QUANTEX WERTE
Der monatliche Anlegerbrief

Ausgabe Nr. 58
März 2020

Peter Frech
Fondsmanager

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die falsche Medizin 1
Aktien Plus Minus: Dundee PM und HP Inc 4
Quant-Corner 5
Über Quantex 7

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die laufenden Kursturbulenzen an den Börsen schreiben bereits jetzt Geschichte. Ähnlich wild ging es an den Aktienmärkten nur in der Finanzkrise von 2008 und in den 1930er Jahren zu und her. Das sind Referenzen, die zur Vorsicht mahnen. Das Problem ist nicht der Coronavirus an sich, sondern ein teurer und mit Schulden vollgepumpter Markt, der wenig geeignet ist, um Schocks zu absorbieren. Markttiming ist nicht unser Metier und wir haben keine Ahnung, wann und wie die Krise enden wird. Unser Motto bei der Titelselektion bleibt «Winning by not Losing»: Wir wollen nur Aktien kaufen, welche auch eine längere Rezession oder Kreditkrise überleben können. Eine allfällige rasche Erholung der Weltwirtschaft gäbe es dann geschenkt. Positiv für uns als Stockpicker ist: Die aktuellen Turbulenzen wirbeln die Kurse heftig durcheinander und wir beobachten immer mehr mögliche Bewertungsfehler des Marktes. Bei einigen unseren Aktien sind die Preise stark gefallen, obwohl sich die Fundamentaldaten verbessert haben – bei Goldminen oder Online-Casinos etwa. Auch unsere Tabakaktien oder japanischen Apothekenketten sollten keine ernsten Probleme bekommen. Diese Art Titel kaufen und halten wir gerne weiter. Vorsichtiger sind wir vorerst noch bei zyklischen Unternehmen: Dort stürzen die Kurse und die Fundamentaldaten parallel ab, und es ist im freien Fall oft schwierig, eine wirkliche Unterbewertung zu erkennen. Die Zeit zum Einsammeln gefallener Zykliker wird erst kommen, wenn der Markt die angelaufene Rezession eindeutig eingepreist hat.

Titelgeschichte

Die falsche Medizin

Seit mehr als zwei Jahrzehnten reagieren die Notenbanken auf jede noch so kleine Krise mit Zinssenkungen. Dies mag der Wirtschaft in manchen Fällen geholfen haben. Doch gleichzeitig wurde der Schuldenberg immer höher und das System immer fragiler. Die jahrelange Überdosis an billigem Geld hat dem Patienten mehr geschadet als genützt. Neue Lösungsansätze drängen sich auf.

Als die US-Notenbank Fed am 3. März notfallmässig die Zinsen um 0.5% senkte, reagierten die Aktienmärkte nur für ein paar Minuten positiv darauf. Schon wenig später verpuffte die Massnahme wirkungslos und die Börsen setzten ihren Sinkflug fort. Zu spät, zu wenig, war das Verdikt des US-Anleihenmarkts, der nun eindeutig eine Rezession und weitere massive Zinssenkungen einpreist.

Für jeden offensichtlich wurde in Zeiten des Coronavirus die falsche Medizin verabreicht. Eine Woche später fielen die Aktienmärkte so steil wie seit 2008 nicht mehr auf einen neuen Jahrestiefstand. Was nützen etwas tiefere Zinsen, wenn den Hotels und Reiseveranstaltern, den Airlines und Restaurants schlicht die Umsätze wegbrechen? Die Kreditkosten waren ohnehin seit Jahren tief. Und wie die minimalen Risikoaufschläge zeigen, war es selbst für schlechte Schuldner lange Zeit allzu leicht, an frische Kredite zu kommen.

Die neue Krise mit billigerem Geld eindämmen zu wollen, erscheint geradezu aussichtslos. Die meisten Notenbanken – allen voran die EZB – hatten ja gar nie aufgehört, die letzte Krise mit tiefen oder sogar negativen Zinsen zu bekämpfen. Der europäische Patient kam nie von seiner Morphiumkur weg.

QUANTEX AG

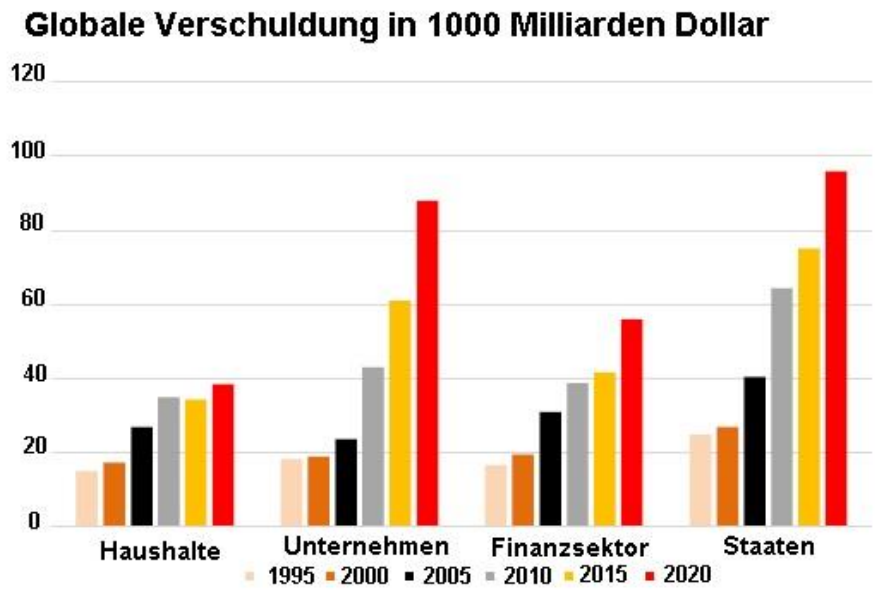
Die Weltwirtschaft ist längst mit billigem Geld vollgepumpt und dürfte auf höhere Dosen der immer gleichen Medizin kaum noch reagieren. Im Gegenteil: Zu tiefe oder gar negative Zinsen haben sich eher als Gift denn als Heilmittel erwiesen.

Der stärkste Kurseinbruch seit der Finanzkrise 2008

So erklärt sich, dass europäische und amerikanische Bankaktien am 9. März ihren stärksten Kurseinbruch seit der globalen Finanzkrise von 2008 erlitten. Offensichtlich nehmen die Investoren die Notenbanker mit ihrem Allheilmittel der Zinssenkungen nur noch als gefährliche Quacksalber wahr.

Der Rückgang der Zinsen auf die Nulllinie entfaltet seine zerstörerische Wirkung, indem er die Margen der Banken schmälert, damit ihr Eigenkapital schwächt und ihnen jeglichen Anreiz nimmt, weitere Kredite zu vergeben. Beispiele für klinische tote Banken dank Nullzins-Überdosis finden sich in der Eurozone und Japan haufenweise.

Das grössere Problem als das serbelnde Bankensystem ist jedoch die gewaltige Schuldenblase, welche dank der anhaltenden Tiefzinspolitik entstanden ist. Die globale Verschuldung erreichte 2019 ein Allzeithoch von 322% der Weltwirtschaftsleistung.



Die Grafik zeigt den Anstieg der weltweiten Verschuldung seit 1995. (Quelle: Bloomberg)

Am meisten neue Schulden gemacht haben die Unternehmen (siehe Grafik oben). Ihre Verschuldung hat sich in den letzten zehn Jahren glatt verdoppelt. In vielen Fällen wurde das Leverage dabei allein erhöht, um mehr Geld über Dividenden und Aktienrückkäufe an die Kapitalgeber ausschütten zu können. Investitionen und Produktivitätswachstum blieben tief.

Die durchschnittliche Kreditqualität der meisten Unternehmensschuldner war schon miserabel, bevor der Coronavirus und die Rezession drohte, ihre Cashflows zu mindern (vgl. Quantex Werte April 2018). Zu Bedenken ist auch, dass die Schulden sehr ungleich verteilt sind. Während amerikanische Techgiganten wie Apple und Google auf Hunderten Milliarden Cash sitzen, sind andere Branchen durchs Band sehr hoch verschuldet.

Hohe Schulden machen Unternehmen – und natürlich auch die Haushalte oder Staaten – verwundbar für unerwartete Schocks. Das ist das Hauptproblem einer Tiefzinspolitik, welche die Wirtschaftsakteure immer zum Schuldenmachen verführen will. Und so reichten nun die Angst vor dem Coronavirus und temporäre Buchungseinbrüche, um die Reise- und Hotelbranche an den Rand des Abgrunds zu bringen.

Ein anderes aktuelles Beispiel ist der Ölsektor. Gerade weil praktisch alle Produzenten auf hohen Nettoschulden sitzen, reagierten die Aktien umso empfindlicher auf den am

Sonntag angekündigten Kampf um Marktanteile zwischen den Grossproduzenten Russland und Saudi-Arabien. In vergangenen Phasen der Ölschwemme hatten die meisten Ölfirmen gute Bilanzen mit viel Nettoliquidität und konnten längere Preiseinbrüche überstehen. Jetzt geht es für den halben amerikanischen Ölsektor ums nackte Überleben – und zwar sofort und unmittelbar, nicht erst längerfristig auf Grund des Trends zu Klimaschutz und weniger Austoss von Kohlendioxid.

Die anhaltend tiefen Zinsen haben zudem dazu geführt, dass darbende Pensionskassen und Sparer sich auf der Jagd nach noch ein bisschen Zins nach immer riskanteren Anlagevehikeln streckten. Abermilliarden flossen in hochriskante Schrottanleihen oder Kredite an überschuldete Private-Equity-Firmen. Viele vom Profil her konservative Anleger wagten sich zudem gerade in den letzten zwölf Monaten zur Unzeit an den Aktienmarkt, getrieben vom allmächtigen Motto: «Es gibt keine Alternative».

Die Märkte waren damit höchst verwundbar und der Coronavirus nur der Dominostein, der die Kaskade ins Rollen brachte. Im Nachhinein ist der Virus eine bequeme Ausrede für die Zentralbanken und viele unvorsichtige Investoren, um sich aus der Verantwortung zu stehlen.

SocGen-Stratege Albert Edwards sieht damit Parallelen zur letzten Finanzkrise: «Im Jahr 2008 führten viele Kommentatoren den Kollaps der Weltwirtschaft auf den Bankrott von Lehman Brothers zurück. Dies war nur eine Ausrede für ihre übermässigen Optimismus und der Versuch, einem exogenen, «unvorhersehbaren» Schock die Schuld an allem zu geben. Genau wie jetzt, war jedoch das Ausmass der Blase das Problem und nicht der unmittelbare Auslöser ihres Platzens.»

Stimmt die These, dass zu tiefe Zinsen die Ursache der aktuellen Probleme sind und nicht deren Lösung, so besteht aus Anlegersicht Grund zu erhöhter Vorsicht. Mit ein paar Zinssenkungen des Fed und ein bisschen mehr Anleihenkäufen der EZB kommen weder die Reisebuchungen zurück noch steigt der Ölpreis. Auch die erhöhte Volatilität an den Märkten wird nicht so bald wieder verschwinden.

Bilanzen bekommen wieder Gewicht

Eine alte Anlegerweisheit besagt: «Bilanzen zählen nur in der Krise». In den Boomjahren interessieren sich die Investoren einzig für Gewinnwachstum und schöne Stories von revolutionären Technologien und neuen Märkten. Bilanzen gelten als weitgehend irrelevant. Gehen die Cashflows zurück und steigen die Kreditaufschläge für schlechte Schuldner, zählen die Bilanzen und Kreditfälligkeiten wieder. Plötzlich werden Aktien dann auf Grund ihres möglichen Liquidationswerts gehandelt und die erhofften Cashflows in fünf oder zehn Jahren interessieren niemanden mehr.

Diese Verschiebung des Zeithorizonts der Märkte und der Aufprall in der Realität des hier und jetzt hat erst begonnen. Es ist eine Chance für Anleger, sich von den Aktien und Anleihen von Firmen mit schlechten Bilanzen zu trennen, so lange das Fenster dazu noch offen ist. Da niemand weiss, wie lange Coronavirus und Rezession noch für Gewinneinbrüche bei den Unternehmen sorgen werden, ist die Bilanz ein zentraler Faktor, um möglichst heil durch die Krise zu kommen. Eine starke Bilanz ist so etwas wie ein gutes Immunsystem gegen unvorhersehbare und ständig mutierende Bedrohungen.

Bei unserer Titelauswahl achten wir deshalb weiterhin stark auf Verschuldung eines Unternehmens. Während man sich damit vor vielen Gefahren des Marktes schützen kann, machen uns die möglichen Zweitrundeneffekte der Krise mehr Sorgen. Wenn die alte Medizin nicht mehr anschlägt, werden die Notenbanken wohl bald dazu übergehen, neue experimentelle Methoden zur Reinflationierung wie Helikoptergeld oder Modern Monetary Theory (MMT) zu testen (vgl. Quantex Werte Mai 2019). Die Risiken und Nebenwirkungen dieser Gegenmassnahmen dürften uns dann noch längere Zeit beschäftigen. (pfr)

Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

Peter Frech
Fondsmanager

+ Dundee Precious Metals

Die kanadische Minenfirmen betreibt eine Gold-Kupfer-Mine in Bulgarien sowie eine kleinere Mine in Armenien und eine Schmelzerei in Namibia. Nach einem grösseren Investitionsschub ist Dundee nun in der Erntephase angekommen und dürfte die nächsten drei Jahre satte Gewinne einfahren. Zum ersten Mal in der Firmengeschichte wurde eine Dividende angekündigt, sie beläuft sich auf aktuell 2%. Der Titel erfüllt alle unsere Wünsche an einen Goldproduzenten: Die Free-Cashflow-Rendite beträgt gegen 20%, die Förderkosten sind tief und die Bilanz ist netto schuldenfrei. Die Aktie ist immer noch erstaunlich günstig, weil wie so oft in der Branche das Investitionsprogramm länger und teurer ausfiel als geplant. Die aktuelle Bewertung macht sowohl relativ zu anderen Minenaktien als auch auf absoluter Basis keinen Sinn. Selbst bei einem deutlich tieferen Goldpreis als heute wird Dundee profitabel bleiben. Die mögliche Upside im gelben Edelmetall kriegt man mit der Aktie derzeit geschenkt.

Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– HP Inc

So schnell kann es gehen: Gerade erst im Quantex Werte von November 2019 hatten wir über den Kauf von Hewlett Packard geschrieben und nun haben wir bereits wieder verkauft. Kurz nach unserem Einstieg machte Xerox ein Übernahmeangebot. Das Management lehnte die Offerte forsch ab und weigerte sich sogar, in Gespräche einzusteigen. Das war dem bekannten Aktivisten und Grossaktionär der beiden Firmen, Carl Icahn, zu viel und er beschwerte sich schriftlich bei HP. Das Management argumentierte, dass der erste Preis von 22 US-Dollar viel zu tief sei und sie glaubten, dass die kombinierte Firma eine zu schwache Bilanz aufweisen würde. Diese Auffassung teilten wir. Als das Angebot auf 24 US-Dollar erhöht wurde und die Aktie knapp 5% unter diesem Stand notierte und damit nahe bei unserem geschätzten Fair Value, beschlossen wir, sie zu verkaufen. Die 5% mögliche Rendite war uns zu wenig, um das Finanzierungsrisiko der Übernahme über unbekannte Zeit zu tragen.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. März 2020

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellevue Group	Finanzdienstl.	6	-18.2%	4.3%
Orell Füssli	Handel	6	33.0%	5.9%
Vontobel Holding	Finanzdienstl	5	-	3.8%
Zehnder Group	Baustoffe	5	3.9%	2.0%
Calida	Kleidung	4	19.8%	2.6%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PulteGroup	Hausbau	8	8.2%	1.2%
Biogen	Biotechnologie	7	12.7%	0.0%
Gilead	Biotechnologie	6	9.1%	3.4%
Bristo-Myer Squibb	Pharma	5	4.5%	2.9%
Intel	Halbleiter	5	7.4%	2.5%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Taylor Wimpey	Hausbau	9	8.9%	9.9%
Polymetal	Goldbergbau	7	2.7%	4.2%
Elisa Oyj	Telekomm.	6	3.7%	3.4%
Bakkafrost	Nahrungsmittel	5	1.2%	2.0%
KGHM	Bergbau	5	5.2%	0.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
RomGaz	Öl & Gas	10	14.6%	11.9%
Copel	Energie	9	5.7%	3.9%
KB Laminates	Chemie	9	10.6%	4.9%
Sberbank	Banken	9	-	6.4%
Aeci	Chemie	9	8.2%	4.9%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Caledonia Mining	Südafrika	11	-0.6%	2.6%
Koza Altin	Türkei	9	30.9%	0.0%
Polymetal	Russland	7	2.7%	4.2%
Ramelius Res	Australien	7	2.9%	1.2%
Highland Gold	Russland	6	6.3%	5.8%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-9	-9.5%	0.0%
IWG	Handel	-8	10.1%	2.2%
Boeing	Luftfahrt	-8	-2.7%	3.6%
Hochdorf	Nahrungsmittel	-8	-7.1%	0.0%
News Corp	Medien	-7	5.2%	2.0%

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-	6.3.2020	**209.55**	-12.2%
		EUR -R-	6.3.2020	**129.00**	-10.0%
		USD -R-	6.3.2020	**138.32**	-9.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	6.3.2020	**185.32**	-3.1%
		USD -R-	6.3.2020	**82.89**	0.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	6.3.2020	**183.49**	-4.8%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	6.3.2020	**87.30**	-14.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	6.3.2020	**1.24**	-5.7%
		CHF -3a-	6.3.2020	**0.96**	-5.7%

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
LINTHESCHERGASSE 17
CH-8001 ZÜRICH
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH