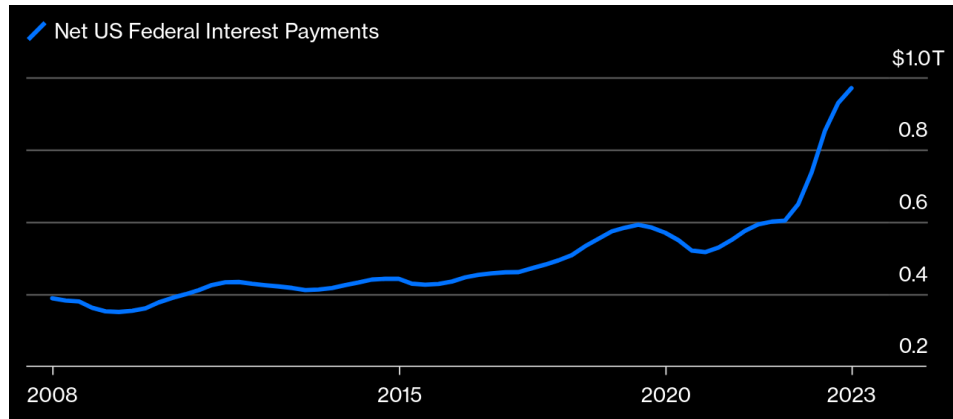
Der Disziplinierungs-Mechanismus ist effektiv und wurde im Fall einzelner Emerging Markets auch in der jüngeren Vergangenheit immer wieder durchexerziert: Steigen die Zinsen, müssen die Staaten immer mehr Geld aus ihrem Haushalt für Zinszahlungen aufwenden. Damit schrumpft ihr fiskalischer Spielraum und es wachsen die Zweifel an ihrer Zahlungsfähigkeit, was wiederum die Zinsen steigen lässt. Es handelt sich um eine selbstverstärkende Feedback-Schleufe.

In den USA ist dieser Prozess bereits in vollem Gange: Dieses Jahr wird die Bundesregierung erstmals mehr Geld für Zinszahlungen als für den gesamten Verteidigungshaushalt ausgeben müssen (siehe Grafik nächste Seite). Bleibt das amerikanische Zinsniveau bei rund 5%, wird sich das Problem rasch verschärfen. Gut 50% aller ausstehenden US-Treasuries werden in den nächsten drei Jahren fällig und müssen zu höheren Zinsen neu begeben werden.

Aus dieser Abwärtsspirale gibt es nur zwei schmerzhafteste Auswege: Entweder muss der Staat seine Ausgaben zusammenstreichen und die Steuern erhöhen, was kurzfristig die Wirtschaft belastet und zu politischen Unruhen führt – oder aber er finanziert die Ausgaben mit der Notenpresse und begrenzt damit den Anstieg der Zinsen, was seine Währung schwächer werden lässt und die Inflation anheizt.

Verstärkt wird das Problem im Fall der Vereinigten Staaten dadurch, dass traditionelle Grossabnehmer ihrer Staatsanleihen aus verschiedenen Gründen nicht mehr zugreifen: China, Japan und die reichen Ölstaaten des Nahen Ostens kaufen netto so gut wie nichts mehr oder sind wie im Fall Chinas sogar auf die Verkäuferseite gewechselt. Das Beispiel der Beschlagnahmung der russischen Dollar-Reserven wirkt abschreckend.

Damit die Fiskaldefizite trotzdem finanziert werden können, müssen die Zinsen so weit steigen, bis genügend inländische Käufer angelockt werden. Der Markt für Staatsanleihen wirkt wie ein gigantischer Geldsauger, der anderen Wirtschaftsteilen den Sauerstoff entzieht und die Kapitalkosten für alle erhöht. Ökonomen bezeichnen diesen Effekt als «Crowding Out».



Die Zinszahlungen der US-Regierung haben sich in kürzester Zeit verdoppelt und werden im Fall eines anhaltend hohen Zinsniveaus rasch weiter auf über 1000 Milliarden Dollar im Jahr ansteigen. (Quelle: Bloomberg)

Die Ausgangslage heute ist viel schlechter als vor der Eurokrise

Die dramatische Schiefelage vieler westlicher Staatshaushalte wird durch die drohende Rezession verschärft: In einem Wirtschaftsabschwung fallen die Steuereinnahmen des Staates und die Ausgaben für Sozialprogramme steigen. Auf die grosse Finanzkrise von 2008 folgte zwangsläufig die Eurokrise und die Sorge um die Staatsfinanzen der südeuropäischen Staaten.

Dieses Mal ist jedoch die Ausgangslage bereits vor einem Abschwung viel schlechter: Italiens Staatsverschuldung beläuft sich bereits auf 140% des Bruttoinlandprodukts. Das ist ein Wert, welchen die Griechen erst auf dem Höhepunkt ihrer Krise im Jahr 2010 überschritten hatten. Mit über 2300 Milliarden Euro Schulden wäre Italien aber ein wesentlich gewichtigeres Problem als es Griechenland je war.

Doch auch zahlreiche andere grosse Staaten wie Spanien, Frankreich und nicht zuletzt die USA haben die als kritisch geltende Schuldengrenze von 100% des BIP bereits vor einer allfälligen Wirtschaftskrise überschritten. Dahinter stehen auch die demographisch bedingt steigenden Defizite aus den Renten- und Gesundheitssystemen, welche in den meisten Ländern von der Staatskasse berappt werden müssen.

Als weiterer grosser Risikofaktor kommt heute die geopolitische Lage hinzu: Eine Eskalation des Ukraine-Kriegs oder ein Konflikt um Taiwan würde die Lage der Staatsfinanzen in allen Ländern nochmals dramatisch beeinträchtigen. Durch die halbherzige Konsolidierung nach der Finanzkrise von 2008 und den teils absurden Ausgabenwahn seit der COVID-Krise haben sich viele Länder in eine höchst verwundbare Lage begeben.

Konklusionen für Investoren

Wir ziehen daraus die folgenden Schlussfolgerungen für die Geldanlage:

- Die Anleihen der G7-Industriestaaten sind in unseren Augen am langen Ende weiterhin unattraktiv in Anbetracht der beträchtlichen Risiken in Form von steigenden Zinsen und Inflation. Als kurzfristiger Trade auf eine Rezession und fallende Zinsen mögen diese Papiere interessant sein, doch diese Form von Markttiming ist nicht unsere Stärke.
- Wenn schon Staatsanleihen, dann halten wir die Papiere von Emerging Markets wie Brasilien, Mexiko oder Indonesien für attraktiver. Diese Länder haben geringere Schuldenquoten zum BIP, tiefere Defizite und eine bessere Demographie als die westlichen Länder – nur ihr Image ist vorerst noch schlechter.

- Das «Crowding Out» durch die maroden Staatsfinanzen hat erst begonnen. Die geringere Verfügbarkeit von Krediten und generell höhere Zinsen betreffen Firmen mit viel Free Cashflow und tiefen Schulden weniger als andere. Beide Faktoren spielen in unserer Aktienselektion seit je her eine sehr grosse Rolle. Qualitätsfirmen mit hoher Profitabilität in Form des Returns on Invested Capital (ROIC) sollten weitere Wettbewerbsvorteile gewinnen. Für stark fremdfinanzierte Firmen und notorisch kapitalhungrige Startups droht dagegen nach dem Boom der letzten Jahre eine epische Pleitewelle.
- Steuererhöhungen auf breiter Front dürften bald ein Thema werden, um die Staatsfinanzen wieder einigermaßen ins Lot zu bringen. Dies würde Unternehmen in Form von höheren Gewinnsteuern betreffen. Dagegen hilft generell die geographische Diversifikation, besonders in Länder mit weniger maroden Staatsfinanzen. Vor allem aber besteht das Risiko höherer Steuern für den Privatanleger selbst, wogegen leider in den meisten Fällen wenig getan werden kann ausser einer konservativeren Finanzplanung der zukünftigen Mittelflüsse.
- Der Inflationsschutz fürs Depot darf auf keinen Fall vernachlässigt werden. In historisch ähnlichen Ausgangssituationen griffen die Regierungen meist auf die Notenpresse zurück. Oft geschah dies in Kombination mit Zwangsmassnahmen wie Zinsobergrenzen und Kapitalkontrollen. Rohstoff-Futures, Gold und Goldminen-Aktien, inflationsgeschützte Anleihen und Währungen von rohstoffreichen Ländern haben sich in der Vergangenheit als Inflationsschutz bewährt.
(pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Grupo Mexico

Im September haben wir im Quantex Global Value Aktien des mexikanischen Konglomerats Grupo Mexico gekauft. Die Firma ist durch eine 90%-Beteiligung an Southern Copper mit langlebigen Minen in Mexiko und Peru der fünftgrösste Kupferproduzent der Welt. Das Kupfergeschäft macht auch den Hauptteil der Gewinne von Grupo Mexico aus. Hinzu kommt eine Mehrheitsbeteiligung an der führenden Eisenbahngesellschaft Mexikos, der Grupo Mexico Transportes GMXT, sowie weitere Aktivitäten im Bereich Infrastruktur. Die Bilanz auf Konzernebene ist mit 2.3 Milliarden Nettoschulden und langen Fälligkeiten solid und das Management hat in der Vergangenheit eine recht gute Kapital-Allokation gemacht. Die Bewertung ist mit einer freien Cashflow-Rendite von 10% attraktiv und die Firma bezahlt eine Dividendenrendite von 4.5%. Das Spannende ist, dass die beiden börsennotierten Beteiligungen an Southern Copper und GMXT aktuell mit 55 Milliarden USD bewertet sind, Grupo Mexico selbst aber nur auf eine Marktkapitalisierung von 33 Milliarden USD kommt. Dieser hohe Konglomeratsabschlag von über 40% ergibt in unseren Augen keinen Sinn und macht die Aktie zu einem Kauf.



Peter Frech
Fondsmanager

– B2Gold

Die kanadische Minenfirma befand sich mehrere Jahre im Portfolio des Strategic Precious Metal Funds. Durch eine Reihe von gut getimten und vernünftig gepreisten Übernahmen wurde B2Gold zu einem mittelgrossen Produzenten mit einer Jahresförderung von einer Million Unzen im Jahr. Da ein stetiger Free Cashflow eingefahren wurde, konnten alte Schulden abgetragen und schöne Dividenden gezahlt werden. Doch mit der Übernahme des abgelegenen Back-River-Projekts in der Nunavut-Region Kanadas dürfte der Free Cashflow aus den bestehenden Minen aufgesaugt werden, um die neue Mine in Produktion zu bringen. Das macht die Firma verwundbarer für Produktionsausfälle. Das Hauptrisiko besteht darin, dass 60% der Goldproduktion von B2Gold aus dem instabil gewordenen Mali stammen, wo eine Militär-Junta, islamische Dschihadisten und russische Wagner-Söldner um die Vormacht kämpfen. Ein Unterbruch des Cashflows aus Mali würde die Firma empfindlich treffen. Umso weniger Sinn machte die zusätzliche Akquisition von 50% des in unseren Augen sehr marginalen Gramalote-Projekts in Kolumbien. B2Gold vereint trotz attraktiver Bewertung zu viele Risiken aufs Mal und wir verabschieden uns von der Aktie.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 4. Oktober 2023

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	9	5.7%	3.7%
Jungfraubahn	Transport	7	8.4%	2.3%
Mikron	Werkzeug	7	35.7%	1.5%
Romande Energie	Elektrizität	7	-	2.7%
Novartis	Pharma	6	6.0%	3.5%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PACCAR	Autoteile	8	6.4%	3.4%
PulteGroup	Hausbau	8	11.9%	0.9%
Molson Coors	Getränke	7	6.0%	2.6%
Prudential Financial	Versicherungen	7	13.7%	5.4%
ConocoPhillips	Öl & Gas	6	8.5%	3.9%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tenaris	Metallwerkzeug	10	16.0%	3.3%
Solvay	Chemie	7	8.6%	3.9%
Heidelberg Mat.	Baumaterialien	7	6.4%	3.6%
Talanx	Versicherungen	7	23.3%	3.4%
BPER Banca	Banken	7	-	4.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Danaos	Transport	10	31.8%	4.6%
Jumbo	Einzelhandel	10	5.2%	7.4%
Great Eastern Ship	Transport	10	21.8%	4.2%
Banco do Brasil	Banken	9	-	10.2%
NMDC	Eisen & Stahl	9	4.3%	4.5%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Harmony Gold	Südafrika	6	4.8%	0.3%
Koza Altin	Türkei	6	1.8%	1.4%
Pan African Resources	UK	6	-3.8%	6.6%
WestGold Resources	Australien	6	1.5%	0.0%
Dundee Precious	Kanada	5	20.2%	2.6%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Siemens Energy	Maschinen	-9	10.1%	0.0%
Vestas Wind	Alternative Energie	-9	-1.7%	0.0%
SSP Group	Nahrungsmittel	-7	6.7%	0.0%
Etsy	Internet	-7	7.4%	0.0%
AMS Osram	Halbleiter	-7	-9.0%	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-	5.10.2023	388.00	+1.8%
		EUR -R-	5.10.2023	253.26	+4.2%
		USD -R-	5.10.2023	261.64	+2.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	5.10.2023	118.31	-1.0%
		EUR -S-	3.10.2023	133.50	+1.3%
		USD -S-	5.10.2023	114.63	-0.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	5.10.2023	200.59	-15.1%
		USD -R-	5.10.2023	92.06	-14.1%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	5.10.2023	201.35	-1.7%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	5.10.2023	1.92	-0.5%
		CHF -3a-	5.10.2023	1.49	-0.5%

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

