



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Deutschland plant ein riesiges Aufrüstungsprogramm und der Rest Europas jubiliert. Die Schuldenbremse wird ausgehebelt und die Bundesbank findet es richtig gut. Fehlen nur noch die Partys zur Feier des nächsten Inflationsschubs. «Mögest du in interessanten Zeiten leben», lautet der ominöse chinesische Fluch, der einst von Austen Chamberlain kolportiert wurde, dem Bruder des unglückseligen britischen Premiers Neville Chamberlain. Damals in den 1930er Jahren waren Wiederaufrüstung und Handelskriege auch voll im Trend. Der DAX zeigte sich nach den Ankündigungen geradezu euphorisch. Rüstungsaktien sind die neuen Wachstumsstars. Nur der Anleihenmarkt reagierte leicht gereizt mit einem Zinssprung. Kommt die geplante Neuverschuldung von mehr als 20 Prozentpunkten des BIP tatsächlich durch, schafft Deutschland den Anschluss an die Verschuldungsquoten der anderen Euro-Länder. Ein Grund zum Feiern? Rüstungsausgaben mögen sicherheitspolitisch notwendig sein. Sie sind aber das Musterbeispiel für unproduktive Staatsausgaben, die rein gar nichts zum Wohlstand beitragen. Daneben soll Geld in andere planwirtschaftliche Desaster wie die Infrastruktur für erneuerbare Energien gesteckt werden. Bestenfalls fährt die Deutsche Bahn in zehn Jahren dann wieder pünktlich. Dass sogar viele Ökonomen den Ausgabenschub auf Pump gutheissen, verwundert. Es gibt immer Trade-offs: Während der Staat Panzer bauen lässt, drohen höhere Zinsen vielen Teilen der darbenenden Wirtschaft den Todesstoss zu versetzen, dem privaten Häuserbau zum Beispiel.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Hinter den Zollmauern.....	1
Aktien PlusMinus: Wise und Sendas Distribuidora.....	4
Quant-Corner .....	5
Über Quantex.....	7

## Titelgeschichte

### Hinter den Zollmauern

**Der globale Handelskrieg eskaliert. Strafzölle als Gegenmassnahmen erscheinen vielen Politikern patriotische Pflicht. Vor allem aber steigt die Versuchung, die heimische Industrie zu protegieren. Ländern hinter den Zollmauern drohen Stagnation und Inflation, die Historie ist hier eindeutig. Das hat Konsequenzen für Investoren, besonders am Anleihenmarkt.**

Die Börse brach deutlich ein, als der Präsident die neuen Zölle in Kraft setzte. Die Verordnung war das Startsignal für die Verbreitung des Protektionismus über die ganze Welt. Die Märkte und die internationale Arbeitsteilung wurden behindert und die amerikanischen Konsumenten weiter belastet. Das Jahr war nicht 2025, sondern 1930. Der Bericht stammt aus Murray Rothbards Standardwerk «America's Great Depression».

Damals hatte der Kongress die Smoot-Hawley-Zölle beschlossen und Präsident Hoover sie abgesegnet. Heute kann Präsident Trump sie allein mittels Verordnung etablieren. Die durchschnittliche Zollquote steigt damit in den USA auf den höchsten Stand seit den 1930er und 1940er Jahren (siehe Grafik nächste Seite).

Die Frage, wie sehr die neuen amerikanischen Zölle die internationale Arbeitsteilung dieses Mal schädigen werden, ist noch offen. Gut möglich, dass Trump schon bald wieder einen seiner Rückwärtssaltos hinlegt. Aber der globale Trend zu mehr Protektionismus ist zumindest in westlichen Industrieländern deutlich erkennbar. Schliesslich hatte auch die EU kürzlich eine ganze Reihe von Zöllen gegen China erhoben, besonders gegen die Einfuhr von Elektroautos.





Die Linie zeigt die effektiven Zölle in Prozent der Einfuhren in die USA seit dem Jahr 1900 sowie als farbige Balken rechts den geplanten Anstieg auf das höchste Niveau seit den 1940er Jahren. (Quelle: Bloomberg)

**Zölle erhöhen die Preise und vermindern die Produktivität**

Spätestens seit dem WTO-Eintritt 2001 ist die rapide Industrialisierung Chinas die grösste deflationäre Kraft auf der Welt: Zuerst nur für einfache Güter wie Kleider, Plastikware und Konsumelektronik. Heute liefert China günstige Autos, pharmazeutische Grundstoffe, Baumaschinen, Schiffe, Züge und sogar Nuklearreaktoren. Schon bald werden es Flugzeuge, High-End-Computerchips, Roboter und Biotech-Produkte sein.

Länder, die sich über Zölle dieser deflationären Kraft Chinas verschliessen, werden es fast zwangsläufig mit höheren Inflationsraten bezahlen. Nach den Berechnungen von Empirical Research werden die US-Konsumentenpreise durch Trumps Zölle um rund 0.75 Prozentpunkte anziehen.

Eine aktuelle Studie des amerikanischen National Bureau of Economic Research (NBER) bestätigt diese Gefahr: Zölle erhöhen die Preise und vermindern den Lebensstandard. Zudem senken Zölle die Produktivität in den beschützten Sektoren. Wer sich nicht im globalen Wettbewerb behaupten muss, wird träge und schröpft die ihm ausgelieferte Kundschaft. Da Zölle über Gedeih und Verderb ganzer Wirtschaftszweige entscheiden, fördern sie Lobbyismus und Günstlingswirtschaft beim Staat.

Ironischerweise eignen sich Zölle ganz entgegen Trumps Absichten wenig zur Reduktion des US-Handelsdefizits. Globale Daten zeigen gemäss Bloomberg, dass Länder mit hohen Zollquoten in der Tendenz auch höhere Handelsdefizite aufweisen.

Die Hoffnung, mit den Zöllen zumindest den Aufstieg des globalen Rivalen China zu bremsen, ist ebenfalls illusorisch. Der Handelsüberschuss Chinas hat 2024 mit fast 1000 Milliarden Dollar ein neues Rekordniveau erreicht. Nur noch rund 15% der chinesischen Exporte gehen in die USA, der tiefste Stand in 30 Jahren. Die Hälfte der Ausfuhren geht bereits in Emerging Markets.

**Die Entkopplung droht am Finanzmarkt**

Wirksam sind die Zölle jedoch darin, die amerikanischen Handels- und Bündnispartner vor den Kopf zu stossen, allen voran Kanada, Mexiko und die EU. Die USA sind das grösste Schuldnerland der Welt. Eine Gefahr von Trumps Politik ist es, den Ausländern den Kauf von amerikanischen Assets zu vergraulen. Neben US-Staatsanleihen waren das vor allem Aktien. Die Netto-Investitionsposition der USA hat sich gemäss dem Internationalen Währungsfonds seit 2020 um satte 12'000 Milliarden Dollar verschlechtert auf jetzt -23'600 Milliarden Dollar. Das heisst, Ausländer haben für diese gewaltige Summe mehr Investments in den USA als die Amerikaner auf dem Rest der Welt.

Überspitzt gesagt haben die Amerikaner die letzten Jahre Tesla- und Microsoft-Aktien ins Ausland verkauft, um damit ihre Luxustrips nach Santorini und Paris zu finanzieren. Der amerikanische Staat hat mit den grössten Fiskaldefiziten seit dem Zweiten Weltkrieg

ebenfalls Milliarden aus aller Welt eingesaugt. Doch was geschieht, wenn die sprichwörtliche «Kindness of Strangers» endet? Wenn östliche Zentralbanken und europäische Finanzkonzerne weniger US-Staatspapiere halten wollen? Oder wenn deutsche Sparer lieber Rheinmetall- statt Nvidia-Aktien kaufen?

Wir beobachteten an dieser Stelle den fantastischen Anstieg des US-Aktienmarktes auf einen Anteil von 65% des globalen Börsenwerts schon länger kritisch (siehe Grafik). Es ist gut möglich, dass mit dem euphorischen Rally nach Donald Trumps Wahl der endgültige Gipfel im «US Exceptionalism» erreicht wurde.



Die Grafik zeigt den Anteil des MSCI USA am weltweiten MSCI All Countries Index. Zuletzt machten US-Titel 65% der globalen Börsenkapitalisierung aus. (Quelle: Jefferies)

Die Grafik zeigt auch den zyklischen Verlauf des relativen Anteils von US-Aktien an den Weltbörsen. Der letzte Gipfel war interessanterweise 2003, als mit George W. Bush schon einmal ein amerikanischer Präsident mit übersteigertem Selbstbewusstsein das Schicksal herausforderte und mit der Invasion des Irak viel internationalen Goodwill verspielte. Es folgten Jahre mit Dollar-Schwäche und steigender Staatsverschuldung. Die Ziele zur Verbreitung der Demokratie und Menschenrechte im Irak und Afghanistan wurden dagegen nie erreicht. Kriege haben ihre eigene unberechenbare Dynamik, Handelskriege auch.

**Konklusion für die Auswahl von Staatsanleihen**

Bei der Auswahl von Staatsanleihen spielt wie bei jedem Kreditgeschäft die langfristige Glaubwürdigkeit des Schuldners eine grosse Rolle. Gemäss der Fiskaltheorie des Preisniveaus hat dies direkte Auswirkungen auf den Wert des Geldes, sprich die Inflation (siehe [Quantex Werte Februar 2024](#)). Aus dieser Optik verlieren der Dollar und US-Papiere derzeit an Ansehen.

Andere grosse Probleme vieler westlicher Industrieländer sind die schlechte Demografie, welche über das Rentensystem die Haushaltslöcher vergrössert, und neuerdings vermehrt die geplante Wiederaufrüstung, die grosse Summen verschlingt, ohne Produktivitätsgewinne zu bringen. Verschanzt sich ein Land dann noch hinter Zollmauern und blockt die deflationäre Kraft billiger Importe aus Ländern wie China ab, ist mehr Inflation praktisch garantiert. Sowohl europäische wie amerikanische Staatsanleihen sind vor diesem Hintergrund wenig interessant und locken auch nicht mit besonders hohen Zinsen. Die Zollmauern werden dort am meisten hochgezogen.

Industrieländer wie Australien, Kanada, die Schweiz oder Singapur dagegen weisen tiefere Verschuldungen, eine bessere Demografie dank Einwanderung und vor allem keine Abschottungspolitik mit Zöllen auf. Grosse Aufrüstungsprogramme sind auch nicht geplant oder erforderlich. Dasselbe gilt noch viel mehr für Schwellenländer wie Brasilien, Mexiko oder Indonesien. (pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel  
Aktienanalyst

### + Wise

Im Februar haben wir die Aktien des britischen Fintechs Wise gekauft. Das Unternehmen wurde im Jahr 2011 von zwei Esten gegründet. Taavet Hinrikus war der erste Mitarbeiter von Skype, bekam sein Salär in Euro und hatte den Grossteil seiner Ausgaben in Pfund, da er in London lebte. Kristo Käärmann arbeitete in London und musste regelmässig Euros für die Bedienung einer Hypothek nach Estland schicken. Beide waren genervt von den hohen Gebühren (bis zu 5%) und der langen Dauer (bis zu einer Woche) der Geldtransfers über Banken. Also begannen sie, ihr Geld untereinander zum aktuellen Wechselkurs zu tauschen. Da viele Leute in ihrem Umfeld das gleiche Problem hatten, gründeten sie Transferwise, aus dem später Wise wurde. Die Mission von Wise ist es, die Gebühren über die Zeit auf Null zu reduzieren. Dabei verfolgt die Firma das Prinzip der geteilten Skaleneffekte. Einfach gesagt, je mehr Nutzer Wise nutzen, desto tiefer wird die Gebühr und desto attraktiver ist Wise für neue Kunden. Dadurch entsteht ein sich selbst verstärkender Effekt. Geld will Wise mit anderen Dienstleistungen wie Debitkarten und einem kleinen Zins-Spread auf den Kundeneinlagen verdienen. Und diese Strategie funktioniert hervorragend. Ohne viel Werbung zu schalten hat Wise mittlerweile 12.8 Millionen aktive Nutzer. Die Umsätze sind seit 2019 um 45% pro Jahr gestiegen, der Gewinn sogar um über 100% pro Jahr. Im Gegensatz zu etlichen neuen Fintechs war Wise von Anfang an profitabel und hat beim Börsengang kein Kapital aufgenommen. Die Bewertung der Aktie ist für die hervorragenden Wachstumsaussichten mit einer Free-Cashflow-Rendite von aktuell 5% erstaunlich attraktiv. Wise hat zudem eine Milliarde Nettocash in der Bilanz. Wir kaufen die Aktie auch, weil bald die ersten Dividenden oder Aktienrückkäufe getätigt werden könnten.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

### – Sendas Distribuidora (Assai)

Jetzt geht es ans Beichten: Sendas war ein Investmentfehler, den wir vermeiden hätten müssen. Aus unserer Sicht gibt es bei jedem Unternehmen zwei Risikoebenen: Auf der operativen Ebene müssen wir die Zyklizität und Businessqualität einschätzen. Hier ist es in Ordnung, Fehler zu machen. Bei der Beurteilung der Bilanzqualität auf der finanziellen Ebene haben wir den Anspruch, keine groben Fehler zu machen. Genau dies ist uns bei der Aktie passiert. Assai ist der grösste Cash-and-Carry Markt in Brasilien. Zum Investmentzeitpunkt war die Schuldenlast relativ gross, weil 71 Läden der einstigen Muttergesellschaft Casino abgekauft wurden. Zudem waren die Schulden variabel verzinst, was wir normalerweise nicht gut finden. Bei Sendas war es für uns aber ein positiver Faktor, weil die Leitzinsen in Brasilien zu dem Zeitpunkt 12% betragen und am Sinken waren. Deshalb hatten wir eine neuerliche Zinserhöhung als unwahrscheinlich betrachtet und erwartet, dass Sendas die Schulden rasch abbauen könnte. Dann kam Präsident Lula mit seinem Ausgabenprogramm und die brasilianische Notenbank hat richtigerweise mit Zinserhöhungen reagiert. Dies hat unseren Investment Case völlig auseinandergenommen, weil die Zinszahlungen so gross wurden, dass kaum Geld übrigblieb, um Schulden abzahlen. Wir hätten dieses Risiko stärker gewichten müssen. Dies haben wir aber nicht gemacht und verkaufen jetzt mit Verlust, um noch Schlimmeres zu verhindern.

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. März 2025

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Jungfraubahn	Transport	7	3.4%	3.5%
CPH Group	Chemie	7	5.9%	5.6%
BKW	Elektrizität	6	-0.2%	2.1%
Luzerner KB	Banken	6	-	3.6%
Orell Füssli	Dienstleistungen	6	22.5%	4.8%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Chevron	Öl & Gas	7	5.9%	4.0%
Molson Coors	Getränke	7	7.0%	2.9%
Paccar	Autohersteller	7	6.1%	3.8%
Regions Financial	Banken	6	-	4.5%
Fox Corp	Medien	6	6.3%	1.0%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Kemira	Chemie	8	9.2%	3.1%
Teleperformance	Computer	8	14.0%	3.8%
MedioBanca	Banken	8	-	6.2%
Tenaris	Metalverarb.	8	12.1%	3.6%
Brit Amer Tobacco	Tabak	8	7.9%	7.5%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Sabesp	Wasser	9	7.4%	1.6%
KT&G	Tabak	9	1.0%	8.6%
Richter Gedeon	Pharma	8	13.3%	4.2%
Grupo Mexico	Bergbau	8	8.5%	4.5%
WH Group	Nahrungsmittel	8	10.1%	5.1%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mineros	Kolumbien	10	28.2%	7.7%
Dynacor	Kanada	9	15.8%	2.6%
Dundee Precious	Kanada	9	6.9%	1.3%
Gold Fields	Südafrika	8	4.1%	2.0%
OceanaGold	Kanada	7	11.1	0.7%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Vestas Wind	Altern. Energie	-7	12.4%	0.0%
Stadler Rail	Fertigungsindustrie	-7	3.2%	4.0%
MGM Resorts	Hotels	-6	7.8%	0.0%
Match Group	Internet	-6	8.1%	0.6%
Boeing	Luftfahrt	-6	-9.2%	0.0%

**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-	13.3.2025	<b>435.72</b>	+1.6%
		EUR -R-	13.3.2025	<b>285.78</b>	-0.2%
		USD -R-	13.3.2025	<b>303.76</b>	+4.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	13.3.2025	<b>132.80</b>	+2.1%
		EUR -R-	13.3.2025	<b>150.57</b>	+0.3%
		USD -R-	13.3.2025	<b>133.02</b>	+4.6%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	13.3.2025	<b>338.02</b>	+19.9%
		USD -R-	13.3.2025	<b>162.17</b>	+23.8%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz	Quantex Funds – Nebenwerte Schweiz	CHF -R-	13.3.2025	<b>216.69</b>	+4.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	13.3.2025	<b>2.23</b>	+3.4%
		CHF -3a-	13.3.2025	<b>1.74</b>	+3.4%

**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](http://WWW.QUANTEX.CH)

