



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Es gibt immer gute Ausreden, keine Aktien zu kaufen: Die drohende Aufsplitterung der Eurozone, die Überschuldung oder neue Kriege im Nahen Osten oder sogar mit Russland – um nur ein paar aktuelle Beispiele zu nennen. Die meisten stellen sich im Nachhinein als irrelevant heraus. Politische Ereignisse haben meist erstaunlich wenig Einfluss auf die langfristige Wertentwicklung der Aktienmärkte. Unternehmen passen sich den veränderten Verhältnissen an. Selbst ein Weltenbrand wie der Zweite Weltkrieg sieht auf den langfristigen Aktiencharts wenig dramatisch aus. Sogar die Aktien der Verliererstaaten Deutschland und Japan erhielten den Anlegern real zumindest einen Teil ihres Werts – ganz im Gegensatz zu den Anleihen, die von der Inflation vernichtet wurden. Praktisch das einzige Land der Welt mit wirklich guten realen Obligationenrenditen über 100 Jahre war die Schweiz – wenig politische Risiken sind offenbar gut für Anleihen. Was den Umkehrschluss stützt, dass politische Risiken schlecht für sie sind und Aktien die entsprechend bessere Wahl. Beim Kauf von Aktien zählt vor allem ihr Bewertungsniveau. Mit Blick auf Free-Cashflow-Renditen und Dividenden sind Aktien weitem die attraktivste Anlageklasse. Die verbreiteten Ängste sind letztlich ein Zeichen, dass der Aktien-Bullenmarkt noch lebt. Erst wenn sich die Anleger wie im Jahr 2000 keine Sorgen mehr machen, besteht wirklich Anlass zur Sorge.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der Start zur Grossen Rotation	1
Aktien PlusMinus: McKesson und Colopl	5
Quant-Corner	6
Und übrigens... ..	8
Über Quantex.....	9

Titelgeschichte

Der Start zur Grossen Rotation

Seit Jahren fließt Geld aus Aktienfonds ab und strömt dafür in Obligationen-Fonds mit immer tieferen Renditen. Der Trump-Schock hat nun den Startschuss zur Grossen Rotation aus festverzinslichen Anlagen in Aktien gegeben. Der Trend kann sich beschleunigen, je mehr die wahren Risiken von Obligationen offenbar werden.

Für die vermeintlich sicherste Anlageklasse ist ein Verlust von 4% in einem Monat ein Blutbad: Der Rückgang des globalen Anleihen-Index von Bloomberg-Barclays im November war der stärkste Monatsverlust seit Berechnung des Index im Jahr 1990. Rund 1700 Milliarden Dollar an Buchwerten wurden durch den Bond-Crash ausgelöscht.

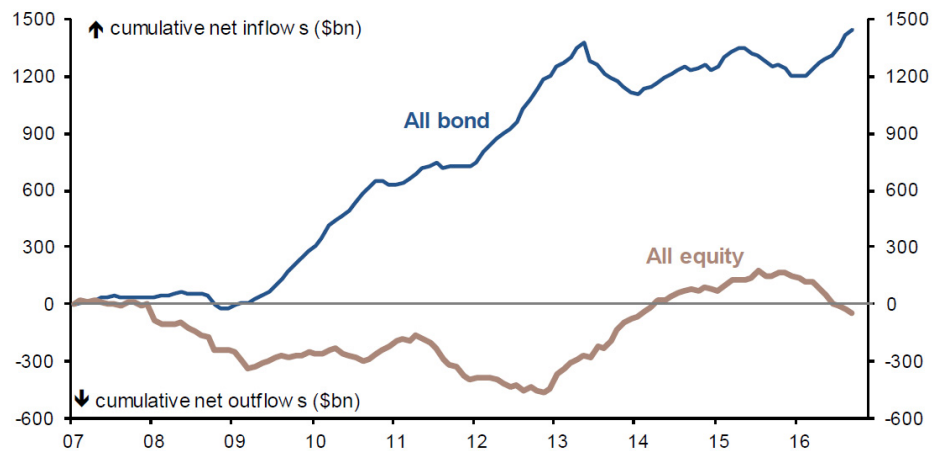
Die durchschnittlichen Zinsen stiegen vom Rekordtief am 5. Juli bei 1.07% auf aktuell 1.61%. Hinter dem Zinsanstieg stehen die Erwartungen auf mehr Wachstum und mehr Inflation durch die propagierten Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben der Trump-Administration. Oder einfach die zu extreme Positionierung vieler Marktteilnehmer, die nach Jahren mit sinkenden Zinsen sogar auf eine Fortsetzung des Trends immer weiter in den negativen Bereich wetteten.



Das Zinstief im Sommer 2016 nach dem Brexit-Entscheid wurde von der gleichen verqueren Logik einer Spekulationsblase getragen wie im Frühjahr 2000 das Top an den Aktienmärkten. Damals, auf dem Höhepunkt der Internet-Euphorie, wurden die hoch bewerteten Aktien längst nicht mehr wegen ihrer lächerlich tiefen Gewinn- und Dividendenrenditen gekauft, sondern nur noch, weil bis in alle Ewigkeit auf weitere Kursgewinne spekuliert wurde. Bei den Anleihen war es vergangenen Sommer genau gleich: Die Renditen war lächerlich tief und bei einem grossen Teil des Bondmarkts sogar negativ. Doch die Papiere wurden gekauft, weil auf noch weiter fallende Zinsen und damit mehr Kursgewinne gesetzt wurde.

Ein zentrales Paradoxon der Finanzmärkte ist jedoch, dass Anlagen, die gemeinhin als „sichere Sache“ gelten, es nicht sein können. Denn die Preise dafür, in diesem Fall der Obligationen, werden auf ein Niveau hinaufgezahlt, wo sie nicht mehr von ihrer laufenden Rendite getragen werden, sondern nur noch von der heissen Luft der Erwartungen aller anderen Spekulanten. Deshalb ist der aktuelle Bond-Crash sicher keine Überraschung und der mögliche Fall nach unten noch weit.

Auf der anderen Seite sind Anlagen, die gemeinhin als unsicher und riskant gelten, es oft gar nicht mehr. Aktien sind seit Jahren unbeliebt. Obwohl ihre Gewinn- und Dividendenrenditen relativ wie absolut attraktiv sind und obwohl die Kurse seit der Finanzmarktkrise von 2008/09 tendenziell steigen, zeigen die Investoren der Anlageklasse die kalte Schulter (siehe Grafik unten).



Kumulierte Netto-Geldflüsse in Milliarden Dollar in Fonds und ETF für Obligationen (bond) und Aktien (equity) seit 2007. (Quelle: SocGen)

Dieser grosse Trend hat sich nach der überraschenden Trump-Wahl umgekehrt: Geld fließt aus Anleihen-Vehikeln raus und wieder in Aktienprodukte. Doch handelt es sich dabei um eine wirkliche grosse Wende oder nur um eine vorübergehende Episode wie während des „Taper Tantrums“ im Jahr 2013, als der Zinsmarkt auf eine Rede des damaligen Notenbank-Chefs Bernanke mit einem Trotzanfall reagierte?

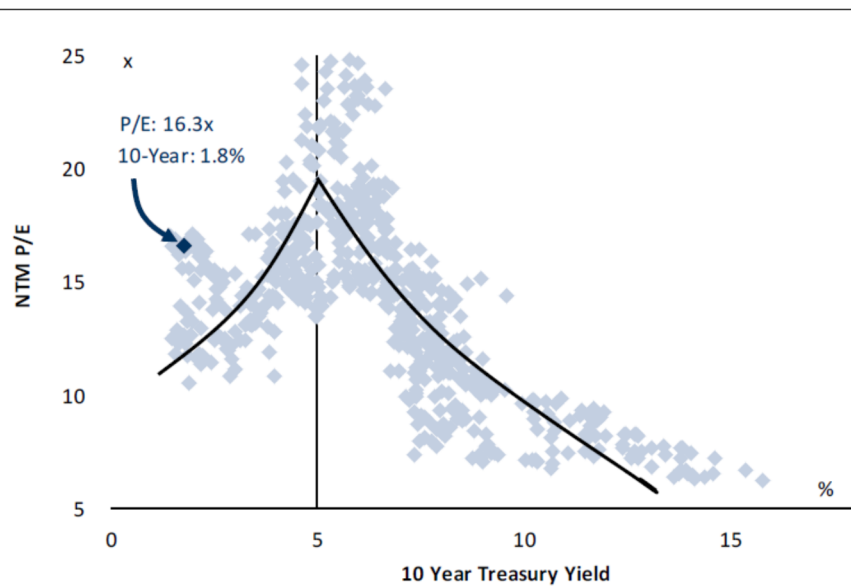
Die Frage wird sich leider erst in ein paar Jahren abschliessend beantworten lassen. Klar ist jedoch, dass das Ungleichgewicht zwischen Obligationen und Aktien in Bezug auf die jeweilige Popularität und Renditen ein extremes Ausmass angenommen hat. Chancen und Risiken sind entsprechend asymmetrisch verteilt.

Grössere Risiken lauern am Obligationenmarkt

Grosse Risiken unserer Zeit, wie der Zusammenhang zwischen hohen Staatsverschuldungen, demographischer Überalterung und potenziell bankrotten Rentensystemen, betreffen aus unserer Optik auf die lange Sicht nämlich vorwiegend den Obligationenmarkt, nicht die Aktien. Nur schon 2-3% mehr Inflation, wie es von den meisten Zentralbanken zur Lösung dieser Probleme mehr oder weniger offen angestrebt wird, wären

für die heute praktisch zu Null verzinsten Anleihen eine Katastrophe. Viele Anleger in „sicheren“ Obligationenfonds dürften bei zweistelligen Kursverlusten den Schock ihres Lebens erleben.

Für die Aktienmärkte wäre dies jedoch noch gar kein Problem. Im Gegenteil, 2-3% mehr nominelles Gewinnwachstum könnte sich für viele Unternehmen sogar als Segen herausstellen. Es stimmt zwar, dass mehr Inflation und höhere Zinsen sich ab einer gewissen Höhe auch negativ auf die Aktienpreise auswirken. Die historische Erfahrung zeigt jedoch, dass der Zusammenhang zwischen Zinsen und Aktienbewertungen gemessen am Kurs/Gewinnverhältnis keineswegs so linear ist, wie gemeinhin angenommen.



Der Zusammenhang seit 1975 zwischen Aktienbewertungen (NTM P/E) und US-Zinsen (10 Year Treasury Yield) ist nicht linear, sondern macht bei 5% Zinsen eine Spitze. (Quelle: RBC)

Gemäss der obigen Grafik wären steigende Zinsen bis etwa 5% für zehnjährige US-Treasuries für die Aktienbewertungen sogar tendenziell positiv. Der Markt kommt quasi weg von Nullwachstum und Deflationspanik und findet neuen Optimismus. Erst über der Marke von 5% drücken dann höhere Inflationsraten und Diskontierungssätze auf die Aktienpreise.

Sollten Staatsverschuldungen und Inflation sogar völlig aus dem Ruder laufen, werden die Risiken noch asymmetrischer zu Ungunsten von Obligationen. Festverzinslichen Papieren mit langer Laufzeit würde fast schon der Totalverlust drohen. Aktien dagegen behalten erfahrungsgemäss selbst in Hochinflationsphasen zumindest einen Teil ihres realen Werts. Vermutlich wäre in einem solchen Extremszenario allerdings Gold die beste Anlageklasse.

Je mehr die Anleger die grossen Risiken von tief verzinsten Anleihen erkennen und die Chancen bei den Aktien sehen, desto mehr könnte die viel zitierte Grosse Rotation aus Obligationen in Aktien an Momentum gewinnen. Irgendwann wird der Prozess dann praktisch selbstverstärkend bis hin zu einer neuen Blasenbildung bei Aktien. Doch bis dahin ist der Weg noch weit. Ein Ende der Geldabflüsse aus Aktienprodukten wäre der erste Schritt.

Value-Aktien sind die Gewinner der Zinswende

Die mögliche Zinswende diesen Sommer hat allerdings nicht nur grosse Auswirkungen auf die Anlageklassen, sondern auch auf die Titel innerhalb einer Klasse. Seit dem Trump-Schock hat eine erhebliche Sektor-Rotation am Aktienmarkt begonnen. Die Ge-

winner sind generell zinsensitive Titel wie die Banken oder eher zyklische Marktsegmente aus den Bereichen Industrie, Infrastruktur und Rohstoffen. All diese Aktiensektoren waren in den Jahren von Deflation und Stagnation eher günstig geworden und deshalb zu Value-Aktien mutiert. Nun gehören sie zu den grossen Gewinnern der Umwälzung, während eher defensive und stabile Titel zu den Verlierern gehören.

Value-Aktien sind eigentlich seit der Finanzkrise 2008 hinter Wachstums-Titeln zurück geblieben. Dies ist historisch gesehen die längste bekannte Phase der Underperformance des Value-Stils (vgl. Quantex-Werte vom Januar 2016).

Schon im Januar/Februar hat dies gedreht (vgl. Grafik unten), als die Märkte kurzzeitig eine Rezession einzupreisen begannen, die dann doch nicht stattfand. Seither sind Value-Aktien besser als Wachstumstitel. Die Trendwende wurde mit der Wahl von Donald Trump nochmals verstärkt.



Seit der Januar-Börsenkorrektur sind Value-Aktien im S&P-500-Index gegenüber Wachstumsaktien am outperformen. Seit der Trump-Wahl am 8. November hat sich die Outperformance akzentuiert. (Quelle: <http://disciplinedinvesting.blogspot.ch>)

Es scheint also ein deutlicher Zusammenhang zwischen der Outperformance von Value und steigenden Zinsen zu bestehen. Dies ist eine äusserst nützliche Erkenntnis für die Portfolio-Konstruktion: Ein Engagement in Value-Aktien und entsprechenden Fonds wie unserem Quantex Global Value bietet somit eine Möglichkeit zur direkten Kompensation des Risikos weiter steigender Zinsen. Und falls die Zinswende und die Grosse Rotation in Aktien doch noch einmal verschoben werden, dürfte sich der Schaden in Grenzen halten. Schliesslich sind die Erwartungen an Aktien und Value-Aktien im Besonderen seit geraumer Zeit sehr tief. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ McKesson

McKesson gehört zu der Kategorie Firmen, welche Warren Buffett als „wonderful business“ bezeichnet. Dabei ist McKessons Geschäftstätigkeit alles andere als spannend: Die Firma bringt Medikamente vom Hersteller zu den Apotheken. In den USA wird dieser Distributionsmarkt von drei Unternehmen dominiert, welche insgesamt 90% des Marktes abdecken. McKesson ist mit 200 Mrd. USD Umsatz das grösste Unternehmen. Die Gewinnmargen sind mit rund 1% hauchdünn. Die Oligopolstellung zusammen mit den tiefen Margen ist vorteilhaft, weil dadurch hohe Eintrittsbarrieren für neue Konkurrenten bestehen. Einzig möglicher Neukonkurrent könnte Amazon sein, aber die Handhabung eines Buches ist definitiv weniger kompliziert als diejenige eines Medikaments, welches gekühlt oder trocken gelagert werden muss.

McKesson profitierte in den letzten Jahren von den starken Preiserhöhungen der Medikamente, da sie auf prozentualer Basis entschädigt werden. Diese Preisinflation hat sich jetzt stark abgeschwächt, und deshalb ist Ende November der GAU bei McKesson eingetreten: Nichterfüllung der Quartalerwartungen, Bekanntgabe eines Goodwill-Impairments und Herabsetzung des Outlooks. Gleichzeitig kamen Befürchtungen auf, dass es zum Preiskampf in der Branche bei Verträgen mit kleineren Apotheken kommen könnte. Diese letzte Befürchtung macht uns selbst auch ein wenig Angst. Wobei wir nicht davon ausgehen, dass die CEOs in diesem Oligopol sich das Leben schwer machen wollen, nur um ein wenig Marktanteile in einem Teilsegment zu gewinnen. Aber genau diese Unsicherheit hat dazu geführt, dass wir ein wunderbares Unternehmen zu einem attraktiven Preis kaufen konnten. Das neue, vier Milliarden schwere Aktienrückkaufprogramm hat unsere Nerven zusätzlich beruhigt.

– Colopl

Der Fluch der Medien hat ein neues Opfer gefunden: Colopls Gründer und CEO Naruatsu Baba wurde am 26. Oktober in einem Bloomberg-Artikel mit dem Titel „Japanese Billionaire who can do no wrong“ vorgestellt; zwei Wochen später musste seine Firma die Geschäftsaussichten massiv revidieren.

Colopl ist ein japanischer Mobile Gaming Hersteller, der mit Spielen wie Sanguozhi, Quiz RPG und Meow Meow grössere Erfolge feiern durfte. Das Geschäft mit Mobile Games ist sehr kurzlebig, die durchschnittliche Lebensdauer eines Spiels beträgt 3 bis 4 Jahre. Falls das Spiel im zweiten Jahr nach Lancierung nicht den Blockbusterstatus erreicht hat, wird es nie zum Erfolg. Colopls letztes grosses Spiel wurde vor rund zwei Jahren veröffentlicht. Wir gingen davon aus, dass die neueren Spiele den Umsatzschwund von Meow Meow nicht ganz denken werden und haben deshalb mit rückläufigen Zahlen gerechnet. Nichtsdestotrotz hofften wir, dass eines der Spiele ein Erfolg werden könnte. Unsere Hoffnungen haben sich nicht bestätigt, und das Unternehmen musste bekannt geben, dass es nächstes Jahr mit einem um 65% tieferen Reingewinn rechnet. Der faire Wert des Unternehmens hat sich folglich massiv verringert und wir haben unsere Anteile verlustbringend verkauft. Rückwirkend betrachtet, war unser Fehler, dass wir beim Kauf eines solch volatilen Unternehmens auf eine grössere Sicherheitsmarge verzichteten.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 6. Dezember 2016

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Elektronik	8	6.6%	4.9%
APG	Werbung	6	4.1%	5.5%
Coltene Holding	Gesundheitsw.	6	4.7%	3.2%
Swiss Re	Versicherungen	6	19.2%	4.9%
Vetropack	Verpackungen	6	2.7%	2.3%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Unum Group	Versicherungen	7	8.1%	1.8%
Borgwarner	Autoteile	6	4.7%	1.4%
Delta Air Lines	Fluggesell.	6	10.2%	1.4%
Qualcomm	Halbleiter	6	8.9%	3.1%
Staples Inc	Einzelhandel	6	9.2%	4.9%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Centamin	Bergbau	7	15.9%	2.3%
Meggitt	Luftfahrt	7	5.3%	3.1%
Marine Harvest	Nahrungsmittel	6	3.8%	6.6%
Mapfre	Versicherungen	6	-	4.5%
Subsea 7	Öl & Gas	6	24.5%	0.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Assore	Bergbau	10	3.9%	3.2%
Raubex Group	Tiefbau	10	10.0%	3.8%
Xinyi Glass	Autoteile	9	6.6%	6.0%
Rassini SAB	AutoTeile	9	7.2%	3.8%
Magnitogorsk MMK	Stahl	9	14.3%	4.3%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Weatherfort	Öl & Gas	-9	-3.3%	0.0%
Southwestern Energy	Öl & Gas	-8	-0.9%	0.0%
Ferrovial	Konstruktion	-7	0.5%	4.4%
SWMTL Holding	Bergbau	-7	-2.6%	0.0%
Weisse Arena	Freizeit	-6	-2.2%	0.0%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Portugal	0.5%	
Spanien	Spanien	-1.8%	MSCI World
Schweden	Schweden	5.6%	(USD)
Frankreich	Frankreich	4.2%	3.5%
Japan	Japan	9.6%	
Russland	Tschechien	-5.6%	MSCI Emerging
Tschechien	Russland (USD)	13.2%	Markets (USD)
Qatar	Taiwan	1.1%	-3.0%

Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkt 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



Und übrigens...



Weihnachten steht vor der Tür, und Sie wissen nicht, was schenken? Mit einem Fondssparplan von Quantex, angeboten und erklärt unter spectravest.ch, investieren Sie für die Zukunft Ihrer Liebsten. Bei Abschluss vor Weihnachten schenken wir Ihnen die Gebühren von 75.- für 2017.



**Das ganze Quantex Team wünscht Ihnen frohe Weihnachten
und ein gutes Neues Jahr 2017!**

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 zwei 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 Global Value Fund	CHF	2.12.2016	166.05	+7.4%
		EUR	2.12.2016	102.56	+8.1%
		USD	2.12.2016	101.46	+4.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	2.12.2016	155.40	+52.4%
		USD	2.12.2016	64.25	+50.2%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	2.12.2016	176.89	+2.6%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	2.12.2016	78.53	+9.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	28.11.2016	1.08	+13.4%
		USD	28.11.2016	1.87	+11.9%

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

