



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Der Strike des Trump-Puts für den Aktienmarkt liegt wohl tiefer als gedacht – falls es ihn überhaupt gibt. «Ich bin der Präsident für die Arbeiter, nicht für die Outsourcer. Ich stehe für die Main Street ein, nicht die Wall Street», machte Trump erneut klar. Die Hoffnung, der fallende Aktienmarkt werde den Zoll-Zirkus bald beenden, hat sich damit fürs erste erledigt. Trotz nervösen Börsen sind Trumps Zustimmungswerte noch gut. 39% aller Amerikaner halten überhaupt keine Aktien. Die Zentralbank wird sich hüten, allzu bald stützend einzugreifen, um zumindest den Anschein von etwas Unabhängigkeit von Trump zu wahren. Gleichwohl gab es einen Punkt, als die US-Regierung, angeführt von Finanzminister Bessent, nervös wurde und einen Rückzieher einleitete: Als die Zinsen auf den 10jährigen Staatsanleihen durch die Decke gingen. Es war der steilste Zinsanstieg seit 25 Jahren. Damit bewahrheitete sich das alte Diktum, dass der Anleihen-Markt jeden einschüchtern kann. Wie Arthur Kroeber von Gavekal richtig beobachtet hat, wird der Anleihenmarkt letztlich bestimmen, einen wie grossen Zoll-Knüppel Trump schwingen kann. Die Dynamik dahinter ist die Frage, wie lange die Ausländer, welche die letzten Jahre netto mehrere 1000 Milliarden zusätzlich in den USA investiert hatten, den Zirkus noch mitmachen. Dass plötzlich der Dollar, amerikanische Anleihen und Aktien miteinander fallen, spricht dafür, dass eine breite Absatzbewegung aus US-Anlagen bereits begonnen hat. Solche positiven Korrelationen sind sonst nur bei einer Flucht aus schlingernden Emerging Markets üblich.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Vom Ende des Imperiums	1
Aktien PlusMinus: Medpace und Lululemon	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Vom Ende des Imperiums

Das Ende der Pax Americana ist eingeläutet. Die jahrzehntelange Ausrichtung von Exporten und Finanzströmen aus aller Welt auf das imperiale Zentrum ist damit überholt. Die Rückkehr der Nationalstaaten und einer multipolaren Weltordnung machen die Diversifikation wieder grossartig.

Künftige Historiker werden sich darüber streiten, was den Untergang der «Pax Americana» herbeigeführt hat, des globalen Friedens unter dem Auge der USA als «wohlwollender Hegemon». Die naheliegende Argumentation, alles sei nur das mutwillige Werk von Donald Trump, greift zu kurz und ist dem politischen Lagerdenken geschuldet. Längerfristige historische Trends sind am Werk. Auch über die Gründe für das Ende des Römischen Reiches wird heute noch debattiert. Gewisse Parallelen der USA zum alten Rom sind unverkennbar:

- ✓ **Das Imperium hat Mühe, den Frieden aufrechtzuerhalten.** Die USA können die Aggression Russlands an der Ostgrenze nicht eindämmen. Und es erscheint zunehmend zweifelhaft, ob Amerika den Inselstaat Taiwan ernsthaft gegen China verteidigen könnte. Die Vasallenstaaten des Imperiums müssen sich überlegen, wie sie notfalls alleine zurechtkommen.
- ✓ **Die Wehrtüchtigkeit des Imperiums lässt nach.** Die US-Armee erfüllt seit Jahren ihre Rekrutierungsziele nicht mehr. Viele Rekruten sind Einwandererkinder. Der Dienst in Uniform wird von den alteingesessenen Eliten als etwas für Verlierer aus «Fly-over Country» angesehen.



Der letzte US-Präsident, der aktiv Dienst geleistet hatte, war George Bush Senior, der 1992 abgewählt wurde.

- ✓ **Das Imperium kann die Handelswege nicht sichern.** Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs garantierte die US-Navy die Seewege und ermöglichte damit die zweite grosse Globalisierungswelle des Handels nach der Pax Britannica des 19. Jahrhunderts, welche im Ersten Weltkrieg untergegangen war. Heute bekundet die US-Navy beträchtliche Mühe, nur schon mit den Houthi-Milizen im Jemen fertig zu werden. Diese gewinnen mit einfach gebauten Drohnen für ein paar Tausend Dollar die Abnutzungsschlacht im Roten Meer gegen die Navy, welche mit ihren millionenteuren Raketen aus Mangel an Vorräten bereits haushalten muss. Die chinesische Flotte wächst zudem rapide und ist, was die Zahl der Schiffe angeht, bereits grösser als die amerikanische. Die USA verfügen kaum noch über Schiffswerften. Chinas Werftkapazitäten sind 200 Mal grösser.
- ✓ **Die Kernlande des Imperiums sind wirtschaftlich ausgehöhlt.** In einem Imperium, das den Frieden und die Handelswege aufrecht erhält, ist es egal, woher die Güter für die Konsumenten in den Kernlanden stammen. Der im Zentrum konzentrierte Reichtum führt dazu, dass mit der Zeit die Abhängigkeit von billig in den Provinzen hergestellten Waren wächst. Die Produktion in den Kernlanden ist nicht mehr wirtschaftlich und verlagert sich in die Peripherie. Im Jahr 2000 betrug der Anteil der US-Industrieproduktion an der Welt gemäss UN-Statistiken noch 25% und war damit drei Mal so gross wie der Anteil Chinas. Heute ist die Industrieproduktion Chinas doppelt so gross wie die der USA.
- ✓ **Die Währung des Imperiums wankt.** Der US-Dollar war seit der Konferenz von Bretton Woods 1944 die unbestrittene Weltwährung. Fast alle Länder waren gerne bereit, ihren Handel auch untereinander in Dollar abzuwickeln und den Greenback als Reservewährung zu halten. Doch wenn in den Provinzen Bedenken bezüglich der Wehrtüchtigkeit oder dem Verteidigungswillen des Imperiums aufkommen, leidet das Vertrauen in seine Währung. Kommen dann noch Zweifel an der Zahlungsfähigkeit oder der Rechtssicherheit des Imperiums hinzu, erfolgt zwangsläufig die Suche nach Alternativen. Das Horten von Gold ist ein beliebter Ausweg, wenn das Vertrauen in Währungen schwindet.
- ✓ **Das Imperium ist überschuldet.** Teure Kriege in der entlegenen Peripherie und vor allem die steigenden Ansprüche der Bürger im Zentrum in Sachen Brot und Spiele haben zu einer massiven Überschuldung des US-Staatshaushalts geführt. Zum ersten Mal in ihrer Geschichte geben die USA mehr Geld für Schuldzinsen als für die Armee aus. Damit wachsen die Zweifel an der militärischen Leistungsfähigkeit und die Gefahr von Währungsabwertungen – was wiederum das Halten der Währung weniger attraktiv erscheinen lässt und den Prozess beschleunigt.
- ✓ **Kulturelle Dekadenz und interne Zerstrittenheit bedrohen das Imperium.** Der anhaltende «Culture War» um die gesellschaftlichen Werte, der Streit darüber, was überhaupt den Kern und die Rolle des Landes in der Welt ausmacht sowie zunehmend gehässiger geführte Wahlkämpfe bis hin zur totalen Verteufelung des politischen Gegners bedrohen den internen Zusammenhalt der USA.

Der rasche Wechsel des Trends an den Märkten vom Hochgesang auf den «American Exceptionalism» nach Trumps Wiederwahl im November hin zu Zweifeln auf breiter Front an der Zuverlässigkeit des Landes, seiner Währung und seiner Aktienmärkte mag abrupt erscheinen. Doch solche Stimmungsumschwünge sind in an den Finanzmärkten wie auch in der Politik nicht ungewöhnlich. Oft handelt es sich um schon seit geraumer Zeit anhaltende fundamentale Trends, die einfach lange Zeit ignoriert wurden oder es galt als lächerlich oder gar moralisch tabu, diese Entwicklungen anzusprechen.

Dann genügt ein einzelnes Ereignis oder eine Beobachtung und alle sehen plötzlich auf einen Schlag, was für alle anderen auch offensichtlich geworden ist. Es ist danach nicht mehr möglich, das Gesehene ungesehen zu machen.

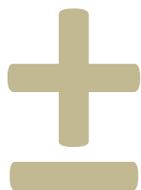
Ein Beispiel für diesen Effekt war die Wahlkampfdebatte zwischen Joe Biden und Donald Trump vergangenen Juni. Natürlich hatten viele Leute schon vermutet, dass Biden mit Altersdeilität kämpft. Andere waren davon überzeugt, hielten es aber nicht für opportun, diese Meinung zu äussern, da man dafür als «rechtsextremer Verschwörungstheoretiker» angesehen werden konnte. Erst als mit der TV-Debatte für alle offensichtlich wurde, dass Biden debil ist und dass es auch alle anderen gesehen haben mussten, dass er debil ist, konnte jeder dazu stehen und einen Austausch des Kandidaten fordern. Solche Kipp-Effekte, wo plötzlich alle sehen, dass der Kaiser keine neuen Kleider trägt und es auch alle anderen wissen müssen, sind an den Finanzmärkten nicht selten und meist von grösserer Tragweite.

Das Ende der USA als imperiales Zentrum, dass die Sicherheit seiner Vasallen garantiert, ist nun offenbar geworden. Das Ende des US-Dollars als unbestrittene Reservewährung der Welt steht ernsthaft zur Diskussion. Das simple aber höchst erfolgreiche Rezept zu Outperformance über die letzten 15 Jahre gerät ebenfalls ins Wanken: einfach möglichst viel Geld in US-Aktien, vorzugsweise Tech, zu investieren.

**Donald Trump macht
Diversifikation wieder
grossartig**

Die Implikationen dieser Beobachtung sind weitreichend. Wie wir in den turbulenten ersten April-Tagen bereits gesehen haben, nehmen die Korrelationen der globalen Finanzmärkte mit dem US-Markt ab. Die Peripherie entkoppelt sich vom imperialen Zentrum. Teilweise wurden die Korrelationen sogar negativ und US-Treasuries sowie der US-Dollar erfüllten nicht mehr ihre historische Funktion als «Sicherer Hafen» in der Krise. Dies alles spricht dafür, dass in Zukunft richtige Diversifikation weg von Amerika-überlastigen Portfolios wieder lohnend oder sogar erfolgsentscheidend wird.

Das bedeutet aber nicht, dass die USA bald ihren Status als Supermacht und globale Leitkultur verlieren werden. Das Römische Reich und das Britische Imperium verschwanden ebenfalls nicht über Nacht. Britische Aktien waren trotzdem noch lange und teilweise bis heute ein lohnendes Investment. Wir gehen deshalb weiterhin auf die Suche nach attraktiven US-Aktien. Vorsichtiger sind wir dagegen beim Halten von US-Anleihen und unnötiger Liquidität im Dollar. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Medpace

Medpace ist eine amerikanische Contract Research Organization (CRO), welche klinische Studien für die Zulassung von Medikamenten durchführt. Über die letzten 30 Jahre wurden immer mehr der Studienarbeiten durch die Pharmakonzerne extern vergeben, weil die CROs den Zulassungsprozess im Schnitt von 10 Jahre auf 7 Jahren reduzieren. Diese Zeiteinsparung ist enorm wertvoll für die Pharmaindustrie, da der Patentschutz bei der Anmeldung des Moleküls startet. Medpace ist die einzige Firma in der zunehmend konsolidierten CRO-Industrie, die nur Full-Service-Lösungen anbietet. Das heisst, sie machen alles über Suche der Probanden, Durchführung der Studien, Rechtliches usw. Die Firma wird immer noch vom Gründer August Troendle geführt, der 19% aller Aktien hält. Das Unternehmen konnte den Gewinn pro Aktie über die letzten 10 Jahre um jährlich mehr als 30% steigern. Gleichzeitig sind die Insider in der Kapitalallokation hervorragend und machen Aktienrückkäufe nur dann, wenn die Aktie wirklich günstig ist. Wie hat jetzt so eine Wachstumsaktie den Weg in unsere Portfolios gefunden? Das Wachstum der Branche hat gelitten, weil viele Studien für Impfstoffe gestoppt wurden und weniger Venture Capital in Biotech Start-ups geflossen ist. Damit droht den CRO ein Umsatzrückgang. Deshalb ist die Aktie gefallen und das Management hat wieder begonnen, Aktien zurückzukaufen. Wir glauben, dass Medpace heute ein wunderbares Geschäft zu einem fairen Preis darstellt und deshalb kaufen wir.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Lululemon

Im März haben wir uns von den Aktien des Sportartikelherstellers Lululemon verabschiedet. Die Kanadier rutschten im August 2024 in die Kaufzone, nachdem der Hersteller von Yoga-Klamotten wegen einer Verlangsamung seiner Wachstumsrate abgestraft wurde. Die Aktie wanderte in unsere Depots, weil sie viele Attribute hat, die wir mögen: Eine schuldenfreie Bilanz, organisches Wachstum und ein grosszügiges Aktienrückkaufprogramm. Die tiefen Erwartungen der Börse konnte Lululemon in der Folge übertreffen und die Aktie erholte sich. Gleichzeitig mussten wir unseren fairen Wert reduzieren, da die Wachstumsschwäche in den USA nachhaltiger scheint und somit unsere Wachstumsannahmen wahrscheinlich zu optimistisch waren. Wir verkaufen die Aktie nahe unseres fairen Werts, auch weil uns die aktuelle freie Cash-Flow Rendite von 5% nicht für die beträchtlichen Risiken rund um drohende Import-Zölle und einer Rezession in den USA entschädigt.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. April 2025

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Orell Füssli	Dienstleistungen	9	15.1%	4.2%
Jungfraubahn	Transport	6	7.7%	3.5%
Cembra Money	Finanzdienstl.	6	-	4.3%
Coltene	Gesundheit	5	6.5%	3.6%
Zurich Versicherungen	Versicherungen	5	6.7%	4.8%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Fox Corp	Medien	8	6.7%	1.0%
Coterra Energy	Öl & Gas	6	5.4%	3.3%
Globe Life	Versicherungen	6	10.4%	0.8%
Altria	Tabak	5	7.4%	7.2%
Bank NY Mellon	Banken	5	-	2.3%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mapfre	Versicherungen	8	19.8%	6.0%
Brit Amer Tobacco	Tabak	8	8.0%	7.7%
Generali	Versicherungen	7	28.4%	4.4%
Plus500	Finanzdienstl..	7	17.9%	6.1%
FreeNet	Telekomm	6	7.4%	5.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Magyar Telekom	Telekomm	10	10.9%	3.0%
KT&G	Tabak	9	0.9%	8.2%
Sabesp	Wasser	8	8.1%	1.4%
WH Group	Nahrungsmittel	8	5.4%	8.2%
Richter Gedeon	Pharma	7	13.4%	4.3%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mineros	Kolumbien	10	24.7%	6.9%
Dundee Precious	Kanada	9	6.5%	1.2%
Ramelius Resources	Australien	9	21.8%	4.4%
Gold Fields	Südafrika	7	3.6%	2.4%
OceanaGold	Kanada	7	9.4	0.6%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Lanxess	Chemie	-8	3.5%	0.4%
Starbucks	Einzelhandel	-8	3.8%	2.7%
Vestas Wind	Altern. Energie	-7	14.9%	0.0%
Georg Fischer	Maschinen	-6	2.9%	0.7%
Swiss Steel	Eisen & Stahl	-6	-37.0%	0.0%

Quantitative Screenings bei Quantex – Auslesen 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.

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	15.4.2025	409.38	-4.5%
		EUR -R-	15.4.2025	278.29	-2.8%
		USD -R-	15.4.2025	309.30	+6.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	15.4.2025	125.65	-3.4%
		EUR -R-	15.4.2025	147.66	-1.6%
		USD -R-	15.4.2025	136.40	+7.2%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	15.4.2025	361.53	+28.3%
		USD -R-	15.4.2025	189.15	+44.4%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	15.4.2025	2.24	+3.9%
		CHF -3a-	15.4.2025	1.75	+3.9%

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

