



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Zurzeit herrscht Partylaune wie zuletzt im Jahr 2007: Die Arbeitslosigkeit in den USA und der EU ist auf dem tiefsten Stand seit 2007. Das Konsumentenvertrauen und die Zuversicht der CEOs sind auf dem höchsten Punkt seit 2007. Die Zinsaufschläge für schlechte Schuldner: Auf dem tiefsten Stand seit 2007. Und natürlich befinden sich auch die Aktienbewertungen wieder im höchsten Fünftel aller historischen Messungen. Die Parallelen zum Jahr 2007, dem Jahr vor der letzten grossen globalen Finanzkrise, häufen sich bedenklich und verursachen bei mir ein flausches Gefühl in der Magengegend. Natürlich sollte man mit historischen Parallelen vorsichtig sein. Jeder Crash folgt immer anderen Bruchlinien. Tatsache ist jedoch, dass die Überschuldungsprobleme, welche die letzte Krise auslösten, längst nicht gelöst sind. Im Gegenteil: Fast überall wurde durch noch mehr Schulden zum Bruttoinlandsprodukt mehr Spannung aufgebaut. Wann genau das nächste Börsenbeben kommen wird, bleibt ungewiss. Doch die Epizentren der nächsten Finanzkrise sind schon jetzt auszumachen: Der gigantisch aufgeblähte Anleihenmarkt, der neue Schuldengigant China und die Häuselbauer in Nordeuropa, der Schweiz, Kanada oder Australien sind mit ihren Banken alle für sich allein schon für eine grosse Krise gut. Doch wie soll man sich vor dem nächsten Beben schützen? Leider gibt es keinen garantiert sicheren Unterstand. Eine gesunde Diversifikation und der Versuch, mit allen seinen Anlagen möglichst weg von den Epizentren des Schuldenbooms zu sein, ist wohl die einzig sinnvolle Strategie.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der dicke Schulden-BBBAuch .....	1
Aktien PlusMinus: Roche und Russische Aktien .....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex.....	8

## Titelgeschichte

### Der dicke Schulden-BBBAuch

**Jeder Zyklus bringt neue Kreditexzesse: Der grosse Schulden-Boom der letzten Jahre fand bei den Unternehmen statt. Ein ungesund dicker Teil der Schulden hat sich bei Firmen mit dem Kreditrating BBB angesammelt. Doch was heute noch knapp als Investment Grade eingestuft wird, ist oft schon eigentlich Schrott. Die nächste Krise dürfte vom Unternehmenssektor ausgehen.**

Der Kreditmarkt gleicht einem Mann mit ungesunden Essgewohnheiten. Auf der Intensivstation nach dem Kollaps gelobt er jeweils Besserung, doch dann setzt der alte Schlendrian bald wieder ein. Sein Appetit auf Schulden ist unersättlich.

Dabei ist wohl unbestritten, dass die globale Finanzkrise von 2008/09 durch zu viele Schulden und deren unsachgemässe Deklaration ausgelöst wurde. So wurden zum Beispiel Hunderte Milliarden von Hypothekarkrediten schlechter Schuldner gebündelt und dann als hochwertige AAA-Anleihen von bester Bonität verkauft. Zu viele Schulden und dann noch in den falschen Hälsen beziehungsweise Händen führen über kurz oder lang immer zu Problemen.

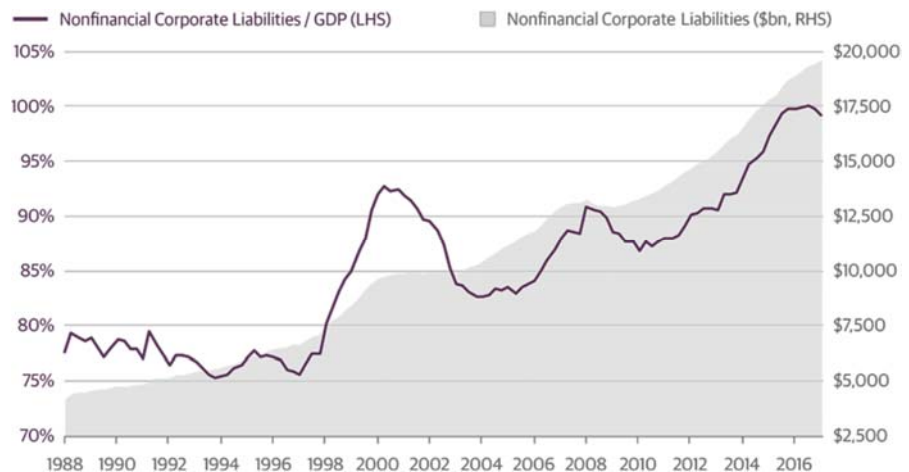
Die Werte des Patienten sind heute ähnlich kritisch wie 2007 vor der Finanzkrise – doch es kümmert ihn wenig. Ein Dessert oder zwei werden doch wohl noch drin liegen?

Genauso wenig kümmert es seinen lieben Doktor von der Zentralbank. Als der Patient nach dem letzten Kollaps am Boden lag und dem Tod nah war, eilten die Zentralbanken zwar sofort zur Hilfe und pumpten ihn notfallmässig mit Liquidität voll.



Doch als der Patient danach immer noch nicht recht auf die Beine kommen wollte und wenig Appetit auf neue Schulden zeigte, wurde das Quantitative-Easing-Buffet aufgestellt... doch wie so oft in der Geldpolitik assen davon andere Marktteilnehmer als gedacht.

Die amerikanischen Privathaushalte entdeckten für einmal den Reiz des Sparens, die Immobilienkrise hatte ihnen das Schuldenmachen vergrault. Ganz fett am Buffet zugeschlagen haben dafür die Unternehmen. Die tiefen Zinsen waren einfach zu unwiderstehlich. So ist die Unternehmensverschuldung in den USA in Relation zum Bruttoinlandprodukt inzwischen auf einen neuen Rekordstand gestiegen (siehe Grafik).



Die dunkle Linie zeigt die Verschuldung amerikanischer Unternehmen (ohne Finanzsektor) in Relation zum Bruttoinlandprodukt (GDP) auf der linken Skala. Die schattierte Fläche stellt die absolute Verschuldung in Milliarden Dollar dar. (Quelle: Guggenheim Investments)

Auch im Verhältnis zum Brutto-Cashflow (Ebitda) hat die Unternehmensverschuldung wieder alte Rekordhöhen von vor der Finanzkrise erreicht. Und zwar auf Netto-Schuldenbasis, also nach Abzug der vereinzelt sehr hohen Cashreserven amerikanischer Firmen.

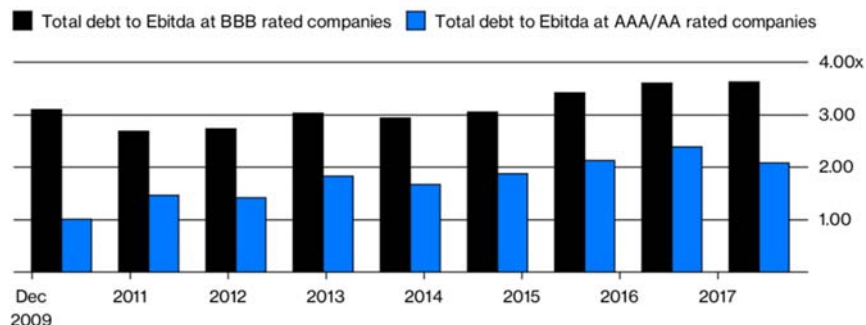
Die US-Firmen – und auch ihre Kollegen in Europa – haben jedoch nicht nur dick Schulden gemacht, sondern sie sind auch noch sehr ungünstig verteilt. Gut die Hälfte aller Schulden entfällt auf Unternehmen mit einem Kreditrating von BBB. Das ist die letzte Bonitätsstufe der Oberkategorie «Investment Grade» vor «Junk» oder Schrott-Anleihen. Viele institutionelle Investoren dürfen nur Investment-Grade-Papiere halten und müssen Junk automatisch verkaufen.

Es ist sicher kein Zufall, dass die Hälfte des Anleihenmarktes nun knapp noch als BBB eingestuft ist. Die Firmen strapazieren in Zusammenarbeit mit den von Interessenkonflikten geplagten Rating-Agenturen und willfährigen Investoren einmal mehr die regulatorischen Schranken.

Der Boom im BBB-Bereich ist beispiellos. Derzeit sind allein in den Vereinigten Staaten 2500 Milliarden Dollar an BBB-Anleihen ausstehend. Vor zehn Jahren waren es, wie das «Wall Street Journal» vorrechnet, gerade mal 686 Milliarden Dollar. Das beunruhigende dabei: Die BBB-Firmen haben ihre Schulden in den letzten zehn Jahren mehr gesteigert als ihre Brutto-Cashflows Ebitda (siehe Grafik nächste Seite). Ihre Kredit-Kennzahlen haben sich also effektiv verschlechtert.

### Leveraging Up

Lower-rated investment-grade companies have been re-leveraging more than others



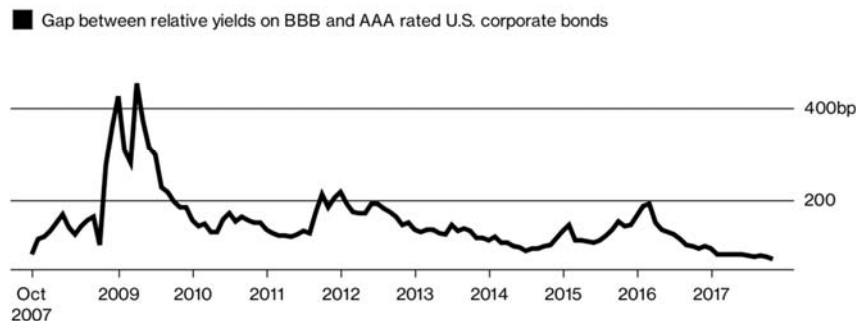
Source: Bloomberg Intelligence

Die schwarzen Balken zeigen die gesamte Verschuldung in Relation zum Ebitda von Firmen mit Bonität BBB. Die blauen Balken die Verschuldung für Firmen der Bonität AAA und AA. (Quelle: Bloomberg)

Gleichzeitig haben die Anleger jedoch bis diesen Februar immer weniger Zinsaufschläge verlangt. Die Kredit-Spreads befinden sich heute immer noch auf so tiefem Niveau wie vor der Finanzkrise von 2008/09 (siehe Grafik unten). Ein weiteres Zeichen für die generelle Sorglosigkeit am Markt, die zumindest uns grosse Sorgen macht.

### Narrowing Margins

Investors are earning less to own the lowest-rated investment-grade bonds relative to others



Source: Bank of America Merrill Lynch index data

Die Grafik zeigt die Zinsaufschläge in Basispunkten für Schuldner der Bonität BBB gegenüber Schuldner der Bonität AAA. (Quelle: Bloomberg/BoAML)

Die spannenden Fragen sind natürlich: Wenn sich die Kredit-Kennzahlen so verschlechtert haben, wieso wurden nicht schon viel mehr Firmen von BBB auf Junk heruntergestuft? Und was passiert in der Zukunft, wenn die Zinsen weiter steigen?

Scott Miner von Guggenheim Investments rechnet vor, dass sich die Finanzen der US-Unternehmen schon bei einem Leitzins von 3.25 bis 3.5% in einem schlechteren Zustand als 2007 befinden werden. Ihr Free Cashflow würde dann auf Rezessionsniveau sinken und die Firmen müssten ihre Investitionen zusammenstreichen. «Die nächste Rezession wird vom Unternehmenssektor ausgehen», ist Miner überzeugt.

In der letzten Finanzkrise standen gebündelte Hypothekar-Anleihen mit dem bestmöglichen Kreditrating AAA im Zentrum – diese Ratings stellten sich als völlig illusorisch heraus. Es ist zu befürchten, dass bei höheren Zinsen und/oder der nächsten Rezession sich viele Investment-Grade-Ratings als genauso illusorisch herausstellen werden. Der grosse Schock war schon beim letzten Mal nicht, dass in der Krise plötzlich viele Junk-Bonds

ausfielen. Sondern dass vermeintlich sichere Anleihen plötzlich als Ramsch galten. Ähnliches droht, wenn die BBB-Blase platzt.

#### **Konklusion für Investoren**

Die Unternehmensverschuldung ist nach Jahren des Quantitative Easing der Zentralbanken auf ein höchst bedenkliches Niveau gestiegen. Anleger sollten bei der Auswahl von Anleihen besondere Vorsicht walten lassen, vor allem im weit überproportional gewachsenen BBB-Segment.

Der massenhafte Absturz von Unternehmen mit Investment-Grade-Rating in den Junk-Bereich wird jedoch auch am Aktienmarkt nicht spurlos vorbeigehen. Zum einen drohen den gefallen Engeln höhere Zinszahlungen oder sogar existenzielle Liquiditätsproblemen bei der Refinanzierung von Schulden. Zum anderen werden sie zur Verbesserung ihrer Finanzen angehalten sein, was meistens Dividendenkürzungen bedeutet oder noch schlimmer den Verkauf von Unternehmensteilen oder neuen Aktien. In einer Kreditkrise werden sie dafür keine guten Preise bekommen, und viel Aktionärswert wird vernichtet.

Es ist unsere generelle Beobachtung, dass sowohl Obligationäre wie Aktionäre derzeit nicht mehr angemessen für die Risiken überschuldeter Firmen entschädigt werden. Wir investieren deshalb heute vorzugsweise in die wenigen verbliebenen Unternehmen, welche sich den Verlockungen des grossen Schulden-Buffetts entziehen konnten. (pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen

### + Roche GS

We are back! Nach fünf Jahren Schweizer-Aktien-Abstinenz sind wir wieder im Inland fündig geworden. Uns erstaunt, dass eine solche Qualitätsfirma wie Roche im heutigen Markt so attraktiv bewertet ist. Die jetzige Marktkonstellation gibt uns drei Gründe hierfür:

1. Low-Volatility Strategien mit ihren Bond Proxies sind seit zwei Jahren schlechter als der Markt unterwegs. Nun sind die Leute ungeduldig geworden und haben solche Strategien verkauft, was zu Verkaufsdruck bei den zugrundeliegenden Aktien wie Roche geführt hat.
2. Der US-Gesundheitssektor scheint im Umbruch zu sein, es herrscht Unsicherheit und der Sektor erhält immer noch sehr schlechte Presse, was auch den Schweizer Pharma-Multi betrifft.
3. Roche und andere SMI-Giganten werden im Heimmarkt seit längerem von den heiss gelaufenen Schweizer Small&Mid-Caps in den Schatten gestellt.

Roche mag als langweilig und träge wahrgenommen werden. Unsere nüchterne Betrachtung sieht aber ein breit diversifiziertes, hochprofitables Pharmaunternehmen mit guter Bilanz zu einem sehr vernünftigen Preis. Zudem werden die Aktionäre seit 1922 ununterbrochen mit einer Dividende entlohnt; die Rendite beträgt heute beinahe 4%. Im aktuellen Marktumfeld ist Roche für uns ein klarer Kauf.

### – Russische Aktien

Am 6. April verhängten die USA neue Sanktionen gegen sieben russische Oligarchen (darunter Oleg Deripaska, Viktor Vekselberg und Alexei Miller), zwölf von diesen kontrollierte Unternehmen (Rusal, EN+, GAZ), 17 Regierungsvertreter und einem staatlichen Waffenhändler. Alle Vermögenswerte unter amerikanischer Rechtsprechung werden eingefroren, Geschäfte mit den Sanktionierten sind nicht mehr erlaubt. Damit reagieren die USA auf Russische Aktivitäten in Syrien, Manipulationen im US-Wahlkampf und Cyberattacken auf amerikanische Institutionen.

Am Montagmorgen, den 9. April, verkauften wir alle fünf Titel des Emerging & Frontier Markets Fonds in Russland (Sberbank, Gazprom Neft, Magnitogorsk, Novolipetsk und Mobile Telesystems). Vier der Titel sind nicht direkt von den Sanktionen betroffen, Gazprom Neft über GAZ und Alexei Miller. Denn: Entitäten, die zu über 50% im Besitz von Sanktionierten sind, sind auch sanktioniert. Weiter drohen Drittparteien schmerzhaftes Bussen, wenn sie bedeutende Transaktionen für die Sanktionierten ausführen (zum Beispiel Banken wie Sberbank).

Die Unsicherheit und Unklarheiten über die Tragweite der US-Massnahmen sind definitiv Gift für die Börse. Aus Portfolio-Sicht kann man im Moment mit russischen Aktien nur verlieren, denn der starke politische Fokus verhindert jegliche fundamentale Betrachtung von eigentlich attraktiven Unternehmen. Die Sanktionen sind zudem potenziell existenzbedrohend für viele Firmen.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst



Maurice Rüegg  
Fondsmanager

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. April 2018

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Dätwyler	Elektrocomp.	5	0.4%	1.7%
Jungfraubahnen	Transport	5	2.9%	1.4%
Kardex	Maschinen	5	5.7%	2.6%
Tamedia	Median	5	14.1%	3.4%
Valiant	Banken	5	-	3.3%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Aflac	Versicherungen	6	17.2%	2.1%
Discover Financial	Finanzdienstl.	6	13.0%	1.9%
Foot Locker	Detailhandel	6	11.3%	2.7%
LyondellBasell	Chemie	6	8.0%	3.7%
Micron Tech	Halbleiter	6	12.2%	0.0%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Dometic Group AB	Freizeit	8	4.7%	2.4%
Berkeley Group	Hausbau	8	16.5%	2.8%
Neste Oyj	Öl & Gas	6	4.4%	3.1%
Covestro AG	Chemie	6	10.6%	1.7%
Hannover Rück	Versicherungen	6	7.9%	4.4%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Assore	Bergbau.	10	-	6.3%
Transcend Info	Halbleiter	10	8.5%	6.8%
Yuexiu Transport	Transport	9	12.7%	5.5%
Reunert	Elektrocomp.	9	8.7%	6.1%
SPCG	Altern. Energie	9	8.6%	5.4%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ramelius Res	Australien	7	6.9%	0.0%
Regis Resources	Australien	7	5.5%	4.9%
St. Barbara	Australien	7	11.8%	3.4%
Teranga Gold	Kanada	6	-2.5%	0.0%
Guyana Goldfields	Kanada	5	3.6%	0.0%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Wendel	Holding	-8	2.2%	1.9%
Ferrovial	Konstruktionen	-8	5.3%	4.2%
Basilea Pharma	Biotechnologie	-8	-10.0%	0.0%
AMD	Halbleiter	-7	-0.5%	0.0%
Devon Energy	Öl & Gas	-7	0.4%	0.8%

**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-	10.4.2018	<b>209.45</b>	<b>-0.7%</b>
		EUR -R-	10.4.2018	<b>117.93</b>	<b>-1.5%</b>
		USD -R-	10.4.2018	<b>134.94</b>	<b>+1.3%</b>
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	10.4.2018	<b>163.60</b>	<b>-1.8%</b>
		USD -A-	10.4.2018	<b>71.69</b>	<b>+0.1%</b>
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.4.2018	<b>206.86</b>	<b>-5.2%</b>
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	10.4.2018	<b>114.00</b>	<b>-1.0%</b>
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.4.2018	<b>1.26</b>	<b>-2.9%</b>



**Haftungsausschluss**

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Er dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Bericht genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Der Bericht 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. Anteile der in diesem Bericht erwähnten Anlagefonds dürfen in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. 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 Factsheets genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG  
MARKTGASSE 61  
CH-3011 BERN  
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG  
LINTHESCHERGASSE 17  
CH-8001 ZÜRICH  
+41 43 243 03 46

[WWW.QUANTEX.CH](http://WWW.QUANTEX.CH)

