



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Gemäss meiner Sadistischen Theorie der Finanzmärkte bewegen sich die Kurse über kurz oder lang immer dort durch, wo es der Mehrzahl der Anleger am meisten weh tut. Dies gilt im Kleinen etwa für den Intraday-Verlauf eines Aktienkurses mit dem Tanz um die Preislimiten der einzelnen Akteure. Und es gilt im Grossen für langlaufende Trends wie etwa die veritable Aktien-Hausse seit dem Stimmungstief von 2009. Zu Recht wird sie als die meist gehasste Hausse aller Zeiten bezeichnet – einfach weil sehr viele Akteure sie verpasst haben und sich in vermeintlich sicheres Bargeld oder Gold geflüchtet haben. Auch heute noch sind institutionelle wie auch private Anleger meist in Aktien unterinvestiert. In den letzten Jahren gehörten sie netto zu den Verkäufern von Dividendenpapieren – auf der anderen Seite standen die Unternehmen selbst mit ihren Aktienrückkäufen. Überdurchschnittlich hoch investiert sind Anleger dagegen heute in Obligationen, trotz den mickrigen Zinsen. Wie Empirical Research vorrechnet, belaufen sich die Anlagen in US-Obligationenfonds auf 22% des Bruttoinlandprodukts. Das ist fast schon vergleichbar mit der Investitionsquote in Aktienfonds auf dem Gipfel der Internet-Euphorie im Jahr 2000. Die Mehrzahl der Mittel floss zudem bei 10-jährigen Zinsen unter 3% in Oblis. Macht der Markt seinem Ruf als Sadist alle Ehre, werden viele Anleger hier bald noch mehr Schmerz spüren als im Mini-Bond-Crash der letzten Wochen.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Deflationsgeister austreiben.....	1
Aktien PlusMinus: South32 und Phosagro .....	4
Quant-Corner .....	5
Über Quantex.....	7

## Titelgeschichte

### Deflationsgeister austreiben

**Die Angst vor Deflation hat inzwischen skurrile Züge angenommen. Doch verschwinden Negativzinsen und Deflationsängste wieder, drohen den Märkten weitere Verwerfungen. Inflationsbegünstigte Anlagen sind unterbewertet.**

Glaubt man dem ökonomischen Mainstream, so leben wir in ganz schlimmen Zeiten: Die Tankfüllung fürs Auto wird immer billiger. Ebenso die Kleider oder neusten High-Tech-Spielzeuge aus Fernost. Und selbst die Lebensmittelpreise sind seit geraumer Zeit am Sinken. Sehen Sie denn nicht die grosse Gefahr, welche der Wirtschaft daraus erwächst?

Die Angst vor einer Deflation, also auf breiter Front fallenden Preisen, ist inzwischen so gross geworden, dass die Zinsen für Staatsanleihen und andere Wertpapiere auf ein Jahrhunderttief gefallen sind – selbst in hoch verschuldeten Staaten wie Italien oder Portugal. Die Warner vor einem deflationären Kollaps haben Hochkonjunktur: Bankensystem, Aktienbörsen, Immobilien – nichts ist vor dem nächsten grossen Crash sicher ausser eben Staatsanleihen, Cash oder allenfalls Gold.

Die selbstlosen Währungshüter der staatlichen Zentralbanken unternehmen deshalb alles, um fallende Preise zu verhindern. Nachdem das amerikanische Fed mit drei Quantitative Easings, kurz QE, in Sachen Geld drucken vorgelegt hat, lassen nun die Europäische Zentralbank EZB und die Bank of Japan ihrerseits die virtuellen Notenpressen heiss laufen.



## Verwechslung von Symptom und Ursache

Seltsam nur, dass auf der anderen Seite zahllose staatliche Institutionen an verschiedenen Fronten gegen steigende Preise kämpfen, etwa bei Medikamenten oder Mietwohnungen.

Sind steigende Preise also nun gut oder schlecht? Das kommt auf die Perspektive an, etwa ob man Konsument oder Produzent oder Schuldner oder Gläubiger ist. Im Zusammenhang mit den Finanzmärkten handelt es sich bei der akuten Deflationspanik jedoch vor allem um eine Massenhysterie, die auf der Verwechslung von Symptom und Ursache beruht.

Was die Leute zu Recht fürchten, ist die Ursache einer Deflation, nämlich der Kollaps des Bankensystems: Werden die Bankguthaben vernichtet, schrumpft die Geldmenge und die Preise fallen auf breiter Front. Sinken dabei die Preise für typische Bankkredit-Sicherheiten wie Immobilien, kann sich die Negativspirale immer weiter verstärken. Die grosse Deflation der 1930er Jahre ist das Musterbeispiel dafür. Damals brachen die Geldmenge und die Preise um gut 30% ein.

Im Schicksalsjahr 2008, nach dem Zusammenbruch des US-Immobilienmarkts und der Investmentbank Lehman Brothers, drohte eine ähnliche Negativspirale. Durch das aggressive Eingreifen der führenden Notenbanken, allen voran des amerikanischen Fed unter Ben Bernanke, wurde eine Deflationsspirale jedoch verhindert und das Bankensystem gerettet. Das ist moralisch nicht unbedenklich. Eindeutig ist aber, dass in der Folge weder Geldmengen noch Preise spürbar nachgaben und die befürchtete Deflation ausblieb.

Wieso sollte es also jetzt zu einer Deflationsspirale kommen? Die Zentralbanken stehen bereit und haben in Sachen Deflationsbekämpfung längst alle alten Hemmungen und moralischen Bedenken fallen gelassen. In einigen Industrieländern liegen die aktuellen Teuerungsraten zwar Nahe bei null oder leicht im negativen Bereich wie bei -1.1% in der Schweiz. Doch sinkende Preise – das Symptom eines deflationären Bankenkollapses – sollten nicht mit der Ursache selbst verwechselt werden. Die Preise für Öl, Getreide oder Elektrospielzeug fallen auf Grund eines jeweiligen Überangebots und Produktivitätsfortschritten. Da diese Güter generell nicht als Sicherheiten im Bankensystem dienen, droht keine Negativspirale von Zwangsliquidationen und weiter fallenden Preisen.

## Die Bankkredite wachsen endlich wieder

Die Deflationswarner haben insofern recht, dass die tiefe Teuerung gerade in der Eurozone auch Folge eines leicht schrumpfenden Kreditvolumens im Bankensystem war. Doch mittlerweile steigt selbst in Europa die Bankkreditvergabe wieder an. In den USA ist das Kreditwachstum auf dem Weg zum üblichen Niveau in Boomzeiten. Gleichzeitig ist das amerikanische Bankensystem mit Blick auf die Eigenkapitalquoten so robust wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Und selbst in Europa haben die Banken in Sachen Eigenkapital und Selbstfinanzierung beträchtliche Fortschritte gemacht. Das heutige Bankensystem ist definitiv weniger krisenanfällig als 2007 vor der Finanzkrise.

Bei anderen vorausseilenden Indikatoren wie den Einkaufsmanager-Indizes der Industrie oder der Struktur der Zinskurven zeigen sich ebenfalls keine Warnsignale einer drohenden Wirtschaftsabschwächung. Bei den Löhnen macht sich inzwischen zumindest in den USA und Deutschland sogar so etwas wie inflationärer Lohndruck bemerkbar.

## Extreme Rückwärtssicht der Akteure

Generäle bereiten sich immer auf den letzten Krieg vor. Regulatoren bekämpfen die letzte Finanzkrise. Und die Investoren fürchten eine Wiederholung des letzten grossen Crashes. Nur aus dieser extremen Rückwärtssicht vieler Akteure lässt sich verstehen, wieso heute so viel Wirbel um die Gefahr einer Deflationsspirale gemacht wird.

Während wir die Gefahr einer solchen Deflationsspirale für sehr gering erachten, hat die aktuelle Deflationspanik gleichwohl gravierende Folgen für den Anleger. Die grössten

Konsequenzen sind die extreme Positionierung zahlreicher Marktakteure sowie eine inzwischen stark verankerte Neigung der Notenbanken, im Zweifelsfall lieber etwas mehr Inflation zuzulassen.

Der rapide Sturz der Anleihenpreise in den letzten Wochen ist ein Warnzeichen dafür, was passieren kann, wenn die stark einseitigen Wetten auf eine anhaltende Deflations- und Stagnationsphase schief laufen. Auf die ganz lange Sicht mögen die Deflationswarner insofern Recht behalten, dass die hohe Verschuldung vieler Staaten und Privathaushalte potenziell eine Deflationsspirale begünstigt. Doch die intensive öffentliche Auseinandersetzung mit dem Thema fördert mittelfristig eine Lösung des Problems. Erfahrungsgemäss lautet die Lösung in der aktuellen Zentralbanken-Ära der Fiat-Währungen: mehr Inflation.

#### **Konklusionen für Investoren**

1. Verschiebt sich die Marktwahrnehmung weiter weg vom aktuellen Fokus auf Deflation und wirtschaftliche Stagnation hin zu nur schon moderatem Wachstum und/oder ein bisschen Inflation, so sind weitere Kursverwerfungen zu erwarten.
2. Am meisten leiden dürften in seinem solchen Fall, wie schon in den letzten Wochen, deflationsbegünstigte Anlagen wie langlaufende Obligationen und Aktien mit hoher Dividendenrendite.
3. Von einer neuen Reflationswelle begünstigt würden dagegen vor allem Anlagen, die in letzter Zeit ziemlich unpopulär geworden sind: Rohstoffe, Emerging Markets (Währungen und Aktien) oder der Bankensektor und generell zyklische Titel.
4. Das Interessante dabei: Zyklische Titel und Sektoren sind momentan praktisch durchs Band billiger bewertet als ihre stabileren Gegenstücke. Das macht die Wette auf eine Rückkehr der Inflation relativ gesehen umso interessanter.
5. Auf lange Sicht sind Aktien momentan eindeutig die interessanteste Anlageklasse, nicht zuletzt durch ihren inhärenten Inflationsschutz. Kurzfristig besteht jedoch die Gefahr sinkender Bewertungen durch steigende Zinsen beziehungsweise einen höheren Diskontierungsfaktor. Ausserdem dürften nach Jahren mit tiefen Zinsen inzwischen viele Akteure mit stark gehebelten Aktien- und Obligationen-Portfolios unterwegs sein. Kurzfristige Marktverwerfungen sind jedoch aus unserer Sicht Kaufchancen für Aktien, nicht für Obligationen.



## Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen:

### + South32

Neu in unseren Depots ist South32, ein Spin-off von Bergbau-Gigant BHP Billiton. Spin-offs sind eine der ergiebigsten Fundgruben für Value-Investments. Wenn unpopuläre Konzernteile nicht verkauft oder in einem IPO platziert werden können, werden sie über ein Spin-off an die Aktionäre abgestossen. Oft ist der Spin-off zudem sehr klein im Vergleich zum Mutterhaus – viele passive oder indexnahe Investoren verkaufen deshalb die neuen Aktien umgehend. Auf der anderen Seite ist das Management eines von langer Hand angekündigten Spin-offs hoch motiviert, mit guten Nachrichten und Kostensparmassnahmen zuzuwarten, bis man selbst an der Börse entsprechend dafür belohnt wird.

South32 erfüllt alle Voraussetzungen eines attraktiven Spin-offs. Erstaunlicherweise hat das hoch verschuldete Mutterhaus der Tochter kaum Schulden mitgegeben. Die Free-Cashflow-Rendite zum Unternehmenswert liegt bei guten 10% - und das wohl nahe bei einem Boden in den seit Jahren fallenden Rohstoffpreisen. Der Rohstoffmix von Aluminium, Mangan, Nickel, Silber und Kohle ist in unseren Augen zusätzlich interessant, da in diesen unpopulären Bereichen in den letzten Jahren viel weniger investiert wurde als bei Eisenerz, Kupfer und Öl.



Peter Frech  
Fondsmanager

### – Phosagro

In letzter Zeit rechnen alle mit wachsender Nachfrage nach Phosphatdünger und damit steigenden Preisen. Indien würde die Nachfrage besonders anheizen, sagen die Analysten. Und immer wenn alle einer Meinung sind, wird es gefährlich.

Die Aktie der russischen Phosagro haben wir schon länger im Quantex Emerging & Frontier Markets Fund gehalten. Für Russland ist allerdings ein geschätztes Kurs/Gewinn Verhältnis von 6.5 schon fast astronomisch hoch (Gazprom hat eines von 3). Die Dividende von PhosAgro liegt bei tiefen 1.5%, diejenige von Severstal, deren Aktie wir seit einiger Zeit im Fonds halten und immer noch interessant finden, beträgt mit 9.5% ein Vielfaches.

Der Kurs von Phosagro hat sich gut entwickelt, aber eben auch, weil alle höhere Düngerpreise erwarten. Wenn von 17 Analysten 12 eine russische(!) Aktie zum Kauf empfehlen und die anderen 5 bereits sind, sie zu halten, werden wir skeptisch. Wir empfehlen, die Aktie jetzt zu verkaufen.



Maurice Rüegg  
Fondsmanager

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 4. Juni 2015

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bell	Lebensmittel	8	5.2%	2.6%
Carlo Gavazzi	Elektronik	7	10.6%	5.2%
TA Media	Medien	7	11.0%	2.9%
Vaudoise	Versicherungen	7	1.7%	2.2%
Ferrexpo	Eisen/Stahl	6	5.1%	10.8%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
CA Inc	Software	6	8.4%	3.3%
Gamestop	Einzelhandel	6	6.9%	3.1%
Valero Energy	Öl & Gas	6	9.9%	2.3%
Gilead Sciences	Biotechnologie	5	9.9%	0.0%
Bed Bath & Beyond	Einzelhandel	4	6.8%	0.0%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Yara	Chemie	10	3.5%	3.4%
Industrivarden	Finanzdienstl.	8	2.7%	3.5%
Nokian Renkaat	Autoteile	7	8.1%	4.9%
Hannover Rück	Versicherungen	7	16.6%	4.9%
AP Moeller Maersk	Transport	6	3.7%	14.7%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ros Agro GDR	Nahrungsmittel	11	14.6%	10.9%
Hosa International	Haushaltsgüter	10	9.7%	3.9%
Lewis Group	Einzelhandel	10	4.0%	5.6%
Telecom Argent. ADR	Telekom	9	2.3%	6.0%
Korea Real Estate	Immobilien	9	21.9%	1.2%

**Achtung, gefährliche  
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Air France	Freizeit	-7	-4.4%	0.0%
Gol Linhas Aereas	Freizeit	-7	7.6%	0.0%
Wynn Resorts	Freizeit	-7	-3.4%	5.6%
Tesco	Nahrungsmittel	-6	-4.8%	0.6%
Alpiq	Stromerzeuger	-6	5.6%	2.5%

**Unsere favorisierten Länder**

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Singapur	Singapur	-4.5%	MSCI World -0.1%
Hong Kong	Norwegen	-1.4%	
Australien	Australien	-4.4%	
Spanien	Schweden	0.2%	
Schweden	Finnland	2.0%	
Russland	Russland (USD)	7.6%	MSCI Emerging Markets
Ver. Arab. Emirate	Katar (USD)	0.9%	
Katar	Südkorea	-3.2%	

### Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkt 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 acht Anlagefonds, wovon drei zum Teil schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Erfolgsgeheimnis 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 Global Value Fund	CHF	9.6.2015	159.20	-1.0%
Aktive taktische Allokation, quantitativer Ansatz	Quantex Nucleus Fonds	CHF	9.6.2015	68.91	-10.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	9.6.2015	111.35	+6.9%
		USD	9.6.2015	51.01	+1.4%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	9.6.2015	167.87	+7.7%
Anlagen in Rohstoffe mit Futures, Options und Aktien	Quantex Commodity Fund	CHF	5.6.2015	94.25	-2.2%
		USD	5.6.2015	64.63	-2.0%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	9.6.2015	79.84	-5.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	8.6.2015	0.99	+5.3%
		USD	8.6.2015	1.85	+10.8%

**Haftungsausschluss**

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Er dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Bericht genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Der Bericht 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. Anteile der in diesem Bericht erwähnten Anlagefonds dürfen in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. 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 Factsheets genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG  
MARKTGASSE 61  
CH-3011 BERN  
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG  
STOCKERSTRASSE 42  
CH-8002 ZÜRICH  
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

