



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Preise für Londoner Luxusimmobilien purzeln. Rund 13'000 Millionäre – darunter einige Milliardäre – haben in jüngster Zeit das Vereinigte Königreich verlassen, seit das Steuerprivileg für «Non-Doms» aufgehoben und die Erbschaftssteuer verschärft wurde. Die Steuererhöhungen der Labour-Regierung werden sich als weiteres Eigengoal erweisen, das nicht die erhofften Mehreinnahmen bringt. Weil die Kassen so klamm sind, dürften immer mehr westliche Staaten über kurz oder lang zu Kapitalkontrollen greifen. Deutschland verfügt bereits über eine sehr scharfe Wegzugssteuer. Damit kann man natürlich eine Zeit lang mehr Steuersubstanz im Land halten. Aber welcher Unternehmer hat noch Lust, neues Geld in Deutschland zu investieren, wenn er es nicht mehr rausbekommt? Für wohlhabende Bürger stellt sich immer mehr die Frage, wie sie ihr Kapital im Angesicht der drohenden finanziellen Repression am besten diversifizieren. Am sinnvollsten ist wohl die Anlage in Ländern mit grossen Leistungsbilanzüberschüssen und gesunden Staatsfinanzen wie Dubai, Singapur oder der Schweiz. Diese Länder werden von Kapital überschwemmt. Sie werden deshalb kaum je Massnahmen einführen, um den Abfluss von Geldern zu stoppen. Wenn schon werden sie eher den Zufluss begrenzen. Umgekehrt werden es kapitalklammere Länder wie Grossbritannien, die USA oder viele Staaten Europas selbst unter einem Regime von möglichen Kapitalkontrollen immer erlauben, dass man Geld aus dem Ausland wieder zurückbringt.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Brücken ins Nirgendwo	1
Aktien PlusMinus: Chemed und Alimentation Couche-Tard	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Brücken ins Nirgendwo

Die Börsen in Europa reagierten bisher sehr optimistisch auf die neuen staatlichen Ausgabenpläne für Rüstung und Infrastruktur. Doch historische Daten zeigen, dass mehr Staatsausgaben und höhere Schulden das Wirtschaftswachstum nicht stimulieren, sondern bremsen. Fehlinvestitionen und Korruption sind offensichtlich die Regel. Was von den Stimulusprogrammen bleibt, sind meist höhere Zinsen und mehr Inflation.

Gravina Island liegt vor dem 8000-Seelen-Städtchen Ketchikan in einer abgelegenen Ecke Alaskas. Auf der Insel gibt es gerade mal 50 Leute und einen Flughafen. Die US-Regierung wollte 2011 im Rahmen eines Stimulusprogramms eine Brücke von Ketchikan nach Gravina Island bauen. Keine kleine Sache: Geplant war eine Brücke so lang wie die Golden Gate Bridge und höher als die Brooklyn Bridge für rund 400 Millionen Dollar. Es regte sich Widerstand dagegen und das Projekt ging als sprichwörtliche «Bridge to Nowhere» in die Geschichte ein, bevor es schlussendlich begraben wurde. Bis heute sind solche Brücken ins Nirgendwo eine Warnung für alle, die staatliches Ausgabenwachstum mit automatischen Wohlstandsgewinnen gleichsetzen.

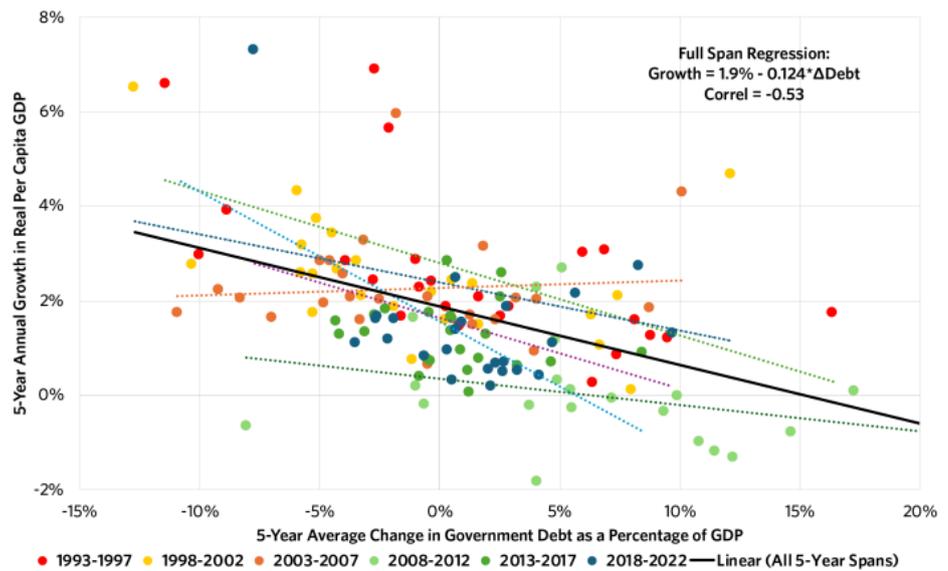
Wenn mehr Staatsausgaben auf Pump ein Rezept für mehr Wachstum und Wohlstand wären, würden wir alle schon lange im Schlaraffenland leben. Denn an Versuchen der Politiker hat es wirklich nicht gefehlt. Von Argentinien bis Zimbabwe, von Deutschland über Japan bis in die USA: Wieder und wieder wurden vollmundige Stimulusprogramme angekündigt und von vielen Wählern wie Ökonomen freudig begrüsst.



Doch die Ausbeute daraus war meist bescheiden und in der Tendenz sogar eindeutig schädlich: Dies ergab eine breit angelegte Studie der Quants von Research Affiliates.

In den Industrieländern der OECD sind höhere Staatsverschuldungen seit 1981 klar negativ mit dem Wirtschaftswachstum pro Kopf korreliert. Es ergab sich eine statistisch signifikante Korrelation von -0.53 (siehe Grafik unten).

Figure 5. Real Per Capita GDP Growth vs. Change in Government Debt (1993-2022)



Die Grafik zeigt horizontal die Veränderung der Staatsverschuldung einzelner Länder in Prozentpunkten des BIP über fünf Jahre und vertikal das jährliche Wachstum des BIP pro Kopf. Wie die Regressionsgerade zeigt, ist der Zusammenhang negativ. (Quelle: Research Affiliates)

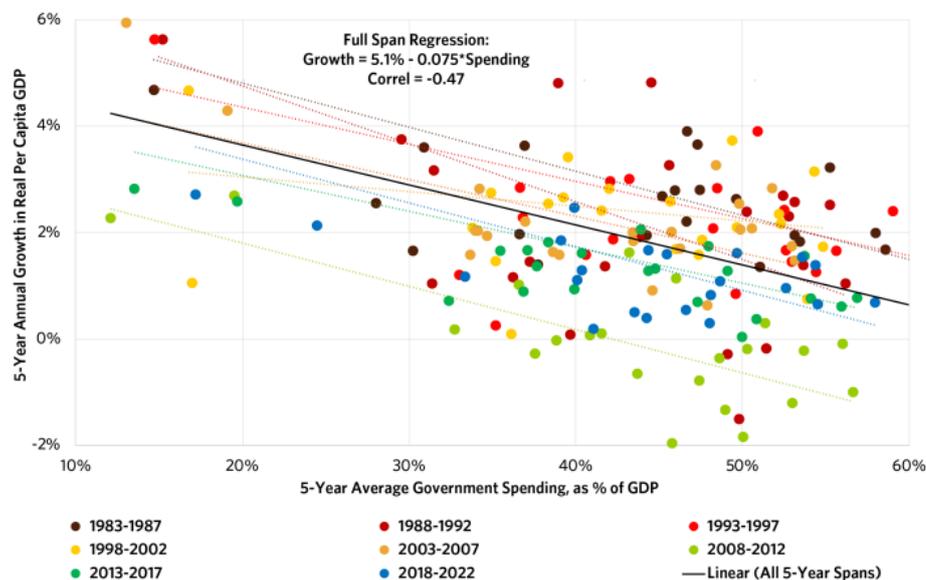
Ein Anstieg der Staatsverschuldung um 10 Prozentpunkte über fünf Jahre ging im Schnitt mit einer Reduktion der jährlichen Wachstumsrate eines Landes um 1.24 Prozentpunkte einher. Zieht also zum Beispiel die deutsche Bundesregierung ihr vom Markt bejubeltes Schuldenprogramm durch und erhöht die Schuldenquote mit 1000 Milliarden Euro um die geplanten 20 Prozentpunkte des BIP, wären über fünf Jahre mit 2.5% weniger Wachstum pro Jahr zu rechnen oder verteilt über 10 Jahre mit 1.24% weniger. Nicht gerade das, was sich die Bürger und der Markt erhoffen.

Allerdings stellen Korrelationen keine Kausalität dar. Theoretisch ist es auch denkbar, dass die Verschuldungsquoten vor allem in Staaten wachsen, die eine wirtschaftliche Krise durchmachen wie zum Beispiel die südeuropäischen Länder in der Eurokrise. Massive Schuldenanstiege wie sie derzeit in den USA oder Frankreich stattfinden und in Deutschland geplant werden, sind ausserhalb einer Krise oder Kriegszeiten die historische Ausnahme.

Gleichwohl deuten auch andere Betrachtungsweisen der Daten für die Industrieländer langfristig stark darauf hin, dass mehr Schulden und Staatsausgaben nicht zu mehr Wohlstand führen. Wie eingangs erwähnt, wäre dies ein zu einfaches Rezept, um Reichtum für alle zu erzeugen.

Eine weitere Regressionsanalyse von Research Affiliates für die OECD-Staaten seit 1981 zeigt, dass hohe Anteile von Staatsausgaben am BIP, genannt Staatsquote, generell mit tieferen jährlichen Wachstumsraten des BIP pro Kopf zusammenhängen (siehe Grafik nächste Seite). Die statistisch sehr signifikante Korrelation beträgt hierbei -0.47. Länder mit hohen Staatsquoten wachsen langfristig weniger.

Figure 2. Real Per Capita GDP Growth vs. Government Spending (1981-2022)



Die Grafik zeigt horizontal den Anteil der Staatsausgaben am BIP, auch Staatsquote genannt, und vertikal das jeweilige jährliche Wachstum des BIP pro Kopf. Auch hier ist der Zusammenhang eindeutig negativ. (Quelle: Research Affiliates)

Auch eine Veränderung der Staatsausgaben zum BIP, also nicht zwingend wie eingangs gezeigt durch Neuverschuldung, sondern zum Beispiel durch höhere Steuern, führte gemäss der Studie zu tieferen Wachstumsraten pro Kopf.

Brücken ins Nirgendwo, Verschwendung und Fehlanreize sind offensichtlich nicht die Ausnahme, sondern eher die Regel. Es gibt aber noch weitere Effekte: Expandierende Staatsausgaben ziehen Arbeitskräfte und Ressourcen aus der Privatwirtschaft, wo Innovation und Produktivität mehr belohnt werden als im staatlichen Sektor, wo das Schwergewicht der Bürokratie auf Stabilität und Fehlervermeidung liegt. Selbst wenn das Geld vom Staat nicht direkt verschleudert wird, würde es der Privatsektor wohl produktiver einsetzen. Daraus ergeben sich unter anderem die tieferen Wachstumsraten.

Es stimmt diesbezüglich wenig zuversichtlich, dass die geplanten Ausgabenprogramme in Europa vor allem in die Wiederaufrüstung und in die «grüne Energiewende» fliessen sollen. Beides nicht gerade Bereiche, die mit höherem Wohlstand und mehr Produktivität einhergehen, auch wenn sie sicherheitspolitisch notwendig sein können. Entgegen den vollmundigen Versprechungen führt ein höherer Anteil von «grünen Energien» an der Stromproduktion zu tendenziell höheren Strompreisen für die Verbraucher (siehe [Quantex Werte Dez 2024](#)).

Ein weiterer Folgeeffekt höherer Staatsverschuldung sind meist steigende Zinsen, da die Zweifel an der Solvenz des Souveräns wachsen. Dies wiederum macht Kapital für Investitionen teurer und wirkt sich ebenfalls dämpfend auf die Wachstumsraten aus.

Mit Blick auf die historischen Daten ist das gängige Vokabular mit Ausdrücken wie «Stimulus» oder «Investitionsprogramm» deshalb völlig unangebracht. Man müsste datengemäss von wachstumsdämpfenden Massnahmen sprechen. Die grosse Gefahr für Staaten auf diesem Pfad ist, dass sie in eine negative Spirale von immer höheren Staatsschulden und tieferen Wachstumsraten geraten. Einzelne Unternehmen wie Rheinmetall in Deutschland mögen vom staatlichen Geldsegen profitieren. Für die Volkswirtschaft als Ganzes resultiert jedoch ein Minus. Und die Anleihen der Länder mit grossen Stimulusprogrammen werden zu einer gefährlichen Anlage, die wir mit Blick auf die historische Datenlage tunlichst meiden werden. Es sind keine Brücken in eine bessere Zukunft. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Chemed

Suchen Sie nach einer Aktie, die historisch hervorragende Renditen gebracht hat? Wie hören sich 17% pro Jahr über die letzten 22 Jahre an? Suchen Sie ein Geschäftsmodell, dass von KI nicht ersetzt werden kann? Und das noch zu einem anständigen Preis? Dann haben wir eine Lösung gefunden: Chemed. Die Frage ist nur: Welches Unternehmen wird heutzutage nicht von KI disruptiert? Ich kann Ihnen zwei Geschäftsfelder nennen: Das Geschäft mit dem Tod und die Reparatur Ihrer Sanitäreanlagen. Chemed betreibt unter dem Namen Vitas einen der grössten Anbieter von Sterbe-Hospizen und mit Roto-Rooter das grösste Sanitärunternehmen in den USA. Das Geschäft läuft hervorragend, in den Jahren nach Corona gab es aber eine kleine Wachstumsdelle. Deshalb ist die Aktie heute fair bewertet. Das Geschäft ist krisenresistent: Gestorben wird leider immer. Und es hat Preissetzungsmacht: Wenn die Toilette überläuft, feilschen Sie nicht mit dem Sanitär. Zudem sollte der Hospiz-Teil Rückenwind haben, da immer mehr Babyboomer ins Alter kommen, wo sie potenzielle Kunden werden. Das Sahnehäubchen ist noch, dass das Management-Team hervorragend in der Kapitalallokation agiert und gute Aktienrückkäufe macht. Was will man mehr?

– Alimentation Couche-Tard

Die Firma ist einer der grössten Tankstellen- und Convenience-Store-Betreiber mit rund 17'000 Standorten weltweit. Das Tankstellengeschäft ist sehr fragmentiert, mit unzähligen Mom&Pop-Läden. Die Strategie von Alimentation Couche-Tard (ATD), mit Übernahmen zu wachsen und die gekauften Unternehmen effizienter zu führen, hat über die letzten 45 Jahre sehr gut funktioniert und machte für uns Sinn. Als die Aktie im Sommer 2023 zu einem anständigen Preis zu haben war, kauften wir. Für die nächste Übernahme hat sich der Konzern aber den Wal im Teich ausgesucht: Seven & i Holdings, der Besitzer von 7-Eleven. Die Japaner sind mit rund 85'000 Convenience-Stores der grösste Anbieter in der Kategorie. Seit fast einem Jahr wehren sich die Japaner mit Händen und Füßen und ATD versucht alles Mögliche, damit der Deal zustande kommt. Wir sind überzeugt, dass ATD das Geschäft von Seven & i viel effizienter führen könnte, sehen aber zwei Probleme: Erstens verloren wir den Glauben ans Management, weil sie mit dem geplanten Megadeal ganz klar dem Empire-Building verfallen sind. Und zweitens stört uns die enorme Schuldenlast, die durch die Übernahme entstehen würde. Nach dem Kauf hätte ATD nämlich ungefähr 75 Milliarden Dollar Schulden und ein EBITDA von 12 Milliarden Dollar. Wir verstehen, dass das Management durch den Verkauf einiger Geschäftsteile die Schulden reduzieren und durch Effizienzsteigerungen den Gewinn erhöhen möchte. Es kann gut sein, dass diese Strategie funktioniert. Nach fast einem Jahr des Hoffens, dass der Deal abgeblasen wird, sind wir aber mittlerweile der Meinung, dass es sich hier mehr um einen persönlichen Kreuzzug des Managements handelt, als um gute Kapitalallokation. Deshalb verkaufen wir enttäuscht die Aktie.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. Juni 2025

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orell Füssli	Dienstleistungen	8	13.3%	4.4%
Jungfraubahn	Transport	8	7.0%	3.6%
Forbo Holding	Baumaterialien	6	7.6%	3.0%
Novartis	Pharma	6	7.3%	3.6%
Coltene	Gesundheit	5	5.4%	3.5%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Altria	Tabak	6	7.0%	6.8%
CF Industries	Chemie	6	9.6%	2.2%
Globe Life	Versicherungen	6	11.3%	0.8%
Coterra Energy	Öl & Gas	5	5.2%	3.3%
Fox Corp	Medien	5	8.9%	1.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
IG Group	Finanzdienstl.	8	19.9%	4.3%
Brit Amer Tobacco	Tabak	7	7.3%	6.7%
Generali	Versicherungen	7	27.3%	4.5%
Andritz	Maschinen	6	3.7%	4.2%
FreeNet	Telekomm	6	8.5%	6.9%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Magyar Telekom	Telekomm	9	11.3%	5.7%
Hellenic Telekom	Telekomm	8	6.3%	4.1%
Jumbo	Einzelhandel	8	6.9%	5.1%
EverGreen Marine	Fracht	8	44.6%	4.2%
KT&G	Tabak	8	-0.7%	6.9%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Thor Exploration	Kanada	10	17.0%	1.7%
Mineros	Kolumbien	9	17.8%	5.7%
Ramelius Res	Australien	9	13.2%	4.1%
Serabi Gold	UK	9	15.2%	0.0%
OceanaGold	Kanada	7	8.4%	0.8%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Wynn Resorts	Hotels	-8	4.2%	1.2%
Starbucks	Einzelhandel	-7	3.6%	2.6%
Puma	Kleidung	-7	6.2%	2.7%
Georg Fischer	Maschinen	-7	2.6%	2.1%
Nike	Kleidung	-7	5.7%	2.5%

Quantitative Screenings bei Quantex – Aussieben und Trennen

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 vier 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.

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	13.6.2025	442.29	+3.1%
		EUR -R-	13.6.2025	296.90	+3.7%
		USD -R-	13.6.2025	335.46	+14.9%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	13.6.2025	132.11	+1.5%
		EUR -R-	13.6.2025	153.30	+2.1%
		USD -R-	13.6.2025	143.97	+13.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	13.6.2025	413.62	+46.7%
		USD -R-	13.6.2025	219.02	+67.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	13.6.2025	2.37	+10.1%
		CHF -3a-	13.6.2025	1.86	+10.7%

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

