



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Oops, es fehlen nochmal 400 Milliarden. Trotz Vollbeschäftigung wird sich das US-Budgetdefizit nun auf mindestens 1900 Milliarden belaufen. Die Nonchalance, mit der die offiziellen Schätzungen für das Defizit jeweils nach oben revidiert werden, ist erstaunlich. Ebenso das Desinteresse der Finanzmärkte. Vielerorts gelten die generösen Subventionsprogramme der Biden-Regierung sogar als nachahmenswert. Trotz viel Trara um die Renaissance des US-Industriesektors wurden in den 12 Monaten bis April netto gerade mal 20'000 neue Industriebjobs geschaffen. Dafür aber mehr als 600'000 Jobs in der staatlichen Verwaltung und fast 800'000 im halbstaatlichen Gesundheitssektor. In der IT-Branche ist die Stellenzahl rückläufig. Das Jobwunder findet nur in der Bürokratie statt. Die Energiewende ebenso: Für neue Elektroauto-Ladestationen wurden vom Fiskus schon 7.5 Milliarden Dollar verbraten, installiert wurden dafür in zwei Jahren ganze acht Charger. Zum Betrieb all der neuen AI-Rechenzentren werden serienweise neue Gaskraftwerke gebaut. Wer immer die Präsidentschaftswahlen gewinnt, wird ein gewaltiges Haushaltsloch und rapide wachsende Zinszahlungen erben. Dann bleibt nur schmerzvolle Austerität oder eine neue inflationäre Runde mit der Notenpresse. Dass US-Anlagen nach 15 Jahren Mega-Boom von so vielen für sicher gehalten und übergewichtet werden, ist mir ein Rätsel. Es sind immer die «sicheren Sachen», bei denen die grössten und schmerzhaftesten Verluste eingefahren werden.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das Vorbeben in Japan.....	1
Aktien PlusMinus: Roche	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Das Vorbeben in Japan

Der heftige Mini-Crash am 5. August war vermutlich nur ein Vorbeben. Unter der lange ruhigen Oberfläche lauern weitere Gefahren für die Finanzmärkte. Die Spannungen, welche sich durch jahrzehntelange Nullzins-Politik aufgebaut haben, sind noch nicht gelöst. Trotz der Gefahr weiterer Börsenbeben sind robuste und antifragile Anlagen weiterhin erstaunlich günstig zu haben.

Glaubt man dem VIX, dem Angstbarometer des Optionenmarkts, so waren die drei schlimmsten Marktmomente der letzten 30 Jahre die Finanzkrise von 2008, der Covid-Crash von 2020 und die Erhöhung des Leitzinses in Japan um 0.25 Prozentpunkte. So zumindest fasst der Finanzkommentator Douglas Boneparth die auf den ersten Blick überraschend erscheinenden Erschütterungen an den Märkten vom 5. August zusammen.

Der Volatilitätsindex VIX erreichte im Tagesverlauf mit 65 Punkten tatsächlich den höchsten Stand seit März 2020 (siehe Grafik nächste Seite). Der Nikkei-Index verzeichnete seinen grössten Tageseinbruch seit dem legendären Crash von 1987. Die Aktien- und Währungswechselkurse wurden gleichentags auch heftig durchgeschüttelt. Inzwischen haben sich die Märkte deutlich beruhigt, der VIX handelt wieder bei 16 Punkten und damit unter seinem langfristigen Durchschnittsniveau. Ist also alles wieder in bester Ordnung?

Der unmittelbare Auslöser des Bebens, die kleine Zinserhöhung in Japan, erscheint trivial. Doch bei komplexen Systemen wie den Finanzmärkten ist es oft der sprichwörtlich gewordene Flügelschlag eines Schmetterlings, welcher einen Sturm auslösen kann.



Der Hintergrund des Crashes waren grob geschätzte 1100 Milliarden Dollar an Yen-Carry-Trades: Privatanleger, Institutionelle und natürlich Hedge Funds hatten die jahrelang praktisch bei null liegenden Zinsen in Japan genutzt, um sich in Yen zu verschulden und damit lukrativere Anlagen in anderen Währungen zu kaufen: Aktien von US-Techfirmen und höher verzinsten Anleihen in Dollar oder sogar mexikanischen Pesos zum Beispiel. Der Yen hatte schon die ganze Woche vor dem schicksalhaften Montag stärker tendiert, angetrieben durch die Zinserhöhung sowie schwache US-Arbeitsmarktdaten, welche eine baldige Zinssenkung im Dollar anzeigten. Viele Spekulanten bekamen einen Margin Call und mussten am Montag alle ihre Assets, welche sie mit geliehenen Yen gekauft hatten, auf den Markt werfen. Darum kam es ohne gravierende News zu dem Börsenbeben.



Der Volatilitätsindex VIX misst den Preis für die Absicherung von Aktien am Optionsmarkt. Der Anstieg am 5. August gehörte zu den stärksten in der Geschichte des Risikobarsometers. (Quelle: Bloomberg)

Wir sind alle kleine Carry-Trader

Falls der Yen die nächsten Wochen noch stärker wird, drohen weitere Liquidationsrunden an den globalen Märkten. Doch die Schockwellen aus Japan sind primär ein Warnbeben für ein tieferliegendes Problem: Zu viele Anleger haben sich zu lange darauf verlassen, dass die Zinsen immer tief bleiben werden. Wer die letzten Jahre Aktien, Private Equity oder Immobilien zu teils noch nie erreichten Höchstbewertungen gekauft hat, setzte letztlich auch darauf. Denn höhere Zinsen drücken in der Tendenz die Bewertungen von Sachanlagen. Fast jeder Investor war letztlich ein kleiner Carry-Trader.

Hinzu kamen die zahlreichen Fehlinvestitionen, welche von Unternehmen wie Privathaushalten mit dem billigen Geld getätigt wurden. Das Ausmass dieser Malinvestments wird immer erst in einer Krise richtig offenbar. Und dann ist es natürlich vor allem das Leverage, die Spekulationen auf Kredit, welches die richtig grossen Börsenbeben auslösen kann. Gemäss dem Diktum des Ökonomen Hyman Minsky führt eine lange Periode der Stabilität an den Finanzmärkten zu mehr Instabilität in der Zukunft. In den ruhigen Phasen ist es einfach, Kredite aufzunehmen und Erfolg zu haben. Also macht man damit weiter und weiter, bis das System als Ganzes durch das steigende Leverage so instabil wird, dass es bereits leichte Erschütterungen zum Einsturz bringen können.

Wenn der Wunsch nach Zinssenkungen aufgeht

Die Optimisten hoffen auf eine Entspannung der Lage durch die erwartete erste Zinssenkung der US-Notenbank nächsten Monat. Gerne geht dabei vergessen, dass Zinssenkungen am Ende einer Boomphase selten gut für die Börse sind. Zwar wird die Finanzierung von Schulden einfacher. Doch die Zentralbanken senken die Zinsen in der Regel nur, wenn die Wirtschaft in ernststen Schwierigkeiten steckt. Gerade die jüngsten Zahlen vom US-Arbeitsmarkt, welche den Japan-Crash mitauslösten, sehen wie die typischen Vorboten einer Rezession aus.

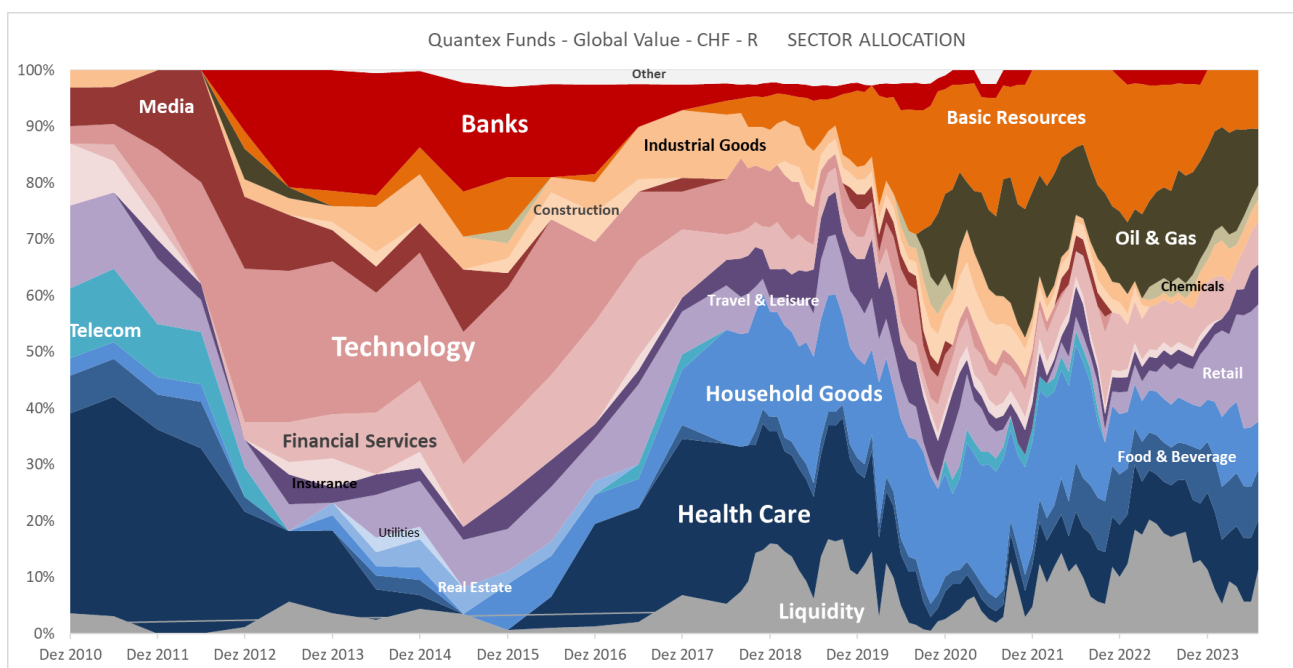
Fallende Gewinne und steigende Kreditrisikoprämien drücken in einer Abschwungphase typischerweise stärker auf die Kurse als tiefere Zinsen Auftrieb verleihen. In den zwölf Monaten nach den ersten Zinssenkungen im Januar 2001 wie auch im September 2007 brachen die Aktienkurse jeweils zweistellig ein: Vorsicht ist also angebracht, wenn der Wunsch nach Zinssenkungen in Erfüllung geht!

Die Hauptprobleme aus unserer Bottom-Up-Sicht als Aktienselektoren sind das allgemein immer noch hohe Bewertungsniveau und die tiefen Bewertungsunterschiede (Valuation Spreads) zwischen meist zyklischen Value-Aktien und dem Gesamtmarkt. Keine Spur von Rezessionsangst ist in den Kursen zu erkennen. Entsprechend besteht noch viel Potenzial für negative Enttäuschungen.

Defensive Stabilität ist billig zu haben

Die Kehrseite der Furchtlosigkeit ist die immer noch tiefe Bewertung von traditionell rezessionsfesten Aktien aus stabilen Branchen wie Lebensmittel, Gesundheit und Stromversorgung. Gemäss den bis 1952 zurückreichenden Datenbanken von Empirical Research befindet sich die relative Bewertung der Konsumgüteraktien (Consumer Staples) derzeit im neunzigsten Perzentil-Rang. Das bedeutet, dass diese Aktien im Verhältnis zum Gesamtmarkt nur in 10 Prozent aller Fälle noch günstiger waren als heute.

Bei unserer Aktienselektion greifen wir deshalb vermehrt bei solchen stabilen und überraschend preisgünstigen Titeln zu. Der Anteil defensiver Qualitätsaktien im Portfolio des Quantex Global Value ist seit 12 Monaten am steigen während wir uns aus dem zyklischen Rohstoffsektor eher verabschieden (siehe Grafik unten).



Die Grafik zeigt den zeitlichen Verlauf der Sektoraufteilung der Aktien im Quantex Global Value Fund. Blau und lila markierte Branchen unten sind eher stabil und defensiv.

Konklusion

Auf den ersten Blick erscheint die Börsenlage bereits wieder ruhig und in normalen Bahnen. Doch die Rezessionsgefahr ist nicht gebannt und konkretisiert sich durch immer schlechtere Industrie- und Arbeitsmarktdaten. Vor allem aber sind die strukturellen Ungleichgewichte, die sich während der Nullzins-Dekade aufgebaut hatten, noch nicht gelöst. Die Gefahr weiterer heftiger Nachbeben an den Börsen bleibt deshalb hoch. Glücklicherweise sind defensive Aktien immer noch vergleichsweise günstig zu haben. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Kein neuer Kauf

– Roche GS

Roche war bereits vier Mal Bestandteil des Quantex Global Value Funds. Das hat nichts mit Home Bias zu tun, sondern mit der Hass-Liebe der Investoren mit dieser Aktie; mal lieben sie sie wegen ihrer Sicherheit und Stabilität, mal hassen sie sie wegen ihrer langweiligen defensiven Eigenschaften. Vor ziemlich genau einem Jahr war das Unternehmen wieder «out» und wir haben eine Position aufgebaut. Über die Zeit wurde uns aber klar, dass wir die Grösse der immer wieder nötigen Akquisitionen unterschätzt und somit den frei verfügbaren Cashflow für die Aktionäre überschätzt haben.

Pharma und Bergbau sind in unseren Augen oft vergleichbar. Eine Mine wird über Jahre gebaut, ausgebeutet und ist schliesslich erschöpft; sie muss durch eine neue Mine ersetzt werden. Dasselbe geschieht mit Medikamenten: Eine Arznei wird entwickelt, generiert Gewinn bis das Patent ausläuft und mit einem neuen Medi ersetzt werden muss.

In diesem Wettlauf gegen die Zeit nehmen grössere Pharmakonzerne wie Roche gerne Übernahmen zur Hilfe. Da es sich hier um einen regelmässigen Ausgabenblock handelt, müssen wir diesen in unserer Fair-Value-Berechnung berücksichtigen. Über das letzte Jahr wurde uns klar, dass wir diesen Kostenpunkt zu tief geschätzt hatten und somit den fairen Wert von Roche reduzieren mussten. Der kürzlich entfachte Hype um Roche wegen eines neuen Abnehm-Medikaments in der Pipeline bot uns eine gute Ausstiegsgeschichte zu unserem neu errechneten Fair Value. Better be lucky than good.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. August 2024

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Holcim	Baumaterialien	8	7.2%	3.7%
Mikron	Werkzeug	8	-3.5%	2.6%
Jungfraubahn	Transport	7	4.9%	3.3%
Banque Cant Geneve	Banken	6	-	2.3%
Mobilezone	Einzelhandel	6	3.1%	6.3%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Diamondback Energy	Öl & Gas	8	5.1%	4.8%
Conagra Brands	Nahrungsmittel	7	7.3%	4.7%
Dr Horton	Hausbau	7	3.6%	0.7%
Fox Corp	Medien	7	7.7%	1.3%
Pultegroup	Hausbau	7	5.2%	0.6%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Kemira Oyj	Chemie	9	9.1%	3.2%
ITV	Medien	9	7.7%	6.4%
IG Group	Finanzdienstl.	8	16.1%	5.0%
Freenet	Telekomm	7	10.1%	7.2%
Heidelberg Mater	Baumaterialien	7	8.8%	3.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Jumbo	Einzelhandel	10	9.3%	8.7%
Kia	Automobile	10	40.4%	4.6%
Sabesp	Wasser	9	7.6%	2.0%
Cemig	Altern. Energie	9	15.2%	11.6%
Richter Gedeon	Pharma	9	8.3%	4.6%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Harmony Gold	Südafrika	9	5.6%	1.3%
Dundee Precious	Kanada	8	19.2%	1.8%
Dynacor	Kanada	7	5.7%	2.7%
Ludin Gold	Kanada	7	11.3%	2.5%
Centamin	Ägypten	6	12.7%	2.6%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Vestas Wind	Altern. Energie	-8	3.3%	0.0%
Take-Two Interac	Software	-8	-0.3%	0.0%
American Airlines	Fluglinien	-8	-2.2%	0.0%
Lanxess	Chemie	-7	6.5%	0.5%
Airbus	Luftfahrt	-7	1.3%	2.1%

**Quantitative Screenings bei
Quantex – Aussieben und Tren-
nen**

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 kennzahlenmässig 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-	13.8.2024	419.06	+7.2%
		EUR -R-	13.8.2024	277.72	+4.7%
		USD -R-	13.8.2024	297.95	+3.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	13.8.2024	125.38	+7.8%
		EUR -R-	13.8.2024	143.64	+5.3%
		USD -R-	13.8.2024	128.09	+4.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	13.8.2024	262.98	+17.5%
		USD -R-	13.8.2024	127.46	+14.2%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz	Quantex Funds – Nebenwerte Schweiz	CHF -R-	13.8.2024	216.74	+3.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	13.8.2024	2.14	+5.8%
		CHF -3a-	13.8.2024	1.67	+6.6%

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

