



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Investieren findet im Bereich des Paradox statt, wie der Krieg: Der kürzeste und einfachste Angriffsweg von A nach B auf der Hauptstrasse ist der schlechteste, weil dort der Gegner auf einen wartet. Der Umweg durch die Hügel ist deshalb meist erfolgversprechender. Weil die Russen im Februar 2022, wie die USA auch, mit keinem ernstem Widerstand der Ukraine rechneten, griffen sie mit nur 190'000 Mann mehr oder weniger in Paradeformation an und erlitten eine böse Niederlage. Weil der Westen dann dachte, mit dieser Schmach, halbherzigen Sanktionen und ein paar Waffen-Restbeständen für die Ukraine sei die Sache gegessen, gewinnen die Russen wieder Oberhand. Sie haben ihre Wirtschaft voll auf Krieg umgestellt und produzieren inzwischen etwa sechsmal so viele der entscheidenden Artilleriegranaten wie die USA. Investieren ist zum Glück keine blutige Sache, aber unterliegt denselben kompetitiven Regeln des Paradox: Wer schnell auf der Hauptstrasse Erfolg hat und meint, Geld machen an der Börse sei einfach, ist auf dem Weg zu seinem persönlichen Waterloo. Umwege und unpopuläre Anlagen dagegen bringen unerwartet oft den Erfolg. Wenn alle euphorisch auf Angriff eingestellt sind, ist eine simple Defensivstrategie meist das Beste. Was immer deshalb das Jahr 2024 an der Börse bringen wird, es ist sicher nicht das Honigkuchen-Szenario mit Soft Landing und fallenden Zinsen, dass nun alle erwarten – und wenn doch, war alles schon eingepreist.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die vergessene Anlageklasse .....	1
Aktien PlusMinus: Inmode und Banco Bradesco .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex .....	8

## Titelgeschichte

### Die vergessene Anlageklasse

**In der Asset Allokation der meisten Anleger spielen Rohstoff-Futures keine Rolle. Trotz der guten Performance im Inflationsschub nach der Corona-Pandemie bleiben sie unbeliebt. Zu bequem ist es, nach der langen Börsenhausse weiter nur auf Aktien und Anleihen zu setzen. Schaut man jedoch tiefer in die Vergangenheit, zeigen sich die Vorteile von Rohstoffen. Wir wollen das Thema näher beleuchten und anhand einer umfangreichen Studie zeigen, wieso Rohstoffe Platz in einem Mischportfolio haben sollten.**

Die ersten Rohstoff Futures wurden in Japan an der Doya Rice Exchange bereits im Jahr 1697 gehandelt. Hintergrund war das Bedürfnis der Samurai, die zu dieser Zeit mit Reis bezahlt wurden, ihren Lohn verlässlich in Geld tauschen zu können.

Standardisierte Kontrakte entwickelte das Chicago Board of Trade dann im 19. Jahrhundert auf Getreide. Diese Innovation hatte enorme Produktivitätssteigerungen zur Folge, da Bauern nun die Möglichkeit hatten, ihre Ernte schon bei der Aussaat zu einem festen Preis in der Zukunft verkaufen zu können. Das führte zu einer besseren Planbarkeit der zukünftigen Ausgaben und Einnahmen. Nach und nach kamen mehr Rohstoffe dazu und heute kann von Orangensaft über Kaffee bis zum Schweinebauch auf zahlreiche Rohstoffe ein standardisierter Vertrag über die Börse abgeschlossen werden.

Produzenten können anhand der Futures-Preise erkennen, welcher Rohstoff gefragt und in der Zukunft knapp ist. Durch den hohen Preis locken dicke Gewinnmargen und die Produktion des raren Guts wird erhöht.





**Moritz Nebel**  
Aktienanalyst



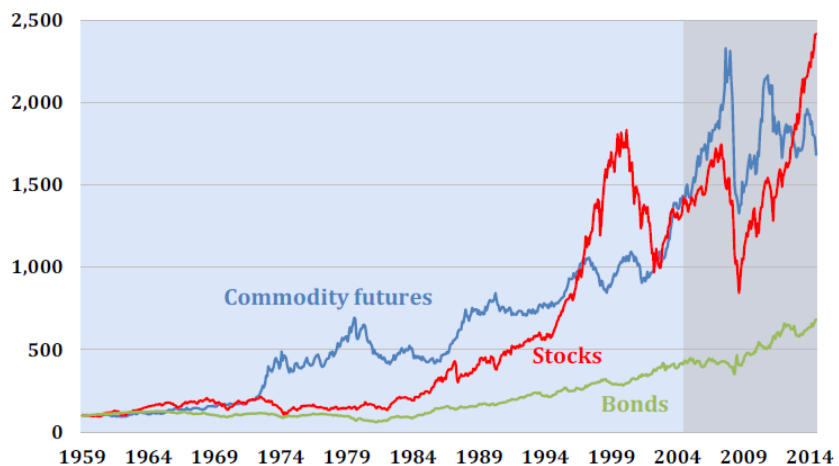
*Illustration der Anfänge des Rohstoff-Futures Handels an der Dojo Rice Exchange in Osaka Ende des 17. Jahrhunderts.*

Das führt zu einem Nachlassen der Knappheit und einer effizienten Bereitstellung von Gütern. Dieser zukunftsorientierte Preismechanismus ist sehr effizient und sicher eine der besten Erfindungen des Kapitalismus.

Soweit so gut, doch wie schlugen sich Rohstoff-Futures in der Vergangenheit und wie verhalten sie sich zu anderen Anlageklassen? Genau dieser Frage gingen Gorton und Rouwenhorst in der Studie „Facts and Fantasies about Commodity Futures“ aus dem Jahr 2006 nach. Sie ermittelten die Performance und Korrelationen eines gleichgewichteten Rohstoff-Futures-Portfolios mit Aktien, Anleihen und der Inflation über den Zeitraum von 1959 bis 2005. Im Jahr 2015 wurde die Datenreihe aktualisiert. Die Ergebnisse, die wir uns anschauen beziehen sich also auf die 55 Jahre von 1959 bis 2014 ([Link zur Studie](#)).

Ein Portfolio aus gleichgewichteten Rohstoff-Futures konnte über die betrachteten 55 Jahre erstaunlich gut mit Aktien mithalten. Rohstoff-Futures lieferten über den Zeitraum eine Realrendite von knapp 6% pro Jahr. Die Annahme, mit Rohstoff-Futures verdiene man über die Zeit kein Geld, ist falsch.

**Figure 3: Inflation-Adjusted Performance of Stocks, Bonds, and Commodity Futures, July 1959-December 2014**



*Die Grafik zeigt die reale Performance nach Inflation von Aktien (rot), Anleihen (grün) und einem gleichgewichteten Rohstoff-Futures Portfolio (blau) von 1959 bis 2014.*

Seit 2011, dem Ende des letzten Rohstoffbooms, haben Rohstoff-Futures gegenüber Aktien und Anleihen schlecht abgeschnitten. Stetig fallende Zinsen und kaum Inflation haben für fette Realrenditen bei Aktien und Anleihen gesorgt. Erst durch die massive Expansion der Fiskal- und Geldpolitik in der Corona-Pandemie drehte der Wind. Alle auf die letzten 10 Jahre optimierten Mischfondsstrategien mit der üblichen Kombination von Aktien und Anleihen sahen 2022 plötzlich alt aus. Wir wissen es nicht, aber was, wenn uns in der nächsten Dekade eine Phase höherer Inflationsraten und Zinsen ähnlich der 70er Jahre bevorsteht? Ohne Rohstoff-Futures könnten die Realrenditen für die meisten sehr mager ausfallen.

Wie oben erwähnt, haben sich die Rohstoffe als Inflationsschutz nach der Corona-Pandemie bewährt. Zu dem gleichen Ergebnis kamen auch Gorton und Rouwenhorst in ihrer Studie. Aktien und Anleihen sind mit der Inflation negativ korreliert: Steigt die Inflationsrate, fallen tendenziell die Kurse von Aktien und Anleihen. Bei Anleihen stärker, da ihr Kurs den Wert eines nominalen Zahlungsstroms abbildet und somit voll der Inflation unterliegt. Doch Aktien leiden auch und sie bieten entgegen der weitläufigen Meinung keinen guten Inflationsschutz. Nur Rohstoff-Futures steigen tendenziell mit der Inflation. Das macht auch Sinn, denn oft sind die gestiegenen Preise für Rohstoffe der Anfang auf breiter Front steigender Preise.

### Table 5: Correlations of Assets with Inflation

Full Sample 1959/7 - 2014/12			
	Stocks	Bonds	Commodity Futures
Monthly	-0.08	-0.18	0.09
Quarterly	-0.08	-0.23	0.24
One Year	-0.13	-0.29	0.33
Five Year	-0.10	-0.20	0.47

*Die Tabelle zeigt die Korrelation von Aktien, Anleihen und Rohstoff-Futures mit der Inflation von 1959 bis 2014. Die Preise von Rohstoffen stiegen mit der Inflation. Die Kurse von Aktien und Anleihen fallen bei steigenden Inflationsraten tendenziell.*

Weiter zeigt die Studie, dass neben dem Inflationsschutz die Beimischung von Rohstoffen in ein Aktien- und Anleihenportfolio auch Diversifikationsvorteile bringt. Die Renditen von Rohstoffen weisen eine negative Korrelation mit Anleihen auf und eine leicht positive mit Aktien. Je weniger die Assetklassen eines Portfolios korrelieren, desto besser lässt sich über das Rebalancing die Performance glätten und ein Zusatzertrag generieren.

### Table 6: Correlations of Commodity Futures Returns with Stocks and Bonds

Full Sample 1959/7 - 2014/12		
	Stocks	Bonds
Monthly	0.15	-0.09
Quarterly	0.09	-0.21
One Year	0.04	-0.25
Five Year	-0.26	-0.25

*Die Tabelle zeigt die Korrelation von Aktien und Anleihen mit einem gleichgewichteten Rohstoff-Futures-Portfolio. Anleihen weisen über die Zeit eine negative Korrelation zu Rohstoffen auf und Aktien eine schwach positive.*

Das Schöne ist, dass die Preise der einzelnen Rohstoffe von anderen Faktoren als die Aktien- und Anleihenmärkte abhängen. Eine schlechte Ernte in Brasilien kann für einen

steigenden Kaffeepreis sorgen, ganz egal ob der globale Aktienmarkt gerade steigt oder fällt.

Hinzu kommt, dass die Preisentwicklung der einzelnen Rohstoffe untereinander auch oft sehr unterschiedlich ist. Die Grafik unten zeigt beispielhaft den Kursverlauf von vier Rohstoffen, die wir im Quantex Multi Asset im Portfolio haben.



*Die Grafik zeigt die teils sehr gegenläufigen Kurse im Jahr 2023 von Baumwolle, Kaffee, Sojabohnen und Zucker: Perfekt für eine Rebalancing-Strategie. (Quelle: Bloomberg)*

Wir machen keine aktiven Wetten auf einzelne Rohstoffe, sondern investieren gleichgewichtet und breit diversifiziert in 14 verschiedene Rohstoff-Futures. Dadurch bekommen wir nicht nur einen guten Inflationsschutz fürs Portfolio, sondern können auch immer wieder vom Rebalancing profitieren.

Dafür benötigt es aber Disziplin, denn oft ist es psychologisch schwierig, gefallene Anlagen nachzukaufen und gestiegene zu verkaufen. Feste Anlagequoten und die Gleichgewichtung können helfen, diesem psychologischen Fallstrick zu entkommen.

### Der Mythos von Rollverlusten bei Futures

Ein Mythos, der sich in Sachen Rohstoffen hartnäckig hält, sind die Rollverluste, die bei einem Wechsel in einen neuen Kontrakt entstehen sollen, falls der zukünftige Kontrakt preis über dem aktuellen Preis liegt. Die langfristig gute Performance des gleichgewichteten Rohstoff-Futures Portfolios lässt schon vermuten, dass an permanenten Rollverlusten nichts dran ist. Denn tatsächlich ist es so, dass im Moment des Kontraktwechsels kein Geld fließt. Es wird lediglich ein neuer Vertrag mit anderen Parametern geschlossen. Ob wir dann mit dem neuen Kontrakt Geld verdienen oder nicht, hängt vom Preis bei Fälligkeit in der Zukunft ab.

Ein weiteres Argument, das gegen die These der Rollverluste spricht, ist die Tatsache, dass dann ja auch permanent Rollgewinne für die Gegenpartei anfallen müssten. In einem effizienten Markt würden solche Arbitragemöglichkeiten schnell verschwinden.

Die Beimischung von Rohstoff-Futures, auch wenn gerade unpopulär, erhöht die Diversifikation eines Mischportfolios und bietet echten Inflationsschutz. Wir wissen nicht, was die Zukunft bringt, fühlen uns aber mit der Beimischung von Rohstoffen in Kombination mit dem Rebalancing für viele Szenarien gut gewappnet. Deshalb haben wir im Quantex Multi Asset Fonds rund 15% des Kapitals in Rohstoff-Futures investiert. (mne)



## Aktien PlusMinus

---

# Was wir kaufen und verkaufen

---



Peter Frech  
Fondsmanager

### + Inmode

Die israelische Inmode stellt hochfrequenzbasierte Apparate für die Schönheitschirurgie her. Primär geht es um die minimalinvasive Straffung der Haut. Das Verfahren ist relativ neu und verbreitet sich rasch. Bereits 21'000 Geräte sind weltweit bei Dermatologen, Gynäkologen und natürlich Schönheitschirurgen im Einsatz. Das Marktpotenzial für das schonende Verfahren ist längst nicht ausgeschöpft und zusätzliches Wachstum winkt, falls es durch die neuen Diätmedikamente tatsächlich zu einem starken Rückgang der Fettleibigkeit weltweit kommen sollte – da entsteht einiges Potenzial für Hautstraffungen. Man müsste meinen, dass die in den USA gehandelte Aktie einer entsprechend stark wachsenden und profitablen Firma wie Inmode teuer ist. Doch nach einem fulminanten Anstieg im Startup-Boom-Jahr 2021 ist der Titel bis heute um 75% gefallen. Zuletzt ging der Kurs wegen Unsicherheiten bezüglich des Produktionsstandorts Israel in die Knie. Nun wird die Aktie mit gerade mal dem 10-12fachen des Free Cashflows gehandelt. Die Firma ist zudem schuldenfrei und sitzt auf 675 Millionen Dollar Cash. Wir sehen eigentlich nur zwei Schönheitsfehler: Das Verfahren selbst ist noch keine zehn Jahre am Markt und könnte technologisch wieder obsolet werden. Und das Management hortet Cash, anstatt den tiefen Aktienkurs für Rückkäufe zu nutzen. Doch die tiefe Bewertung entschädigt uns in Kombination mit dem Wachstumsausblick für beides.

### – Banco Bradesco

Im Dezember haben wir die Aktien von Banco Bradesco nach ziemlich genau einem Jahr Haltedauer verkauft. Banco Bradesco ist eine klassische Universalbank und das drittgrößte Kreditinstitut Brasiliens. Brasilien hatte anders als die USA oder Europa nie Nullzinsen, nur wenig Kreditwachstum im Privatsektor und keinen aufgeblasenen Immobilienmarkt. Wir gingen also davon aus, dass wahrscheinlich nicht allzu viele Kreditrisiken in der Bilanz der Bank schlummerten und kauften die günstig bewertete Aktie mit einer Dividendenrendite von rund 7%. Unsere Investmentthese funktionierte und der Kurs stieg bis nahe an unseren fairen Wert. Bei Banken weiss man trotz allem oben gesagten am Ende nie so ganz, welche Risiken man eingeht und da die Bewertung jetzt nicht mehr so attraktiv ist, verkaufen wir die Aktie mit einem schönen Gewinn – auch weil sich der brasilianische Real gegenüber des Schweizer Frankens aufgewertet hat.



Moritz Nebel  
Aktienanalyst

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. Januar 2024

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Werkzeug	7	10.6%	3.9%
Jungfraubahn	Transport	7	7.8%	2.1%
Mikron	Werkzeug	7	27.6%	1.3%
Romande Energie	Elektrizität	7	2.0%	2.6%
CPH Chemie	Chemie	6	11.6%	5.2%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PACCAR	Autoteile	9	7.3%	4.4%
Viartis	Pharma	8	6.7%	4.1%
Diamondback Energy	Öl & Gas	7	3.0%	5.1%
Prudential	Versicherungen	7	10.3%	4.8%
PulteGroup	Hausbau	7	12.3%	0.7%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tenaris	Metallwerkzeug	10	21.9%	3.3%
Heidelberg Mat.	Baumaterialien	8	5.8%	3.2%
Talanx	Versicherungen	8	-	3.1%
SKFB	Metallverarb.	8	7.4%	3.5%
Amundi	Finanzdienstl.	7	9.3%	6.6%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Danaos	Transport	11	21.8%	3.9%
Great Eastern Ship	Transport	11	20.6%	3.7%
Jumbo	Einzelhandel	10	5.3%	11.6%
Richter Gedeon	Pharma	9	6.7%	4.3%
Motor Oil Hellas	Öl & Gas	8	36.2%	6.9%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pan African Resources	UK	9	-3.0%	4.8%
Centamin	Ägypten	7	6.7%	3.8%
Galiano Gold	Kanada	7	0.8%	0.0%
Harmony Gold	Südafrika	7	3.3%	0.7%
Dundee Precious	Kanada	5	28.8%	2.6%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Siemens Energy	Maschinen	-8	2.0%	0.0%
Orsted	Elektrizität	-8	3.6%	3.5%
Norwegian Cruise	Freizeit	-8	-1.3%	0.0%
Catalent	Gesundheitsservice	-7	-1.7%	0.0%
Stadler Rail	Schienenfahrzeuge	-7	17.7%	2.9%

**Quantitative Screenings bei Quantex – Aussieben und Trennen**

Der Quantex R-Wert ist eines von mehreren «Quantitativen Screenings» bei Quantex, um im weltweiten Aktienuniversum vielversprechende Titel zu entdecken. Darauf folgt ein qualitativer Selektionsprozess in Handarbeit. Teilweise fallen dabei die quantitativ am besten bewerteten Aktien durch und wir investieren in die zahlenmässig nur fast so guten Unternehmen.

**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-	9.1.2024	<b>392.48</b>	+0.4%
		EUR -R-	9.1.2024	<b>264.77</b>	-0.2%
		USD -R-	9.1.2024	<b>284.29</b>	-1.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	9.1.2024	<b>116.69</b>	+0.3%
		EUR -S-	9.1.2024	<b>136.08</b>	-0.2%
		USD -S-	9.1.2024	<b>121.44</b>	-1.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	9.1.2024	<b>215.94</b>	-3.6%
		USD -R-	9.1.2024	<b>106.29</b>	-4.7%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz	Quantex Funds – Nebenwerte Schweiz	CHF -R-	9.1.2024	<b>208.69</b>	-0.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.1.2024	<b>2.00</b>	-1.0%
		CHF -3a-	9.1.2024	<b>1.55</b>	-1.0%



### 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)

