



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Das «Reich der Mitte» sah sich einst als kulturelles Zentrum der Welt und natürlich auch als wirtschaftliche und militärische Grossmacht. Doch mit dem Ersten Opiumkrieg gegen die Briten begann 1839 das «Jahrhundert der Demütigung» Chinas. Mal für Mal unterlag das Land den westlichen Aggressoren und musste in ungleichen Verträgen Handelskonzessionen machen, die Häfen für Opium und andere Importe öffnen sowie Territorien wie Hongkong abtreten. Am Ende der Periode war das halbe Land vom imperialen Japan besetzt. Erst mit dem Sieg im Zweiten Weltkrieg errang zuerst das Nationalchina Tschiang Kai-Sheks und dann die 1949 gegründete Volksrepublik die Souveränität über ihr Territorium und den Handel zurück. Die Demütigung wirkt bis heute nach und Taiwan bleibt dabei der letzte Puzzlestein. Die aktuellen Ereignisse lassen jedoch eher die Frage aufkommen, ob Europas «Jahrhundert der Demütigung» begonnen hat. Man wähnt sich als kulturelles Zentrum und Spieler auf der Weltbühne. Doch faktisch geben andere den Takt vor: Im Osten wird Europa nach der Krim weitere territoriale Zugeständnisse machen müssen. Beim Handel hat die EU die 15% Strafzölle der USA ohne Gegenwehr geschluckt. Das erstarkte China bietet den USA im Handelskrieg Paroli. Die Vertreter Europas dagegen gaben kürzlich vor dem Pult von Donald «Daddy» Trump ein erbärmliches Bild herbeizitiertes Schuljungen ab. Wie einst das chinesische Kaiserreich ist Europa unter der Führung seiner weltfremden Bürokraten wirtschaftlich und militärisch impotent geworden.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Gold als Realitätscheck	1
Aktien PlusMinus: Kinsale und Thungela	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Gold als Realitätscheck

Der Goldpreis klettert von Hoch zu Hoch. Über fünf Jahre war das Edelmetall sogar ein besseres Investment als der S&P 500, gleichwohl bleibt es unpopulär. Die Gold-Hausse wird getrieben durch die neue geopolitische Realität: Der Niedergang westlicher Vormachtstellung und des US-Dollars.

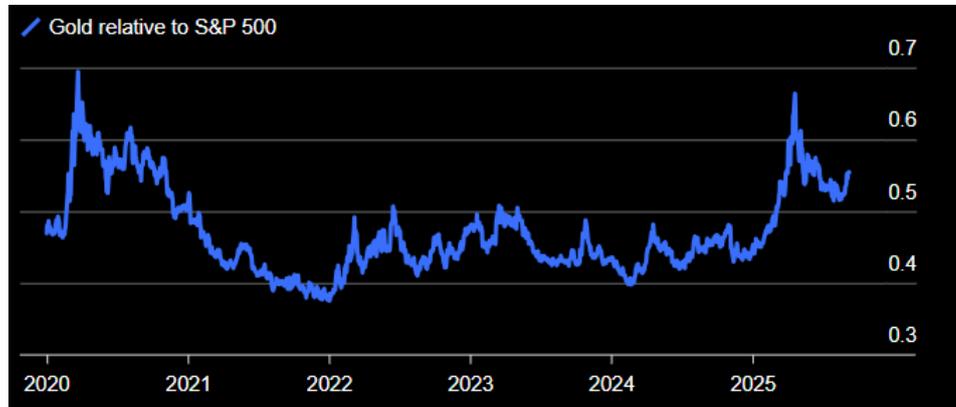
Magisches Denken zeichnet sich dadurch aus, dass man die Wirklichkeit verändern kann, wenn man nur stark genug an etwas denkt oder die richtigen Formeln spricht. Kleine Kinder glauben gerne daran, zahllose Politiker sowie ihre Wähler auch – und immer auch die vielen Spekulanten auf der Suche nach einer guten Story.

Der vielzitierte Boom bei Künstlicher Intelligenz KI hat sich bisher weder in Gewinnwachstum noch Produktivitätsgewinnen niedergeschlagen. Gemäss zwei grossen Umfragen von McKinsey und des MIT können die Unternehmen durch den Einsatz von KI bis jetzt weder signifikante Umsatz- noch Gewinnzuwächse verbuchen. Auf volkswirtschaftlicher Ebene findet sich auch keine Spur von den versprochenen «Roaring Twenties», die Produktivität und das Wirtschaftswachstum bleiben überall schwach.

Das Einzige, was bis jetzt boomt, sind die Kapitalinvestitionen in die verheissene KI-Zukunft. Allein die US-Techgiganten investieren dieses Jahr nahezu 400 Milliarden Dollar in Datacenter und werfen damit ihr einst durch wenig Kapitalbedarf gekennzeichneten Geschäftsmodelle über Bord. Google oder Amazon stecken inzwischen einen grösseren Prozentsatz ihres Cashflows in Investitionen als traditionell kapitalintensive Ölfirmen wie Shell.



Das freut die Ausrüster des Booms wie Nvidia. Doch trotz neuer Börsenhöchststände war das tumbe Edelmetall über mehr als fünf Jahre ein besseres Investment als der von den Tech-Giganten getriebene S&P 500 (siehe Grafik unten). Der Aktienmarkt kommt, in Gold gemessen, nicht mehr voran.



Die Grafik zeigt den Goldpreis relativ zum S&P 500. Eine steigende Kurve bedeutet, dass Gold besser als der US-Aktienindex performt. (Quelle: Bloomberg)

Doch Gold ist nicht nur der Realitätscheck für den KI-Boom, der nach einer gefährlichen Blase riecht. Es gibt eine ganze Reihe verbreiteter Glaubenssätze, welche trotz ständiger Wiederholung auf allen Kanälen nicht mit der Realität übereinstimmen:

**Realitätscheck
Energiewende**

Dass durch die forcierte Energiewende zu Wind- und Solarenergie die Energie in Europa dauerhaft billiger wird, ist ein oft wiederholtes Mantra, welches der Überprüfung in der Realität nicht standhält (siehe [Quantex Werte Dez 2024](#)). Doppelt bis dreimal so hohe Stromkosten im «grünen» Europa im Vergleich zu den USA oder China führen dazu, dass die Industrie abwandert oder mit teuren Subventionen am Leben erhalten werden muss. Der hohe Goldpreis ist ein Signal, dass die Anleger der Wirtschaftslage nicht trauen und eine neue Eurokrise fürchten.

**Realitätscheck
Ukrainekrieg**

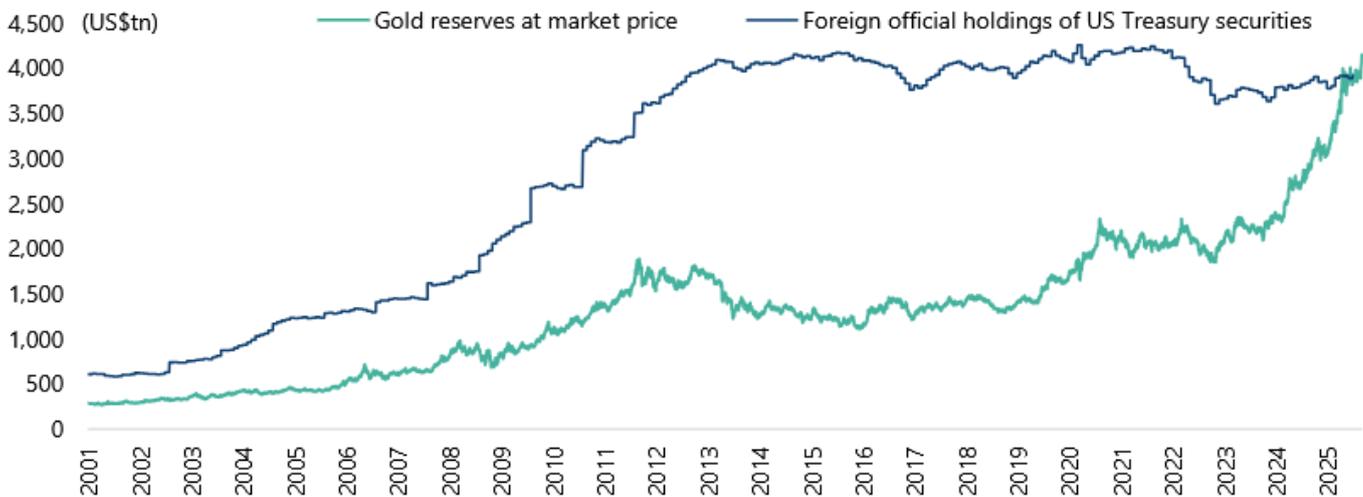
Dass die russische Wirtschaft durch westliche Sanktionen und hohe Kriegskosten bald kollabieren und die Ukraine die verlorenen Territorien zurückerhalten wird, ist ein weiterer viel beschworener Glaubenssatz. Er ist wohl dem moralischen Imperativ geschuldet, dass nicht sein kann, was nicht sein darf. Trotz heroischem Kampf der Ukraine gewinnt in der Realität Russland weiter Gelände hinzu. Der Rubel steht bei rund 80 zum Dollar genau gleich wie vor dem Kriegsbeginn 2022 und China liefert Russland alle nötigen Industrieprodukte. Das russische Haushaltsdefizit beläuft sich trotz Kriegswirtschaft auf gerade mal 2.2% des Bruttoinlandprodukts. Die Haushaltsdefizite im Westen sind von Deutschland über Frankreich und UK bis zu den USA doppelt bis dreimal so hoch. Der Spielraum für höhere Rüstungsausgaben ist durch die Sozialausgaben begrenzt. Der hohe Goldpreis ist ein Signal, dass die Abnutzungsschlacht weiter geht und die Staatsfinanzen westlicher Länder überstrapaziert werden.

**Realitätscheck
US-Vormachtstellung**

Dass die wirtschaftliche und militärische Vormachtstellung des Westens und insbesondere der USA für immer und alle Zeit gesichert bleibt, ist ein weiterer verbreiteter Glaubenssatz. Tatsächlich bröckelt die Vormacht des Westens an allen Ecken und Enden. Indiens Volkswirtschaft wird bald Deutschland und Japan überholen und zur globalen Nummer drei hinter den USA und China aufsteigen. Die Schwellenländer stellen inzwischen gut die Hälfte der Weltwirtschaftsleistung und des Welthandels untereinander. Der Status des US-Dollars als Reserve- und Handelswährung der Welt beginnt zu wanken. Der Trend ist noch jung, aber vermehrt beginnen Staaten und Unternehmen des globalen Südens, ihre Anleihen in chinesischen Yuan anstatt in Dollar zu begeben. Die

Zinskosten sind dort deutlich tiefer und mit den Yuan kann man auch immer mehr nützliche Dinge «Made in China» kaufen. Auch die Zahlungen in Yuan über das chinesische CIPS als Alternative zum westlichen Swift nehmen stark zu. Wie der «Economist» berichtet, wickelt China heute bereits mehr als 50% aller Geldtransfers über seine Grenze in Yuan ab. Vor 15 Jahren waren es gerade mal 1%.

Vor dem Hintergrund dieser Entkoppelung des Welthandels vom US-Dollar stellt sich die Frage, wieso die BRICS und anverwandte Staaten noch Dollar als Währungsreserve halten sollten, wo man einem Sanktionsrisiko wie Russland unterliegt und eine Regierung finanziert, welche mit der Zollkeule wild um sich schlägt? Zum ersten Mal seit Jahrzehnten bunkern die Zentralbanken der Welt mehr Reserven in Gold anstatt in US-Staatsanleihen (siehe Grafik unten). Dahinter steht eine beschleunigte Akkumulation von Gold durch zahlreiche Länder des Globalen Südens seit 2022, aber auch ein steiler Anstieg des Goldpreises.



Die Linien zeigen den Marktwert der Bestände aller Zentralbanken an US-Staatsanleihen und Gold. (Quelle: Jefferies)

US-Staatsanleihen gelten aber weiterhin als risikolos, obwohl Anleger damit über die letzten Jahre viel Geld verloren haben, insbesondere nach Abzug der Inflation oder der Dollarabwertung. Die US-Staatsfinanzen sind total ausser Kontrolle geraten trotz florierender Wirtschaft (siehe [Quantex Werte Jan 2025](#)). Der hohe Goldpreis ist ein Signal, dass der Status des Dollars und der US-Staatsanleihen als Reservewährung wankt und die Welt auf der Suche nach Alternativen ist.

Die kuriose Gold-Hausse

Obwohl der Goldpreis seit Jahren steigt und 2025 mit einem weiteren Plus von 40% in Dollar glänzt, bleibt das Edelmetall bei westlichen Anlegern seltsamerweise unbeliebt. Erst seit diesem Jahr steigen die Edelmetallbestände in den westlichen Gold ETFs überhaupt wieder. Sie liegen aber immer noch unter dem Höchststand von 2020. Die Goldkäufer kamen bisher offensichtlich vor allem aus dem Osten, nicht dem Westen.

Noch extremer stellt sich die Situation bei den Goldminen-Aktien dar. Der GDX, der bekannteste Goldminen-ETF, ist seit Jahresbeginn in Dollar um satte 103% hochgeschneit – und verzeichnet dennoch seit Jahren nur Outflows, dieses Jahr sogar verstärkt. Dasselbe gilt für die allermeisten aktiven Goldminen-Fonds, inklusive unserem hauseigenen Quantex Strategic Precious Metal Fund.

Konklusionen für Investoren

Der Goldpreis sieht kurzfristig überhitzt aus. Hinter dem starken Anstieg der letzten Jahre stehen aber gewichtige fundamentale Gründe. Gold ist ein Warnsignal, dass mit dem bestehenden Geld- und Fiskalregime Einiges im Argen liegt – oder sogar, dass sich die ganze Weltordnung weg vom Dollar zu einem multipolaren System verschiebt. Das

gelbe Edelmetall hat den Vorteil, dass seine Vorkommen nicht wie andere Rohstoffe unter der Kontrolle einiger weniger Länder stehen und es nicht wie Geld beliebig vermehrt werden kann. Es ist deshalb die ideale Reservewährung für eine neue Weltordnung oder eine konfliktträchtige Phase des Übergangs dazu.

Für Investoren ist die akute Warnung des Goldpreises ein Signal, die Vermögensaufteilung zu überprüfen und populäre Glaubenssätze zu hinterfragen. Ein simpler marktgewichteter Ansatz impliziert derzeit, dass Anleger 70% ihrer Aktien und 50% ihrer Anleihen in US-Dollar halten sollen. Wir halten das angesichts der Umbrüche in der Weltordnung für gefährlich einseitig. Eine breitere Diversifikation auf Länder und Währungen inklusive Emerging Markets ist angezeigt. Und natürlich ein ordentlicher Teil in «neutralen» Rohstoffen und Gold. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Kinsale Capital

Im August haben wir die Aktien von Kinsale Capital gekauft. Das noch junge Versicherungsunternehmen wurde 2009 vom heutigen CEO Michael Kehoe gegründet und fokussiert sich auf die attraktive Nische der Spezialexversicherungen für kleine und mittlere Unternehmen in den USA. Die Wachstumsraten seit Gründung sind mehr als atemberaubend. In den letzten zehn Jahren sind Umsatz und Gewinn um 40% pro Jahr gestiegen. Beeindruckend ist, dass Kinsale dies mit einer der besten Versicherungsmargen in der Industrie geschafft hat. Doch wie ist das möglich? Die Industrie ist sehr wettbewerbsintensiv und oft können nur durch das Anbieten tieferer Preise Marktanteile gewonnen werden. Kinsale fokussiert sich auf eine Nische und versichert nur Schäden, die schwer abzuschätzen sind oder nicht über eine Standardversicherung abgedeckt werden können. Vom Start weg hat das Management viel in Technologie investiert. Dadurch kann Kinsale viel schneller ein Angebot abgeben und die Kostenstruktur ist wesentlich tiefer als bei der Konkurrenz. Nach den letzten Quartalszahlen ist die Aktie stark unter Druck geraten, da sich das Umsatzwachstum auf 16% verlangsamt hat. Der Grund war, dass Kinsale in ihrem grössten Geschäftsteil, der Versicherung von Gewerbeimmobilien, einen Umsatzrückgang von 17% hinnehmen musste. Kinsale waren dort schlichtweg die Preise zu tief und sie monierten, dass viele Wettbewerber derzeit Prämien unter ihren Kosten schreiben. Das zeugt in unseren Augen von einer hohen Disziplin und verstärkt unseren Eindruck, dass das Management hervorragend in der Kapitalallokation ist. Vor dem Hintergrund des immer noch grossen Marktpotenzials und des guten Track-Records des Managements kaufen wir das wundervolle Unternehmen zu einem fairen Preis.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Thungela Resources

Nach fast drei Jahren Haltedauer haben wir uns von den Aktien des südafrikanischen Kohleförderers Thungela getrennt. Beim Kauf im Oktober 2022 notierte der Kohlepreis in Folge des Ukrainekriegs und globaler Energiekrise bei 400 USD. Zu diesem Preis sprudelten logischerweise die Gewinne und wir kauften die Aktien mit einer freien Cash-Flow Rendite von fast 50% und einer fetten Nettocashposition in der Bilanz. Natürlich gingen wir nicht davon aus, dass die Preise so hoch bleiben würden, aber wir hatten die naive Annahme, dass in Zeiten von ESG wahrscheinlich nur wenige neue Kohleminen gebaut werden und somit das Angebot für länger als üblich tief bleiben und damit die Kohlepreise wahrscheinlich höher als vor Corona notieren würden. Leider kam es anders, Thungela und viele andere Kohleunternehmen erhöhten die Investitionen in neue Minen und auch in China und Indien wird mehr Kohle gefördert. Der Kohlepreis viertelte sich seitdem und notiert heute bei etwa 100 USD. Zu diesen Preisen und mit den aktuellen Investitionen verbrennt Thungela Geld und das Cash Polster hat sich in den letzten drei Jahren halbiert. Wir verkaufen die Aktie mit einem Verlust, weil uns die Überzeugung fehlt, nachzukaufen und weil die Liquidität des Titels sehr dünn geworden ist.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. September 2025

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orell Füssli	Dienstleistungen	8	9.7%	3.9%
Jungfraubahn	Transport	8	2.9%	3.6%
Mikron	Maschinen	5	13.9%	2.7%
Novartis	Pharma	5	7.3%	3.4%
Belimo	Baumaterialien	4	1.2%	1.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
CF Industries	Chemie	8	9.8%	2.4%
Regions Financial	Banken	7	-	3.8%
The Mosaic Co	Chemie	6	0.0%	2.7%
Altria	Tabak	5	6.5%	6.2%
APA	Öl & Gas	6	12.1%	4.5%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bavarian Nordic	Biotech	8	9.8%	0.0%
MedioBanca	Banken	8	-	5.7%
IG Group	Finanzdienstl.	7	15.4%	4.1%
Plus500	Finanzdienstl.	7	14.1%	5.6%
Mapfre	Versicherungen	7	18.9%	4.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orient Overseas	Transport	9	42.9%	12.2%
Magyar Telekom	Telekomm	9	11.1%	5.3%
Itau Unibanco	Banken	8	-	8.4%
Jumbo	Einzelhandel	8	6.3%	3.1%
Richter Gedeon	Pharma	8	13.4%	4.9%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Thor Exploration	Kanada	10	15.9%	2.2%
Mineros	Kolumbien	10	18.0%	3.8%
Catalyst Metals	Australien	9	1.9%	0.0%
Serabi Gold	UK	9	15.4%	0.0%
Kingsgate	Australien	7	3.9%	0.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Starbucks	Einzelhandel	-8	3.5%	2.9%
Stadler Rail	Maschinen	-8	-7.7%	0.0%
Lanxess	Chemie	-7	2.2%	0.4%
London Stock Ex	Finanzdienstl.	-6	5.0%	1.5%
Barry Callebaut	Nahrungsmittel	-6	-26.9%	2.6%

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 alle schon von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Ansatz ist eine disziplinierte Value-Strategie mit anti-zyklischem 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-	15.9.2025	448.97	+4.7%
		EUR -R-	15.9.2025	301.58	+5.3%
		USD -R-	15.9.2025	348.26	+19.3%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	15.9.2025	133.54	+2.6%
		EUR -R-	15.9.2025	155.06	+3.3%
		USD -R-	15.9.2025	148.83	+17.0%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	15.9.2025	484.17	+71.8%
		USD -R-	15.9.2025	261.95	+100.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	15.9.2025	2.44	+13.2%
		CHF -3a-	15.9.2025	1.92	+13.8%

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

