



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Japan war mal ein reiches Land, bekannt für sein hohes Preisniveau. Inzwischen schwärmen alle Reisenden nach Fernost, wie billig alles in Nippon geworden sei. Natürlich ist der Entwicklungsstandard von Japans Industrie und Infrastruktur immer noch extrem hoch. Doch Jahrzehnte der finanziellen Repression haben die Währung immer schwächer werden lassen. Während Japanreisende vom tiefen Yen profitieren, werden die Japaner selbst im globalen Vergleich immer ärmer. Das Durchschnittseinkommen ist seit 2012 von umgerechnet 4000 Dollar im Monat auf gerade mal noch 2240 Dollar gefallen. Das ist etwa gleich viel wie in Spanien. Japan zeigt dem Westen, wie das Endspiel einer anhaltenden Tiefzins-Politik und Währungsabwertung aussieht. Obwohl die Inflation seit 31 Monaten über dem deklarierten Ziel von 2% liegt, weigert sich die Bank of Japan mit Blick auf die hohen Staatsschulden hartnäckig, die Zinsen zu erhöhen. Der Leitzins beträgt nur 0.25%. Kein Wunder suchen die japanischen Sparer ihre Rettung in Fremdwährungsanlagen und machen damit den Yen noch schwächer. Währungsabwertung war noch nie ein Weg zu mehr Wettbewerbsfähigkeit und langfristigem Wohlstand, sonst wären heute Länder wie Argentinien, Italien oder Südafrika an der Spitze der Einkommens-Ranglisten zu finden und nicht Singapur, Norwegen oder die Schweiz. Deutschland dagegen hat den Club der Hartwährungsländer verlassen und eifert mit dem Rest der Eurozone dem japanischen Vorbild nach.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der Fiskus vermiest die Party.....	1
Aktien PlusMinus: Nestlé und Northern Star.....	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Der Fiskus vermiest die Party

Die steigenden Anleihezinsen verderben den Aktienanlegern die Laune. Doch der Bullenmarkt seit September 2022 steht ohnehin auf wackeligen Beinen. Die Dominanz der Fiskalprobleme wird immer offensichtlicher. Nun hängt für die Aktienbörsen vieles davon ab, ob die Unternehmensgewinne so stark wie erwartet zulegen können.

Die Teilnehmer der geplanten Aktienparty 2025 haben die Rechnung ohne den Anleihenmarkt gemacht. Die Zinsen für länger laufende Staatspapiere steigen in allen wichtigen Märkten seit Monaten, obwohl die Notenbanken auf Zinssenkungskurs sind. In den USA begann der 10jährige Treasury mit dem Sprung von 3.6% auf aktuell 4.8% Verzinsung wohl nicht zufällig genau am Tag der ersten Zinssenkung durch die Federal Reserve im September. Die steigenden Langfristzinsen widersprechen der Bullenmarkt-Story von fallenden Zinsen, welche den Aktienmärkten 2025 zusätzlichen Schub verleihen sollten.

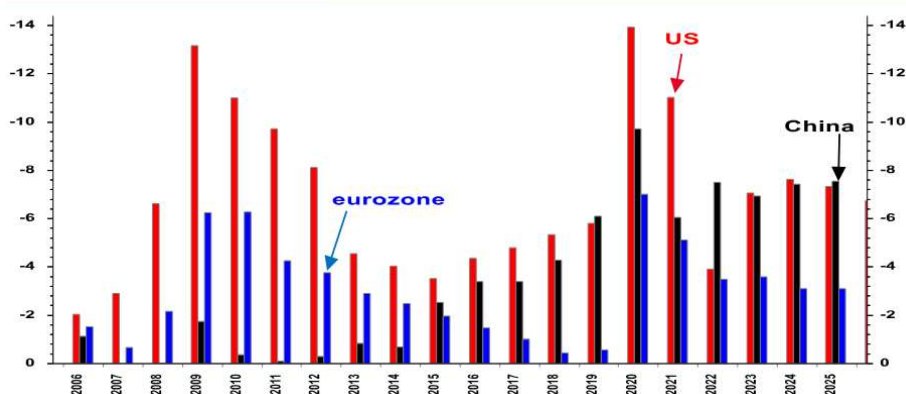
Die Inflation erweist sich sowohl in den USA wie auch in der Eurozone als hartnäckiger als gedacht und von den Zentralbanken gewünscht. Sowohl die Fed wie auch die EZB begannen mit ihren Zinssenkungen bereits deutlich bevor die Teuerung unter die Zielmarke von 2% gefallen war. Man wollte die Zinswende sozusagen herbeireden, auch um die Zinslast der Staatsfinanzen vieler Länder zu verringern. Erreicht hat man das Gegenteil. Inzwischen legen die Preise auf breiter Front wieder zu, getrieben von einer anhaltenden Dienstleistungs-Inflation von 4-5% auf beiden Seiten des Atlantiks. Die Lohn-Preis-Spirale dreht weiter. Die jüngsten Kälteeinbrüche sind sicher nicht hilfreich, da sie zu höheren Energiepreisen führen.



Der Kern des Problems ist, dass die Zentralbanken wie auch viele Anleger den grossen Inflationsschub 2021/22 immer noch als ein transitorisches, also vorübergehendes, Phänomen betrachten und zurück in die gewohnte «Normalität» mit 2% oder gar 0% Zins wollen.

Doch die Welt von 2025 ist nicht mehr dieselbe wie 2015. Seit der COVID-Krise sind die Staatsfinanzen in vielen Ländern aus dem Lot geraten. Die Gesamtverschuldung der OECD-Länder ist von 2019 bis 2023 um 35% auf 54'000 Milliarden Dollar hochgeschossen. Die Defizite türmen sich auch heute trotz guter Konjunktur wie sonst nur zu Krisen- und Kriegszeiten. Albert Edwards, der Stratege von Société Générale, spricht gewohnt unverblümt bereits von «fiskalischer Durchfallerkrankung», welche die meisten Staaten erfasst habe (siehe Grafik unten).

The US and China lead the world in fiscal dysentery



Fiskaldefizite in Prozent des jeweiligen Bruttoinlandprodukts BIP. Innerhalb der Eurozone ist die Bandbreite sehr weit, negativ fällt primär Frankreich mit einem Defizit von 6% auf. (Quelle: SocGen)

Steigende Langfristzinsen und hartnäckige Inflation sind Anzeichen der neuen «Fiscal Dominance»: die Fiskalpolitik der Staaten bestimmt den Wert des Geldes, nicht mehr die Zentralbank. Die Ereignisse der letzten Wochen sprechen deshalb einmal mehr für die Fiskaltheorie des Preislevels über die wir an dieser Stelle schon berichtet hatten (siehe [Quantex Werte Februar 2024](#)).

Westliche Länder gleichen sich Schwellenländern an

Die Dynamik von Zinsen, Währungen und Staatshaushalten in westlichen Ländern wie Grossbritannien, Frankreich und bald vielleicht auch den USA beginnt immer mehr, derjenigen von Schwellenländern wie Brasilien zu ähneln. Gibt der Fiskus zu viel Geld aus und schwindet das Vertrauen in die Nachhaltigkeit des Staatshaushalts, verkaufen die Anleger die langlaufenden Anleihen, die Zinsen steigen und die Währung fällt.

Um diese Spirale zu stoppen, musste die brasilianische Zentralbank die Leitzinsen seit September schon drei Mal erhöhen. Höhere Zinsen machen Druck auf die Regierung, die Ausgaben zu kürzen oder die Steuern zu erhöhen. Das ist der Sinn einer unabhängigen Geldpolitik. Eine Tradition, die jedoch in weiten Teilen der westlichen Welt in Vergessenheit geraten ist.

Theoretisch können die Zentralbanken die Leitzinsen natürlich weiter senken und sogar wieder Staatsanleihen kaufen, um die Zinsen am langen Ende tief zu halten. Man nennt dies «Yield Curve Control». Doch dann setzt typischerweise die Flucht aus der Währung eines Landes erst so richtig ein und die Inflation legt über die Importpreise zu.

Die schrittweise Entschuldung über eine Deckelung der Zinsen und moderate Inflation ist grundsätzlich möglich. Man spricht dabei von Finanzieller Repression, da Sparer und Institutionen wie Versicherungen, die Anleihen halten müssen, indirekt enteignet werden. Doch diese Strategie funktioniert nur bei tiefer Neuverschuldung und möglichst hohem Wirtschaftswachstum. Bei 1% realem Wirtschaftswachstum und 3% Inflation, also

Regierungen können nur die Art ihres Scheiterns wählen

4% nominalem Wachstum, kann ein Land die Schuldenlast im Vergleich zum Bruttoinlandprodukt BIP weg inflationieren, wenn es die Zinsen zum Beispiel bei 2% deckelt. Aber wenn die Neuverschuldung wie derzeit vielerorts 6% des BIP beträgt, wächst der Schuldenberg weiter – eine viel höhere Inflation müsste generiert werden, damit die Repression funktioniert. Am Ende dieses Pfads warten dann abschreckende Beispiele wie Argentinien.

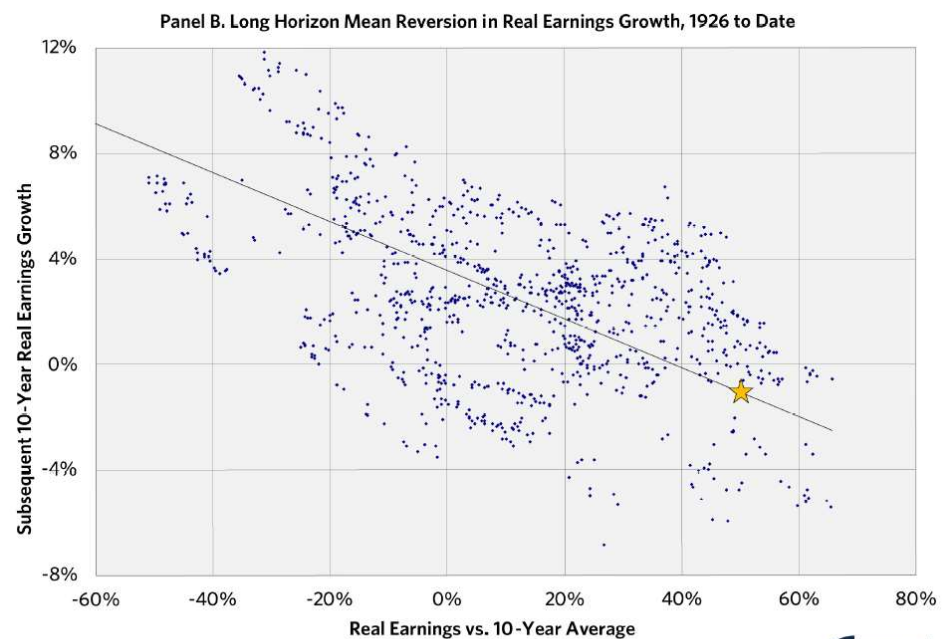
Regierungen stehen deshalb in vielen Ländern vor dem unlösbaren Dilemma, dass sie entweder wie Biden-Harris abgewählt werden, weil sie zu viel Inflation erzeugt haben, oder dass sie wie Macron in Frankreich von den Wählern abgestraft werden, weil sie sich an die Kürzung von staatlichen Leistungen und Steuererhöhungen machen.

Der Kampf zwischen den überschuldeten Staaten, dem Anleihenmarkt und den Zentralbanken dürfte erst so richtig in die Gänge kommen und ein episches Drama mit offenem Ausgang bieten. Sicher ist aber, dass mehr Instabilität auf der makroökonomischen Ebene nicht förderlich für den Aktienmarkt ist. Mehr Steuern oder höhere Zinsen für Unternehmen sind wahrscheinlich.

Der Aktien-Bullenmarkt steht auf wackeligen Beinen

Fällt das Standbein fallender oder zumindest stabiler Zinsen weg, steht der laufende Bullenmarkt bei Aktien auf wackeligen Beinen. Die Unternehmensgewinne müssen 2025 insbesondere in den USA wie prognostiziert zweistellig zulegen, um die hohen Bewertungen der Aktien zu rechtfertigen.

Ein anhaltender Gewinn-Boom, in schöne Stories von AI-Produktivitätszuwächsen verpackt, ist jedoch höchst unwahrscheinlich. Der Aktienmarkt hat in den letzten zehn Jahren bereits massiv von höheren Margen im Tech-Sektor, tiefen Zinsen und fallenden Steuerraten profitiert. Dass alle diese Effekte in der nächsten Dekade nochmals zu Gunsten der Aktien zusammenkommen, widerspricht der historischen Norm. Die Korrelation des realen Gewinnwachstums über 10 Jahre mit den nächsten 10 Jahren beträgt gemäss Berechnungen von Research Affiliates -0.55 (siehe Grafik unten). Eine Gewinn-Flaute folgt früher oder später auf jeden Gewinn-Boom.



Source: Research Affiliates, based on data from Bloomberg, Shiller, Ibbotson, and McQuarrie.



Die Grafik zeigt das reale Gewinnwachstum der US-Unternehmen auf der Horizontalachse im Verhältnis zum Gewinnwachstum in den folgenden zehn Jahren. Der goldene Stern markiert die aktuelle Ausgangslage und impliziert gemäss der Regressionsgeraden, dass die US-Gewinne in den nächsten zehn Jahren real fallen werden. (Quelle: Research Affiliates)

Konklusionen für Investoren

- Auf einen anhaltenden Boom der Unternehmensgewinne zu setzen, widerspricht der historischen Norm von gegenläufigen langfristigen Zyklen. Defensive Qualitätsaktien und Gewinn-Stabilität generell erscheinen uns dagegen momentan zu günstig, weil alle nur noch Wachstumstiteln nachrennen.
- Langlaufende Zinspapiere sind angesichts der miserablen fiskalischen Ausgangslage in den meisten Ländern und immer noch tiefen Zinsen völlig uninteressant und potenziell sogar eine der gefährlichsten Anlagen, wenn es zu finanzieller Repression oder Hochinflationsphasen kommt.
- Gold und Rohstoffe machen als Inflationsschutz und Anlagen ohne Gegenpartei-Risiko weiterhin viel Sinn und gehören darum in unseren Augen in jedes Depot. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Nestlé

Im Dezember haben wir zum ersten Mal seit Auflage des Quantex Global Value Funds die Aktien des Schweizer Lebensmittelriesen Nestlé gekauft. Der Aktienkurs von Nestlé hat sich in den letzten beiden Jahren gegenläufig zum Nasdaq entwickelt und notiert heute auf dem Niveau von 2015. Während der US-Technologie-Index in Schweizer Franken in den letzten 24 Monaten um 80% zulegen konnte, verlor die Nestlé-Aktie über 30%. Es scheint, als wäre der Börse die Lust an stabilen, krisensicheren Cashflows vergangen. Der einstige Anlegerliebling ist heute ziemlich out. Nestlé ist dadurch zu einer freien Cashflow Rendite von 5% zu haben und damit zwar nicht spottbillig, aber für die Qualität und Sicherheit der Cashflows attraktiv. Auch wenn die Fälligkeiten in der Bilanz etwas nah sind, ist die Verschuldung in Ordnung. Zumal Nestlé noch eine 20% Beteiligung (entspricht einem Gegenwert von 35 Mrd. Euro) an L'Oreal hält. Der CEO wurde kürzlich ausgewechselt und das neue Management will die Strukturen verschlanken und den Fokus wieder verstärkt auf die Kernmarken legen. Die Probleme scheinen lösbar, denn Nestlé hat immer noch viele starke Brands und hohe Gewinnmargen. Wir nehmen die Gegenseite der derzeit sorglosen Börsenstimmung ein und kaufen einigen leidgeplagten Nestlé-Aktionären ihre Aktien ab. Vielleicht kommen krisensichere Titel bald wieder in Mode und falls nicht, können wir mit einer stabilen Aktie wie Nestlé und 4% Dividendenrendite im Portfolio auch ganz gut leben.

– Northern Star/De Grey Mining

Grosse Goldfunde in politisch sicheren Ländern sind in den letzten 20 Jahren rar geworden. Das Hemi-Projekt in Westaustralien mit mittlerweile 6 Millionen Unzen an definierten Goldreserven war eine der seltenen Ausnahmen. Doch lange Zeit interessierte sich in einem flauen Goldmarkt niemand für die Junior-Firma De Grey Mining, welche Hemi entdeckt hatte. Wir glaubten jedoch an die Zukunft dieses Grossprojekts und hielten im Quantex Strategic Precious Metal Fund über Jahre eine grosse Position. Im Dezember lancierte dann der mittelgrosse australische Produzent Northern Star sein Übernahmeangebot für De Grey mit einer stattlichen Prämie von 37%. Es handelte sich um ein Gebot allein in Form von Northern-Star-Aktien. Gerne verkauften wir in der Folge einen Grossteil unserer De-Grey-Titel sowie die ganze Position des Fonds in Northern Star. Der Deal zeigt einmal mehr ein fundamentales Problem grösserer Goldproduzenten wie Northern Star: Um überhaupt wachsen zu können oder nur schon ihre schwindenden Reserven zu ersetzen, müssen sie immer wieder neue Goldunzen am Markt mit einer Übernahmepremie einkaufen. Dann müssen die Projekte wie De Greys Hemi auch noch für viel Geld und über Jahre zuerst gebaut werden, bis der erste Cash fliesst. Die Investitionsrechnung geht für Aktionäre der einkaufenden Firma selten auf und zeigt einmal mehr, wieso wir lieber in kleine und mittelgrosse Goldtitel investieren als in die Sektorgiganten.



Peter Frech
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. Januar 2025

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Holcim	Baumaterialien	7	6.3%	3.1%
Vaudoise	Versicherungen	6	17.3%	4.4%
BKW	Elektrizität	5	-0.2%	2.2%
Cembra Money Bank	Banken	5	-	4.7%
Jungfraubahn	Transport	5	3.6%	3.6%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Fox Corp	Medien	8	6.3%	1.1%
Molson Coors	Getränke	8	7.0%	3.2%
Hartford Fin	Versicherungen	7	15.0%	1.8%
Pultegroup	Hausbau	7	5.6%	0.7%
T Rowe Price	Finanzdienstl.	7	6.1%	4.4%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Italgas	Gas	9	2.1%	6.5%
IG Group	Finanzdienstl.	8	15.2%	4.7%
Freenet	Telekomm	8	8.4%	6.4%
AXA	Versicherungen	7	8.2%	5.7%
Heidelberg Mat	Baumaterialien	7	6.8%	2.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Richter Gedeon	Pharma	9	9.4%	4.1%
Sabesp	Wasser	9	7.9%	1.7%
Porto Seguro	Versicherungen	8	-4.9%	4.2%
Grupo Mexico	Bergbau	8	6.2%	4.2%
BB Seguridade	Versicherungen	7	13.3%	7.3%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mineros	Kolumbien	10	23.8%	8.2%
Dynacor	Kanada	9	17.0%	2.3%
Dundee Precious	Kanada	8	12.3%	1.6%
Ramelius Res	Australien	8	17.8%	3.3%
Perseus Mining	Australien	7	16.2%	1.9%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
IWG	Immobilien	-10	14.3%	0.9%
Boeing	Luftfahrt	-9	-4.1%	0.0%
Vestas Wind	Altern. Energie	-9	11.1%	0.0%
Siemens Energy	Maschinen	-7	2.7%	0.0%
Stadler Rail	Fertigungsindustrie	-7	3.5%	4.5%

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 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-	13.1.2025	430.39	+0.3%
		EUR -R-	13.1.2025	289.32	+1.1%
		USD -R-	13.1.2025	289.58	-0.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	13.1.2025	130.76	+0.5%
		EUR -R-	13.1.2025	151.95	+1.2%
		USD -R-	13.1.2025	126.41	-0.6%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	13.1.2025	296.87	+5.3%
		USD -R-	13.1.2025	136.03	+3.8%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz	Quantex Funds – Nebenwerte Schweiz	CHF -R-	13.1.2025	206.67	-0.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	13.1.2025	2.14	-0.5%
		CHF -3a-	13.1.2025	1.68	-0.5%

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

