



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Aus meiner langen und teils leidvollen Erfahrung als Manager eines Goldminen-Fonds weiss ich, dass die alte Faustregel stimmt: Je mehr Goldbilder und schön glänzende Slides in der Powerpoint-Präsentation drin sind, desto weniger Goldreserven und Cashflows hat die Firma. Wirklich gute Unternehmen haben es nicht nötig, die Anleger zu blenden, sondern überzeugen mit guten Zahlen und Fakten. Analog dazu lässt sich für die heutige Zeit wohl verallgemeinern sagen: Je mehr ein CEO oder eine Präsentation über ESG-Themen spricht, desto schlechter dürfte es um Cashflows und Profitabilität stehen. Bei ESG-Themen mit Folien über grüne Wälder, glückliche Ureinwohner und saubere Labors zu punkten, ist viel einfacher, als am harten Markt die Konkurrenz zu schlagen und die Gewinne zu steigern. Den CO₂-Fussabdruck des Unternehmens durch teurere Stromquellen, Ablasszertifikate oder durch das Verbot von Papierausdrucken und Flugreisen zu reduzieren, ist auch einfacher, als die Produktionskosten zu senken. Deshalb dürften die meisten CEOs auch wenig dagegen haben, dass ihre Boni immer stärker an ESG-Kriterien geknüpft werden. Aber wäre es eigentlich nicht ein Verstoß gegen gute Governance und den Social Contract, wenn Konzernchefs vermehrt fürs Schönfärben und Grünwaschen bezahlt werden anstatt für echte wirtschaftliche Leistung? Eine schwierige moralische Frage. Selbst bei den Zentralbanken fällt jedoch auf: Je mehr sie neuerdings über ESG-Risiken und Nachhaltigkeit schwadronieren, desto weniger haben sie die Inflation im Griff.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das Inflationsrätsel	1
Aktien Plus Minus: Booking und International Petroleum.....	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Das Inflationsrätsel

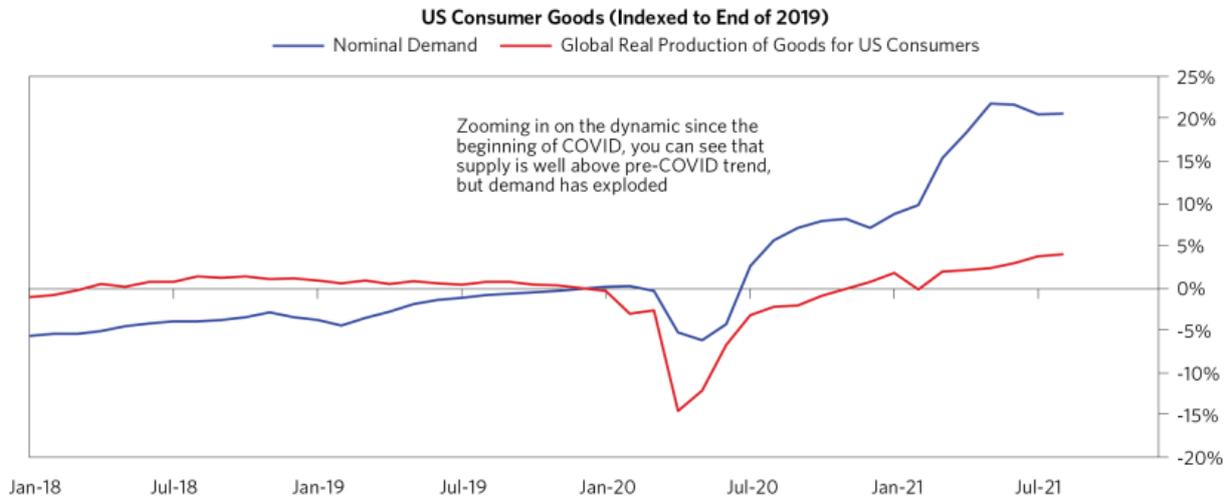
Die galoppierende Geldentwertung ist nicht schwer zu erklären: Kommt mehr Geld in den Umlauf als Güter, so steigt die Inflation. Die Basis der Quantitativen Geldtheorie ist in Theorie und Praxis gut untermauert. Doch wieso können oder wollen das die heutigen Entscheidungsträger nicht verstehen? Die Antwort auf dieses Rätsel gibt Hinweise auf den langfristigen Inflationsausblick.

«Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen», so lautet das bekannte Credo des verstorbenen Ökonomen Milton Friedman. Es scheint jedoch sehr in Vergessenheit geraten zu sein. Immer noch wird die laufende Inflationswelle tagtäglich mit Lieferengpässen und Putins Krieg gegen die Ukraine erklärt.

Die Schuld an der Teuerung auf fremde Mächte oder gar profitgierige Unternehmer zu schieben, ist ein alter politischer Trick. Aber er macht logisch keinen Sinn: Wenn einzelne Güter wie Öl oder Chips wegen Boykotten und Produktionsengpässen teurer werden und die Leute darauf nicht verzichten wollen, so werden die Preise dieser Güter relativ teurer. Doch die Konsumenten haben dann weniger Geld für andere Dinge. Die Preise in anderen Bereichen müssten dann tendenziell fallen. Nur das relative Preisgefüge ändert sich durch Versorgungsengpässe, nicht das gesamte Preisniveau.

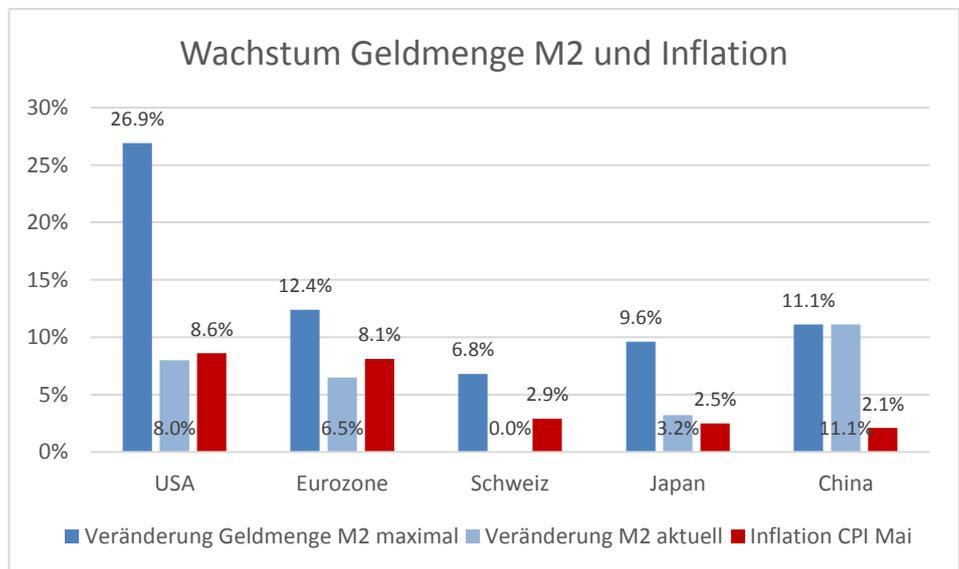
Die Schuld auf die Lieferketten zu schieben, macht auch in der Praxis keinen Sinn. Nach den Berechnungen von Bridgewater überstieg die reale Produktion von Gütern für den US-Konsumenten bereits im Januar 2021 wieder das Niveau von vor der Corona-Krise.





Die Entwicklung der Produktion von Konsumgütern für die USA (rote Linie) ist längst wieder über das Vor-Corona-Niveau gestiegen. Extrem ist dagegen der Anstieg der nominalen Nachfrage durch das Wachstum der Geldmenge. (Quelle: Bridgewater Associates)

Der praktische Beweis dafür, dass nicht die Lieferengpässe und der Krieg die Ursache der Inflation sein können, ist die im Vergleich sehr tiefe Teuerung in Ländern wie der Schweiz (2.9%), Japan (2.5%) oder China (2.1%). Alle drei waren natürlich von Corona-Lockdowns betroffen. Alle drei importieren grosse Mengen an Öl, Metallen und Getreide, worauf sich der Ukraine-Krieg stark auswirkt. Doch die Teuerungsraten dieser Länder notieren um 2-3%, während die USA und die Eurozone derzeit bei 8-9% liegen (siehe Grafik unten).



Die Balken in blau zeigen das maximale Wachstum der Geldmenge M2 über 12 Monate in Prozent seit Beginn der Corona-Krise sowie die aktuelle Wachstumsrate. Die roten Balken zeigen die aktuelle Inflation über 12 Monate. (Quelle: Bloomberg)

Das Märchen der Lieferengpässe

Man braucht keine komplexen statistischen Analysen durchzuführen, um aus der obigen Grafik herauslesen zu können, dass ein direkter Zusammenhang besteht zwischen dem Wachstum der Geldmenge M2 seit der Corona-Krise und dem heutigen Inflationsniveau. Dieser Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation macht im Gegensatz zum Lieferengpass-Märchen Sinn. Geld ist letztlich auch nur ein relatives Gut im Wirtschaftskreislauf: Wenn die Zahl der Dollars und Euros im Umlauf stark wächst, ohne

dass die Produktion von Gütern entsprechend zulegt, so steigen die Preise aller Güter in Dollars und Euros.

Die Quantitative Geldtheorie hat ihre historischen Ursprünge im 16. Jahrhundert. Sie ist theoretisch wie praktisch gut fundiert, auch wenn man natürlich über die Details endlos streiten kann und Prognosen auf ihrer Basis schwierig sind. Denn was lässt die Geldmenge wachsen? Grob gesagt sind es Fiskaldefizite sowie die Kreditausweitung im Bankensystem. Welche Geldmenge nimmt man am besten? Wir verwendeten M2 (Zentralbankengeld, Bargeld sowie Kontokorrent- und Sparkonten auf den Banken), weil diese für die Inflation wohl am meisten relevant ist. Und was ist mit der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes? Sie ist eine etwas mysteriöse Restgrösse, die sich aber meist kurzfristig nicht stark ändert.

Doch diese Details sind für die Praxis der Geldanlage nicht so wichtig. Entscheidend ist zu verstehen, dass nicht die Lieferengpässe alle Preise steigen lassen, sondern das neu geschaffene Geld im Umlauf.

Entsprechend waren überzeugte Anhänger der Quantitativen Geldtheorie wie etwa Steve Hanke auch die einzigen Ökonomen, welche die laufende Inflationswelle korrekt voraussagten. Der US-Professor und ehemalige Präsidentenberater in den 1980er Jahren prophezeite im Juli 2021 in einem Beitrag im «Wall Street Journal» eine Inflation von 6% bis 9%.

Hanke wies darauf hin, dass die Inflation einem starken Wachstum der Geldmenge meist mit einer Verzögerung von 12-24 Monaten folgt. In einem aktuellen Interview mit Jeffries hebt der Ökonom hervor, dass die US-Geldmenge M2 seit Februar 2020 um satte 41% gewachsen ist. Noch längst nicht alles davon wurde durch die Inflation abgebildet oder durch Produktivitätsgewinne wettgemacht. Er sieht ein Abflauen der Teuerung vom heutigen Niveau von 6-9% erst Ende 2023.

Doch das grösste Inflationsrätsel unserer Tage ist: Wieso sahen so wenige Ökonomen, Zentralbanker und institutionelle Investoren die laufende Inflationswelle kommen? Gemäss einer Erhebung von Bespoke Investment fiel die Konsensschätzung der Ökonomen für den amerikanischen CPI im Mai zum 22. Mal in den letzten 24 Monaten zu tief aus. Über die lächerlich tiefen Inflationsprognosen der EZB und des Fed für 2021 und 2022 breiten wir lieber den Mantel des Schweigens. Das Fed allein beschäftigt über 700 Ökonomen, deren marginaler Nutzen offenbar gegen Null tendiert.

Grundsätzlich gibt es dafür drei mögliche Antworten:

- **Die Zentralbanker sind inkompetent:** Die jahrzehntelange Disinflation hat das Wissen um die Quantitative Theorie und die Ursachen der Inflation verschwinden lassen und den Gebrauch von falschen Modellen gefördert.
- **Die Zentralbanker sind ideologisch verblendet:** Sie wissen um die Quantitative Theorie, wollen es aber aus politischen Gründen nicht wahrhaben. Das Verhältnis von deklarierten Demokraten zu Republikaner beim Fed beträgt gemäss Steve Hanke 48 zu 1. Man will deshalb der Biden-Regierung nicht in den Rücken fallen und hofft auf ein spontanes Abflauen der Inflation. Analog dazu in der Eurozone will niemand in der EZB, dass die Zinsaufschläge für überschuldete südeuropäische Länder durch die Decke gehen.
- **Die Zentralbanker sind zynisch:** Sie sind kompetent und wissen, dass die Politik inflationär ist, nehmen dies aber bewusst in Kauf, um über Inflation die Entschuldung der Staatshaushalte zu ermöglichen, Sparer und Rentner schleichend zu enteignen oder ganz einfach ihre gutdotierten Jobs als Staatsdiener zu sichern.

Vermutlich ist es eine Mischung aus allen drei Punkten. Es scheint aber derzeit wirklich am ersten Punkt, der Kompetenz, zu mangeln. Wie will man die Inflation bekämpfen,

**Inflationsprognosen lagen
22 von 24 Mal zu tief**

wenn man ihre Ursachen nicht versteht? Aktuell fällt den Regierungen etwa in Deutschland, Italien oder Grossbritannien zur «Inflationsbekämpfung» nichts Besseres ein, als direkt Cash an die Bevölkerung zu verteilen, damit sich die Leute die höheren Energiepreise leisten können. Finanziert wird der Geldsegen nicht über höhere Steuern, sondern über die Notenpressen der Zentralbanken. Damit bringt man Geldmengen und Inflation natürlich nicht runter und die Spirale dreht sich weiter.

In den 1970er Jahren dagegen war die Lernkurve nach dem ersten Inflationsschock relativ steil: Länder wie Deutschland, die Schweiz oder Japan liessen die Geldmenge danach nicht mehr stark ansteigen und machten die zweite Inflationswelle von 1979/80 nicht mehr mit. Nach dem zweiten Inflationsschock wurde dann auch in den USA und anderswo das Geldmengenwachstum mit massiv höheren Zinsen bekämpft und eine angebotsorientierte Politik verfolgt. Jahrzehntelange Disinflation war die Folge.

Davon sind wir heute noch weit entfernt. Es ist zu befürchten, dass die heutigen Entscheidungsträger die Lektionen der Vergangenheit auf die harte Tour neu lernen müssen. Das bedeutet für die leidgeplagten Anleger und Konsumenten leider, dass die Inflation erst nachhaltig fallen kann, wenn sie zuerst noch eine ganze Weile «zu hoch» bleibt.
(pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Booking

Die Online-Reiseplattform Booking müssen wir wohl niemandem vorstellen. Zusammen mit Expedia und Airbnb bildet sie ein dominantes Oligopol in der Branche.

Bei Ausbruch der Coronakrise 2020 hatten wir die Aktie bereits im Portfolio und verkauften diese, weil ein potenziell tödliches Problem bestand und wir nicht abschätzen konnten, wie lange die Lockdowns dauern würden. Wieso kaufen wir nun dieselbe Firma zu einem deutlich höheren Preis wieder?

Ein entscheidender Gedanke war, dass Booking effektiv ein Inflationsgewinner ist. Die Überlegung ist simpel: Hotels haben Mühe, Personal zu finden und müssen höhere Löhne zahlen. Um überleben zu können, werden die Hotelbetreiber die Zimmerpreise erhöhen. Booking bekommt für ihre Dienstleistung einen prozentualen Anteil des Zimmerpreises bezahlt. Damit wird in absoluten Zahlen der Umsatz von Booking wegen der Inflation steigen. Da sie selbst keine Hotels betreiben, sondern nur die Plattform warten, fallen auch keine zusätzlichen Kosten bei Booking an. Et voilà, wir haben einen Inflationsgewinner gefunden. Gleichzeitig ist die Bewertung für ein solch qualitativ gutes Geschäftsmodell immer noch moderat und die Aktienrückkäufe laufen auch wieder.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– International Petroleum

Über den Öltitel haben wir bereits beim Kauf im Februar 2022 geschrieben; jetzt ist die Aktie wieder aus dem Portfolio des Multi Asset Fonds verkauft worden. Die Aktie war ein Bilderbuch-Investment: Das Management hat die Firma komplett entschuldet und Aktien zurückgekauft, währendem die Fundamentaldaten vom steigenden Ölpreis profitierten. Uns machte gegen Ende das hohe operative Leverage der Firma ein wenig Sorgen, und deshalb verkauften wir leicht unterhalb des fairen Wertes. Wir konnten aber trotzdem eine Rendite von 75% in vier Monaten verbuchen. Manchmal läuft es einfach einfach.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. Juni 2022

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	10	13.0%	4.1%
Mikron	Werkzeug	6	39.5%	3.2%
Novartis	Pharma	5	5.9%	3.6%
UBS Group	Banken	5	-	2.6%
Baloise	Versicherungen	4	7.8%	4.3%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Nucor	Eisen & Stahl	8	16.5%	1.4%
ConocoPhillips	Öl & Gas	7	7.5%	1.9%
Devon Energy	Öl & Gas	7	7.4%	3.4%
Tyson Foods	Nahrungsmittel	7	5.7%	2.1%
Abbvie	Pharma	6	6.7%	3.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Boliden	Bergbau	10	5.2%	6.1%
Yara	Chemie	8	2.2%	10.3%
Brit Amer Tobacco	Tabak	8	6.6%	6.1%
AP Moller Maersk	Transport	7	39.1%	11.9%
Ipsen	Pharma	7	10.5%	1.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
KB Laminates	Chemie	10	15.1%	4.6%
Gerdau	Eisen & Stahl	9	20.0%	11.1%
Danaos	Transport	9	3.9%	3.0%
Eregli	Eisen & Stahl	9	2.4%	12.8%
Petrobras	Öl & Gas	8	29.6%	23.8%

Goldminen	Titel	Land	Quantex	Free Cashflow /	Dividenden-
			R-Wert	Enterprise Value	Rendite
	Centerra Gold	Kanada	9	3.8%	2.8%
	Pan African Res	UK	9	7.6%	4.1%
	Koza Altin	Türkei	8	13.4%	0.0%
	B2Gold	Kanada	7	9.7%	3.9%
	Bellevue Gold	Australien	4	-12.6%	0.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!	Titel	Sektor	Quantex	Free Cashflow /	Dividenden-
			R-Wert	Enterprise Value	Rendite
	Vestas Wind	Altern. Energie	-9	1.3%	0.2%
	MGM Resorts	Hotels	-9	5.1%	0.0%
	Expedia	Internet	-9	15.9%	0.0%
	Zalando SE	Einzelhandel	-8	-0.1%	0.0%
	GAM Holding AG	Finanzdienstl.	-7	-	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-	9.6.2022	411.70	+15.2%
		EUR -R-	9.6.2022	246.47	+11.1%
		USD -R-	9.6.2022	259.86	+7.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	9.6.2022	130.58	+15.8%
		EUR -S-	9.6.2022	135.13	+14.0%
		USD -S-	9.6.2022	118.42	+8.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	9.6.2022	241.07	-4.3%
		USD -R-	9.6.2022	103.26	-10.9%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	9.6.2022	212.85	-8.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.6.2022	2.04	+8.5%
		CHF -3a-	9.6.2022	1.58	+8.5%

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

