



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Investoren wollten in den letzten Jahren wenig vom Gold wissen. Wozu auch in Zeiten mit steigenden Zinsen und boomenden Aktienbörsen? Doch eine andere Käufergruppe hortet so viel Gold wie noch nie: Die Notenbanken. 2018 kauften sie mit 651 Tonnen netto mehr Gold als jemals zuvor seit 1971, als die indirekte Golddeckung des Dollars aufgehoben wurde. Der grösste Käufer war einmal mehr Russland, das mit der Entdollarisierung seiner Währungsreserven zügig voranschreitet. Auch Kasachstan, China, die Türkei oder osteuropäische und arabische Staaten stapelten mehr Goldbarren. Verkäufe durch Notenbanken gab es praktisch keine mehr. Westliche Länder wie die Schweiz oder Grossbritannien hatten ihre Goldreserven schon Anfang der 2000er Jahre verramscht.

Das Goldhorten durch die Notenbanken macht Sinn, je mehr die USA das Dollar-basierte Finanzsystem als Sanktionswaffe einsetzen. Gold ist eine Reservewährung ohne Gegenpartirisiken. Derzeit brütet China darüber, was es mit seinen Billionen an amerikanischen Staatsanleihen aus vergangenen Handelsüberschüssen tun soll. Mehr Gold zu horten, bietet sich an, je mehr Handelskriege und Deglobalisierung um sich greifen. Wenn keine Güter mehr die Grenzen überquerten, flogen in der Vergangenheit oft die Kugeln. Mehr Inflation droht ohnehin. Leider sind dies keine schönen Aussichten. Doch als Investor gilt es, für alles gewappnet zu sein. Unser altes Motto wird wieder aktueller: «Kaufen Sie Gold und hoffen Sie, dass Sie es nicht brauchen.»

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Gib der Inflation eine Chance.....	1
Aktien Plus Minus: S&T AG und Mahle-Metal Leve.....	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Gib der Inflation eine Chance

Mit Blick auf die nächste Finanzkrise steigt die Nervosität der Regierungen und ihrer Notenbanken. Noch mehr Anleihenkäufe und Negativzinsen dürften kaum etwas bringen, höchstens weiteren Unmut in der Bevölkerung wecken. Kein Wunder werden neue radikale Ideen zur Inflationierung erkundet, wie sie etwa die *Modern Monetary Theory (MMT)* propagiert. Eine Zeitenwende kündigt sich an.

«Is Inflation Dead?» titelte das Magazin «Bloomberg Businessweek» im April mit dem Bild eines leeren Ballons (siehe nächste Seite). Der Untertitel lautete übersetzt: «Die neue Ära hat beängstigende Nachteile». Es folgte eine Titelgeschichte zu den Risiken einer anhaltend tiefen Teuerung mit neuen Deflationsrisiken in der nächsten Krise.

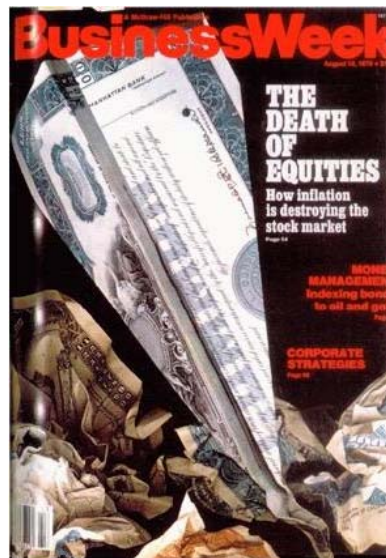
Titelbilder von Magazinen sind oft gute Gradmesser für den Zeitgeist und gleichzeitig meist antizyklische Signale für eine sich abzeichnende Zeitenwende. Nach der Hochinflationsphase der 1970er Jahre titelte dieselbe «Businessweek» im August vor fast exakt 40 Jahren mit «The Death of Equities – How Inflation is destroying the Stock Market». Wie heute bekannt ist, dauerte es von da nicht mehr lange, bis die Inflationsraten entgegen der Titelgeschichte zu sinken begannen und ein neuer Bullenmarkt für die totgesagten Aktien begann.

Angst vor Deflation und der Unfähigkeit der Regierungen, den Ballon wieder aufzupumpen, hört sich sehr danach an, sich auf den letzten Krieg vorzubereiten. Das Investment erster Wahl in einem solchen Szenario wären langlaufende Staatsanleihen, welche von fallenden Zinsen profitieren würden, wie es seit der Finanzkrise von 2008 geschah.



Natürlich erproben die Notenbanken derzeit mit zahlreichen akademischen Studien den Weg tiefer ins monetäre Minuszins-Regime, um für die nächste Krise gewappnet zu sein. Völlig ignoriert wird dabei die Tatsache, dass diese geldpolitischen Massnahmen bei der Bekämpfung der letzten Krise weitgehend nutzlos waren oder sie sogar verlängert haben – die Wirtschaftserholung seit 2008 war eine der schleppendsten, die es je gab.

Gleichzeitig führten die gedrückten Zinsen zu steigenden Preisen für Vermögenswerte wie Immobilien, Aktien und natürlich Anleihen. Während die Löhne und Konsumentenpreise überraschend tief blieben, kam es durch die geldpolitischen Interventionen zu einer grossen «Asset Inflation». Diese vergrösserte die Vermögensunterschiede in praktisch allen westlichen Industriegesellschaften frappant. Der aufkeimende Unmut in weiten Teilen der Gesellschaft und der politische Siegeszug der Populisten aus dem rechten wie auch linken Lager dürften direkte Folgen davon sein.



Was 40 Jahre für einen Unterschied machen können: Die Titelbilder von «Businessweek» im August 1979 (links) und April 2019 (rechts).

Etwas vereinfacht gesagt, wurden seit der letzten Finanzkrise die monetären Zügel stark gelockert. Die Notenbanken kauften alle möglichen Wertpapiere mit frisch gedrucktem Geld. Gleichzeitig wurden jedoch aus Angst vor Inflation und überbordenden Defiziten im Staatshaushalt die fiskalischen Zügel angezogen. Um es bewusst populistisch auf den Punkt zu bringen: Die Regierenden stützten die Vermögenswerte der Besitzenden mit der staatlichen Notenpresse, sparten gleichzeitig aber bei Ausgaben für den gewöhnlichen Lohnarbeiter und Sozialhilfeempfänger. Wieso wurde die Notenpresse nicht direkt für letztere genutzt? Es gibt schliesslich mehr Stimmen unterhalb der obersten 10% der Vermögenden zu holen.

Eine neue Generation von Politikern und radikale geldpolitische Ideen wie die Modern Monetary Theory, kurz MMT, dürften dafür sorgen, dass in der nächsten Krise nicht nochmals dieselben Methoden wie in der letzten zur Anwendung kommen, sondern ein neuer Weg beschritten wird. Die MMT propagiert, dass ein Staat wie die USA ohne Schulden in Fremdwährungen seine Notenpresse direkt und unlimitiert für Staatsausgaben wie Job-Garantien, Sozialausgaben oder Infrastrukturprogramme nutzen kann. Die Notenbank finanziert einfach direkt, was immer dem Staat beliebt – ohne den Umweg über die Ausgabe von Anleihen, die dann wieder am Markt zurückgekauft werden müs-

sen. Die Höhe des Haushaltsdefizits spielt keine Rolle, ebenso die Höhe der Staatsverschuldung in selbst gedruckter Währung. Die einzige Restriktion ist gemäss MMT die Inflation, die früher oder später entstehen wird. Doch etwas mehr Inflation als heute wird von den meisten Proponenten der MMT als wünschenswert angesehen.

Ray Dalio, der einflussreiche Gründer des Hedge-Fund-Giganten Bridgewater Associates, hat Anfang Mai in einem weitbeachteten Essay den Weg für die Anwendung der MMT vorgespurt. Dalio kommt zum Schluss, dass weder weitere Zinssenkungen noch Anleihenkäufe («Quantitative Easing») durch die Notenbanken in der nächsten Krise viel Sinn machen werden. Der sinnvollere Weg sei eine direkte Stimulation über den Staatshaushalt, finanziert mit der Notenpresse.

«Der Vorteil dieses Ansatzes ist, dass das neu geschaffene Geld besser den gewünschten Anwendungen zugeführt werden kann, als wenn die Notenbank Wertpapiere von den Besitzenden kauft in der Hoffnung, dass diese das Geld dann für den Kauf von anderen Wertpapieren nutzen», schreibt Dalio. Und weiter: «Monetary Policy 3 umfasst geldpolitische Massnahmen, welche mehr auf die Konsumenten ausgerichtet sind als auf Investoren und Sparer.»

Dalio verweist in der Folge auf einige historische Beispiele aus den 1930er Jahren, als die Regierungen der USA, Nazi-Deutschlands und Japans mit der Notenpresse direkt die Deflation der damaligen Weltwirtschaftskrise bekämpften, anstatt den Umweg über die Anleihenmärkte zu gehen. MMT sei letztlich nur ein neues Konzept für eine alte Praxis.

Geld drucken wie in den 1930er Jahren

Die historischen Beispiele zeigen schon, dass wir uns hier politisch auf heiklem Terrain befinden und eine grössere Zeitenwende anstehen könnte. Der Einfluss von Bridgewater bei den Entscheidungsträgern darf nicht unterschätzt werden. Während der Finanzkrise 2008-2009 las US-Finanzminister Tim Geithner jeweils täglich Dalios Marktkommentare, um zu sehen, ob sich die Regierung zur Rettung des Bankensystems auf dem richtigen Weg befand. Es kann damit fast schon als ausgemacht gelten, dass in der nächsten Krise die eine oder andere Stimulations-Massnahme der MMT-Anhänger ausprobiert wird.

Wichtig ist es, an dieser Stelle deutlich die Nachteile dieser «neuen» geldpolitischen Massnahmen zu benennen:

1. Mehr Staatsausgaben und grössere Defizite kraft der Notenpresse bedeuten, dass der Staat beziehungsweise seine Bediensteten über die Verwendung eines grösseren Teils der Ressourcen einer Wirtschaft entscheiden. Logischerweise führt dies zu einer weniger effizienten Ressourcennutzung und mehr Korruption, als wenn der private Sektor sein eigenes Geld ausgibt.
2. Mehr Inflation als Folge davon mag zu Beginn positive Effekte haben, wie zum Beispiel die Ungleichheiten zwischen den Lohnempfängern und den Besitzenden einzuebren. Über kurz oder lang führt eine anhaltend hohe Inflation jedoch zu zahlreichen Verzerrungen im Konsum- und Sparverhalten sowie der Gewinnbuchhaltung der Unternehmen.
3. Es könnte schwierig werden, eine einmal losgetretene Inflationsspirale wieder zu stoppen. Schliesslich gewöhnen sich die Wähler schnell an den Geldsegen aus der Staatskasse.

Wenn mehr Inflation mit der Notenpresse ein Weg zu anhaltend mehr Wohlstand wäre, würden heute Länder wie Argentinien oder Zimbabwe die Liste der reichsten Nationen anführen.

Gleichzeitig gilt es aber zu betonen, dass es hier nicht um eine politische Wertung von MMT oder der möglichen Tendenz zu mehr Inflationierung gehen soll. Als Investoren müssen wir jedoch sehenden Auges beobachten, wohin sich der Zeitgeist und die Realität entwickeln, anstatt unserem Wunschenken anheim zu fallen. Darauf zu vertrauen,

dass alles beim Alten bleibt oder dass die Politiker es wohl nicht wagen werden, so radikale Ideen auszuprobieren, ist gefährlich. Grosse Vermögen werden jeweils gemacht oder verloren, wenn es zu radikalen Brüchen kommt.

Vermutlich erleben wir mit dem eskalierenden Handelskrieg zwischen Trumps Amerika und China gerade einen solchen radikalen Bruch mit der Nachkriegsordnung. Wie sollte es in der nächsten Rezession – wie nah oder fern sie aktuell sein mag – nicht zu weiteren Umwälzungen kommen?

Konklusionen für Investoren

Einer der grössten Glaubenssätze unserer Zeit ist, dass die Inflation wie auf dem «Businessweek»-Cover so gut wie tot ist und es den Regierungen nicht gelingen wird, mehr Inflation zu kreieren, selbst wenn sie dies wollten. Die MMT und Ray Dalio behaupten jedoch, die Regierungen hätten es bisher nur mit den falschen Mitteln versucht. Die Logik und die Erfahrungen der 1930er wie auch 1970er Jahren zeigen, dass der direkte Einsatz der Notenpresse zu mehr Teuerung führt, solange man es nur entschlossen genug angeht. Was wären die möglichen Folgen für die Anlagestrategie?

1. **Anleihen leiden:** Bei steigender Teuerung macht es keinen Sinn, langlaufende Anleihen zu halten – besonders, wenn diese wie derzeit keinen Zins abwerfen. Massive Kaufkraftverluste drohen. Gleichzeitig führte mehr Inflation in den 1970er Jahren auch dazu, dass die Korrelation von Anleihen und Aktien positiv wurde. Das bedeutet, dass sich beide Vermögensklassen tendenziell in die gleiche Richtung entwickelten. Anleihen wären deshalb anders als in den letzten beiden Börsencrashes von 2000-2003 und 2008-2009 keine gute Diversifikation zu Aktien. Zum Parken von Liquidität und als Sicherheitspolster wären Cash und Geldmarktanlagen vorzuziehen.
2. **Gold glänzt:** Das gelbe Edelmetall profitiert erfahrungsgemäss von monetären Extremszenarien wie Deflation oder Hochinflation. Bei anderen Rohstoffen kommt es mehr auf die Konjunkturentwicklung an als beim Gold, das primär als Ersatzwährung und «Sicherheitsgeld» gehortet wird. Gold dürfte das empfindlichste Barometer für geldpolitische Experimente sein.
3. **Sachwerte zählen:** Mehr Inflation lässt nominale Zahlungsverprechen und Papierwerte leiden, während Sachwerte meistens die Kaufkraft erhalten oder sogar real noch zulegen können. Aktien, Immobilien und Infrastrukturinvestments gehören neben Rohstoffen zu den Sachwerten. Doch Vorsicht bei Immobilien: Diese reagieren erfahrungsgemäss besonders empfindlich auf steigende Zinsen.
4. **Comeback für Value-Aktien?** Wenn die Inflationsraten und langfristigen Zinsen steigen, nimmt die Abzinsungsrate zu. Sprich: ein Dollar in einem Jahr oder gar erst in zehn Jahren ist deutlich weniger wert. Value-Aktien, die vor allem auf Grund ihrer gegenwärtigen Cashflows und Buchwerte günstig sind, gewinnen dadurch an Attraktivität gegenüber Wachstumsaktien, welche Gewinne in ferner Zukunft versprechen. Die lange Phase der massiven Underperformance des Value-Stils, die seit 2008 anhält, könnte sich deshalb mit steigenden Inflationsraten dem Ende zuneigen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ S&T AG

S&T AG ist in mehr als 25 Ländern tätig und beschäftigt weltweit rund 4'300 Mitarbeiter. Das Unternehmen ist einer der führenden Anbieter von IT-Dienstleistungen und Lösungen in den Bereichen Consulting, Integration und Outsourcing, Implementierung und Softwareentwicklung mit den Schwerpunkten mobile Prozessabbildung, IoT und Individualentwicklungen.

Beim aktuellen Kurs von EUR 21.25 (Handel an der XETRA in Deutschland) beläuft sich die Marktkapitalisierung der im TecDAX enthaltenen Aktie auf gut 1.4 Mrd. EUR. Die Bewertung erscheint zwar auf den ersten Blick nicht mehr günstig, die Gesellschaft profitiert aber auf Grund ihres Dienstleistungsangebots gleich von mehreren Trends. Vor allem im Bereich Automatisierung von Produktionsstätten (Stichwort: Industrie 4.0) sehen wir ein langanhaltendes überdurchschnittliches Wachstumspotenzial. Auch mit den Angeboten im Bereich Digitalisierung und Cloudlösungen bewegt sich die Gesellschaft in strukturell wachsenden Märkten. Für das Jahr 2023 strebt das Unternehmen eine Umsatzverdoppelung auf 2 Mrd. EUR bei steigenden Margen an. Dies ist aus unserer Sicht keinesfalls utopisch, konnte die Gesellschaft in den letzten Jahren trotz starkem Umsatzwachstum die Margen verbessern. Auch die Bilanz ist mit einer Nettoliquidität kerngesund und ermöglicht weitere Zukäufe, die in der erwähnten Umsatzverdoppelung noch nicht berücksichtigt sind.



Markus Rügsegger
Fondsmanager

– Mahle-Metal Leve

Wir kennen es alle: Manchmal verkauft man etwas halbherzig und zum falschen Zeitpunkt...!

Mahle-Metal Leve ist ein brasilianischer Zulieferer der Auto- und Maschinenindustrie, der Zylinderkolben und weitere Motorenkomponenten herstellt und sowohl den Heimmarkt wie auch die nordamerikanische und europäische Industrie beliefert. Eigentlich ist das Unternehmen seit langem sehr attraktiv bewertet. Wir erzielten mit den Titel schon einmal zwischen 2012 und 2013 einen schönen Gewinn. Seit May 2018 waren wir wieder dabei, diesmal weniger glücklich. Ängste um die Marge liessen den Titel stark unter Druck geraten. Der Real mit teilweise erheblichen Wertschwankungen ist hier sicher mitschuldig (im Januar 6% stärker gegenüber dem USD, dann im Februar 3% schwächer und im März nochmals über 4% schwächer. Im April verkauften wir deshalb, auf Halbjahrestief und nach drei Monaten mit Kursverlusten – halbherzig, denn die Quartalszahlen waren zwar enttäuschend, aber für eine zyklische Aktie nicht tragisch..

Weil der Kurs seit da innert drei Wochen von 23 auf fast 26 stieg und eine Extradividende angekündigt wurde, ärgern wir uns heute, unsere eigene Meinung gegenüber der kurzfristigen Marktmeinung in Frage gestellt zu haben.



Maurice Rüegg
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Mai 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ems Chemie	Chemie	5	3.2%	3.0%
Kardex	Maschinenind.	5	4.2%	2.6%
Also Holding	Grosshandel	4	5.0%	2.3%
Helvetia	Versicherungen	4	14.5%	3.7%
Roche	Pharma	4	6.5%	3.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PulteGroup	Hausbau	8	12.6%	1.3%
Cummins	Maschinenind.	6	7.8%	2.7%
Franklin Res	Finanzen	6	12.0%	2.8%
Intel	Halbleiter	6	5.3%	2.4%
Xerox	Bürobedarf	6	9.1%	3.1%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Barratt Dev	Hausbau	9	13.0%	7.5%
Micro Focus	Software	8	6.7%	6.0%
KGHM	Bergbau	8	3.2%	0.0%
Michelin	Autoteile	8	4.7%	3.2%
Polymetal	Bergbau	7	2.6%	4.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
VinyThai	Chemie	11	17.0%	3.5%
Novolipetsk Steel	Eisen & Stahl	10	12.8%	11.8%
Nantex Industries	Chemie	10	13.6%	3.0%
SABESP	Wasser	9	8.9%	2.7%
China Res Cement	Baustoffe	9	12.9%	5.1%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Highland Gold	Russland	7	7.5%	4.6%
Polymetal	Russland	7	2.6%	4.4%
Silver Lake Resources	Australien	6	8.2%	0.0%
Centerra Gold	Australien	5	6.3%	0.0%
Northern Star Res	Australien	3	0.0%	1.9%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mattel	Spielwaren	-8	-1.1%	0.0%
Coeur Mining	Goldminen	-7	1.7%	0.0%
News Corp	Medien	-6	5.1%	1.7%
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-6	-4.4%	1.3%
Vodafone Group	Telekomm	-5	9.9%	9.5%

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-	13.5.2019	211.75	+3.2%
		EUR -R-	13.5.2019	122.10	+2.1%
		USD -R-	13.5.2019	129.73	+1.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	13.5.2019	151.58	+0.6%
		USD -R-	13.5.2019	63.19	-1.4%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	13.5.2019	188.69	+4.7%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	13.5.2019	96.45	+5.3%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	13.5.2019	1.18	+2.3%
		CHF -3a-	13.5.2019	0.92	+2.3%

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

