



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

In Europas Hitzesommer floss neben viel Schweiss auch ein stetiger Strom von streberhaften Leitartikeln, welche den forcierten Ausbau der Erneuerbaren Energien forderten. Schliesslich hatte man in der Schule brav aufgepasst. Doch so bedauerlich die Klimaerwärmung ist, so aussichtslos ist der Kampf dagegen mit den propagierten Mitteln Wind- und Sonnenkraft. Zeit für einen Reality Check am Beispiel Deutschlands: In den letzten 25 Jahren hat das Land über 600 Milliarden Euro in den Ausbau der Erneuerbaren investiert. Weltweit liefern fossile Brennstoffe rund 80% des primären Energieverbrauchs. In Deutschland konnte ihr Anteil dank heroischer Anstrengungen zurückgedrängt werden auf – Trommelwirbel – 77%. Wobei immer noch die Hälfte der erneuerbaren Energie aus Biomasse wie Holz stammt. Dafür hat man zusammen mit anderen Pionieren der Energiewende wie Grossbritannien und Dänemark die höchsten Strompreise in Europa und viele schöne Windräder. Den Ausbau weiter zu forcieren, macht die Sache angesichts der Flatterhaftigkeit des Ökostroms exponentiell schwieriger und teurer. Je höher der Anteil der Erneuerbaren, desto grösser das Problem, dass sie in der Spitze 4-10mal mehr Strom liefern als im Durchschnitt und in den Dunkelflauten rein gar nix. Ohne Gaskraftwerke in der Reserve geht es nicht. Bleiben nur Konsumverzicht und Deindustrialisierung oder eine Klimaanlage für den nächsten Sommer. Nebenbei sollte noch jemand die unterdotierten Gasspeicher in Europa füllen anstatt auf einen milden Winter und Frieden in Nahost zu hoffen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das Kapital wird teurer	1
Aktien PlusMinus: Totvs und Baltic Classifieds	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Das Kapital wird teurer

Die Zinsen steigen dieses Jahr auf breiter Front. Es sind nicht nur der Irankrieg und der Inflationsschub, welche die Zinsen treiben. Auch die Realzinsen nach Inflation legen deutlich zu. Was sind die Ursachen der Kapitalknappheit und welche Aktien funktionieren in einem solchen Umfeld am besten?

Alle brauchen mehr Kapital: Die Unternehmen für den Ausbau der KI-Infrastruktur. Weltweit sollen die Kapitalinvestitionen dieses Jahr gemäss Jefferies um satte 28% steigen, getrieben von den rund 1000 Milliarden der US-Hyperscaler.

Die Regierungen brauchen immer mehr Geld zum Stopfen der Löcher in den Staatshaushalten, die durch höhere Rentenausgaben und die Wiederaufrüstung entstehen. Auf der anderen Seite werden die Privathaushalte in Europa, Japan und China, traditionell die grössten Netto-Sparer, langsam so alt, dass immer mehr beginnen müssen, ihr Kapital zu verzehren.

Die Folge davon: Kapital wird knapp, die von ehemaligem Fed-Chef Ben Bernanke zitierte «Savings Glut», die Ersparnis-Schwemme der 2000er und 2010er Jahre, ist vorbei. Am besten lässt sich dies durch die Realzinsen belegen, also den Zinsen nach Abzug der Erwartungen für die Teuerung, wie sie aus inflationsgeschützten Anleihen abzulesen sind. In den USA liegen die Realzinsen erstmals seit 20 Jahren wieder bei fast 2.5%. Weil gleichzeitig die Inflation wieder steigt, erreichen auch die nominalen Zinsen auf Staatsanleihen in vielen westlichen Ländern kürzlich das höchste Niveau seit den 2000er oder sogar 1990er Jahren.



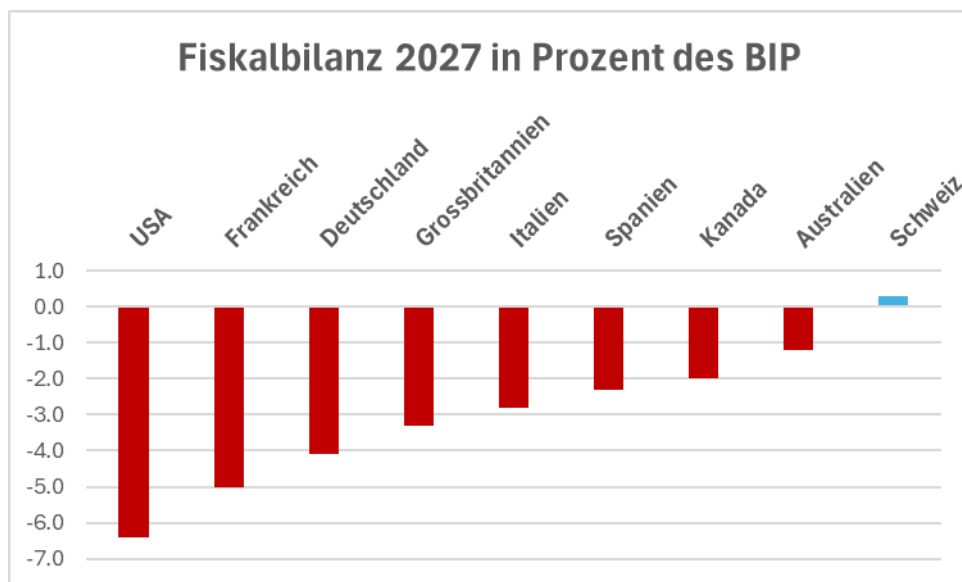
Hinzu kommen natürlich die steigenden Zuschläge für schlechte Schuldner. Unter den wichtigsten Ländern stechen hier Frankreich, Grossbritannien und die USA negativ hervor. Ihre Zinsaufschläge haben sich seit Jahresbeginn spürbar ausgeweitet. Sie alle bezahlen inzwischen mehr Zins als die ehemaligen Sorgenkinder Griechenland und Spanien. Spendierfreudigkeit kombiniert mit Reformunfähigkeit und politischer Polarisierung ist Gift für das Vertrauen der Märkte.

Konfiskationszertifikate und Krieganleihen

Steigende Realzinsen und steigende Inflation sind natürlich ein tödlicher Mix für langlaufende Anleihen. Wie Gavekal vorrechnet, hat seit Beginn der Dekade kein einziger Anleihenmarkt (7-10jährige Papiere) eines OECD-Landes in Dollar umgerechnet positive Renditen gebracht – mit Ausnahme der Schweiz. Doch auch dort konnte der Gesamtertrag nicht mit der Teuerung mithalten. Es ist wohl nur noch eine Frage der Zeit, bis langlaufende Papiere wieder wie Ende der inflationären 1970er Jahre als «Konfiskationszertifikate» tituliert werden. Es passt in den Zeitgeist, dass die britische Regierung zur Wiederaufrüstung sogar die Herausgabe von «War Bonds» für Kleinanleger erwägt. Krieganleihen mögen patriotische Gefühle bedienen, als Investment waren sie aber schon immer eine Katastrophe.

Wir halten langlaufende Papiere vieler westlicher Länder weiterhin für nicht investierbar und bevorzugen die kurzlaufenden Obligationen asiatischer und lateinamerikanischer Schuldner sowie einzelner Ausnahmen wie die Schweiz, Schweden und Australien.

Es ist nicht absehbar, wie die meisten westlichen Länder ohne eine grosse Krise aus der laufenden Schuldenspirale herauskommen sollten. Billige Taschenspielertricks wie kürzlich von US-Finanzminister Scott Bessent oder nächtliche Tweets in Grossbuchstaben verbessern die Bonität eines Landes nicht. Die Fiskaldefizite bleiben auch nächstes Jahr stark negativ (siehe Grafik unten). Dies alles bei einer generell noch wachsenden Weltwirtschaft.



Die Balken zeigen die erwarteten Fiskalbilanzen ausgewählter Industrieländer für das Jahr 2027. Die USA, Frankreich, Grossbritannien und neuerdings Deutschland machen am meisten neue Schulden. (Quelle: Bloomberg)

Zaudernde Zentralbanken

Ebenso offensichtlich ist es, dass die Zentralbanken der besagten Länder mit Zinserhöhungen trotz steigender Inflation immer sehr zögerlich sind, um die negative Schuldenspirale ihrer Regierungen nicht weiter zu beschleunigen. Sie könnten im Extremfall sogar aktiv am Anleihenmarkt intervenieren und so die Spirale stoppen. Doch der Preis dafür

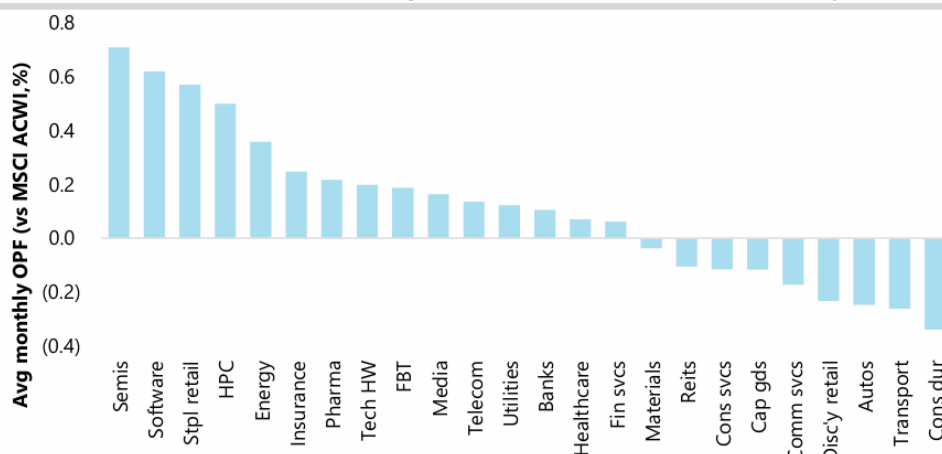
Hohe Realzinsen sind nicht immer schlecht für Aktien

wäre eine beschleunigte Währungsabwertung. Das Beispiel Japans über die letzten Jahre macht es vor: Ferien in dem einstigen Hochpreisland sind durch den Schwachen Yen zum beliebten Schnäppchen geworden und der Durchschnittslohn ist umgerechnet auf das Niveau Spaniens gefallen.

Interessanter ist die Frage, wie sich die höheren Realzinsen auf Aktien auswirken. Eine Studie von Jefferies hat dies untersucht. Für den Aktienmarkt als Ganzes sind die Resultate gemischt. In den 1930er, 1960er und 2000er Jahren gab es hohe Realzinsen und schwache reale Aktienrenditen. In den 1920er, 1980er und 1990er Jahren waren die Aktienrenditen dagegen gut trotz hoher Realzinsen. Auch der Umkehrschluss gilt nicht: Tiefe Realrenditen sind entgegen der Theorie nicht automatisch gut für Aktien. In den 1940er und 1970er Jahren waren die Realrenditen für Anleihen inflationsbedingt negativ, doch die Aktienmärkte entwickelten sich ebenfalls schlecht. Der Zusammenhang scheint generell eher in die Richtung zu gehen, dass steigende Inflationsraten schlecht für Aktien sind, nicht die Realzinsen.

Mit Blick auf die Sektorenebene ergeben sich jedoch aus der Jefferies-Datenbank zurück bis 1997 eindeutige Ergebnisse: Am besten performten im Durchschnitt Aktien aus den Sektoren Halbleiter, Software, Basiskonsumgüter, Hygieneprodukte und Energie. Am schlechtesten schnitten die Sektoren Langlebige Konsumgüter, Transport, Autos und Einzelhandel ab (siehe Grafik unten).

Exhibit 25: MSCI ACWI L2 sectors – Avg OPF when 10Y TIPS is in 70th to 100th percentile



Die Balken zeigen die relative monatliche Outperformance einzelner Sektoren zum Gesamtmarkt in den Phasen mit relativ hohen Realzinsen, also im 70-100sten Perzentil der Fälle. (Quelle: Jefferies)

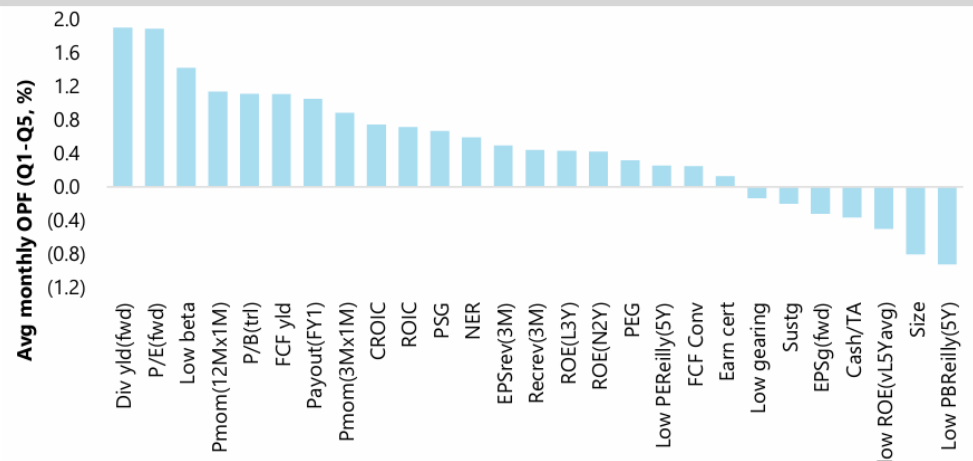
Die relativen Performancedaten sprechen dafür, dass es sich eher um spätzyklische Phasen handelt, in denen die Realzinsen wegen des anhaltenden Booms und Kapitalknappheit steigen. Energie und Halbleiter laufen dann zum Beispiel noch gut, während langlebige Konsumgüter und Autos schon schwächeln, da der Kauf auf Kredit schwieriger wird. Gewisse Parallelen zur aktuellen Marktlage sind unverkennbar.

Die gute Performance von defensiven Basiskonsumgütern und Hygieneprodukten ergibt sich vermutlich aus dem graduellen Kippen der Wirtschaft in eine Rezession aus einer solchen Ausgangslage. Aktuell performen diese defensiven Sektoren eher schlecht als recht.

Wirft man den Blick auf die Selektionsfaktoren, welche bei hohen Realzinsen gut abschneiden, ergibt sich ein ähnliches, eher spätzyklisches Gesamtbild: Am besten schnei-

den traditionellen Value-Kennzahlen wie Dividendenrendite und ein tiefes Kurs/Gewinnverhältnis (P/E) oder Kurs/Buchwert ab, gefolgt vom 12-Monats-Momentum sowie Qualitätskennzahlen wie Low Beta und Return on Invested Capital (ROIC).

Exhibit 28: MSCI ACWI factors – Avg OPF when 10Y TIPS is in 70th to 100th percentile



Die Balken zeigen die relative monatliche Outperformance einzelner Aktienselektions-Faktoren zum Gesamtmarkt in den Phasen mit relativ hohen Realzinsen, also im 70-100sten Perzentil der Fälle. (Quelle: Jefferies)

In der aktuellen Marktphase ist vor allem der Momentumfaktor aussergewöhnlich stark, gezogen von den KI-Storyaktien und den Chipherstellern. Aktien mit guten Qualitätskennzahlen schnitten dagegen bis vor kurzem besonders schlecht ab.

Konklusion für Anleger

Der Trend zu steigenden Realzinsen wird durch strukturelle Faktoren getrieben und dürfte deshalb nicht so bald enden. Doch steigende Zinsen sind nicht automatisch schlecht für den Aktienmarkt, so lange die Inflation unter Kontrolle bleibt – was keineswegs sicher ist.

Das Spannende an der aktuellen Börsenlage ist das schlechte Abschneiden von Qualitätsaktien und defensiven Sektoren wie Software und Basiskonsumgüter. Diese Titel sollten auf Grund der historischen Erfahrung im Umfeld steigender Realzinsen gut performen, tun es aber nicht. Wir vermuten, dass dahinter der Hype um die Künstliche Intelligenz steht (siehe [Quantex Werte Feb 26](#)). Diese Verzerrung der üblichen Marktmuster schafft für Investoren in diesen Aktien eine interessante Ausgangslage: Defensive und qualitätsstarke Titel gibt es günstig zu kaufen exakt zu einem Zeitpunkt, wo die Wirtschaft wegen steigender Realzinsen ins Schlittern geraten könnte. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Totvs

Im August haben wir für den Quantex Multi Asset Fund die Aktien des brasilianischen Software Konzerns Totvs gekauft. Die Firma bietet, ähnlich wie die deutsche SAP, zentrale Softwaresysteme für kleine und mittlere Unternehmen in Brasilien an und ist in diesem Segment der klare Marktführer. In den letzten zehn Jahren konnte Totvs jährlich Umsatz und Gewinn im mittleren zweistelligen Bereich steigern. Neben einem starken zweistelligen organischen Wachstum tätigt die Firma immer wieder kleine Übernahmen, um die Produktpalette zu erweitern. Totvs profitiert von einer zunehmenden Digitalisierung brasilianischer Unternehmen, die in Sachen IT gegenüber westlichen Unternehmen noch viel Nachholbedarf haben. Gleichzeitig glaubt das Management, durch KI ein neues Wachstumsfeld erschliessen zu können. Dabei ist es von Vorteil, dass Totvs für viele dieser kleinen Unternehmen der zentrale Ansprechpartner in Sachen IT ist und die Implementierung von KI in das bestehende System über Totvs am ehesten funktioniert. In Sachen Kapitalallokation macht das Management ebenfalls einen guten Job. Das tiefe Kursniveau durch den allgemeinen Abverkauf im Softwaresektor nutzt Totvs und kauft dieses Jahr fünf Prozent der eigenen Aktien zurück. Wir tun es der Firma gleich und investieren in die wachstumsstarke Firma zu einer attraktiven freien Cashflow Rendite von rund 5%

– Baltic Classifieds



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Baltic Classifieds Group (BCG) ist Besitzer der grössten Anzeigeplattformen für Autos und Immobilien in den baltischen Ländern Estland, Lettland und Litauen. Kleinanzeigen werden von der Börse als KI-Verlierer gehandelt, weil ChatGPT theoretisch die Anzeigen umgehen und direkt auf die Website des Immobilienmaklers zugreifen könnte. Davon ist nach Jahren nichts zu spüren und auch heute noch kommen weniger als 1% aller Suchanfragen von Large-Language-Models. Im Spectravest Fonds haben wir uns aber trotzdem entschieden, BCG zu verkaufen. Aber nicht, weil wir unsere Anlagethese über Bord werfen mussten, sondern weil wir eine bessere Alternative gefunden haben. Was uns bei BCG nicht so gefällt ist, dass die operative Marge heute bei bereits 68% liegt. BCG hat in den letzten Jahren die Preise für Makler jeweils zweistellig erhöht. Wir schätzen, dass sie heute ungefähr 5-6% der Maklerkommissionen einsacken. Swiss Marketplace Group liegt erst bei 2.6% und hat damit mehr Spielraum, die Preise und ihre operative Marge in der Zukunft zu erhöhen. Deshalb tauschen wir BCG in Swiss Marketplace Group.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. September 2026

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Swiss Re	Versicherungen	6	6.5%	4.4%
Adecco Group	Dienstleistungen	6	5.1%	4.1%
Bell Food	Nahrungsmittel	6	3.4%	3.0%
Ascom Holding	Telekom	5	14.6%	3.8%
Orell Füssli	Dienstleistungen	5	7.5%	4.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
CF Industries	Chemie	8	8.3%	1.6%
Franklin	Finanzdienstl.	8	-	3.8%
Regions Financials	Banken	8	-	3.6%
Pfizer	Pharma	7	5.1%	6.0%
JM Smucker	Nahrungsmittel	7	8.0%	3.5%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Norsk Hydro	Bergbau	8	3.5%	3.2%
OMV	Öl & Gas	8	3.8%	6.4%
Mapfre	Versicherungen	8	13.6%	4.0%
Rio Tinto	Bergbau	8	2.8%	4.5%
TBC Bank Group	Banken	8	-	5.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Adaro Andalan	Kohle	9	9.0%	8.9%
Vale	Eisen & Stahl	8	5.0%	7.1%
Xinyi Glass	Glas	8	8.6%	3.9%
Richter Gideon	Pharma	8	13.1%	5.1%
Magyar Telekom	Telekom	8	9.4%	5.9%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Steppe Gold	Kanada	10	35.9%	0.0%
B2Gold	Kanada	8	0.8%	1.4%
Thor Exploration	Kanada	7	36.9%	4.7%
Perseus Mining	Australien	7	3.5%	1.5%
DPM Metals	Kanada	7	7.0%	0.4%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Boeing	Luftfahrt	-8	-0.1%	0.0%
Universal Music	Unterhaltung	-8	4.8%	3.7%
Barry Callebaut	Nahrungsmittel	-7	27.5%	2.7%
Tesla	Automobile	-6	0.4%	0.0%
Swissquote	Finanzdienstl.	-5	-	1.8%

**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 vier Anlagefonds, wovon alle schon 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-	4.9.2026	519.36	+14.8%
		EUR -R-	4.9.2026	346.93	+13.7%
		USD -R-	4.9.2026	395.73	+12.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	7.9.2026	149.42	+10.3%
		EUR -R-	7.9.2026	172.55	+9.3%
		USD -R-	7.9.2026	163.59	+8.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	8.9.2026	726.10	+12.2%
		USD -R-	8.9.2026	386.15	+10.0%
Anlagen in Aktien weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	8.9.2026	2.57	+5.4%
		CHF -3a-	8.9.2026	2.03	+5.9%

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

