



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Bullenmärkte dauern meist viel länger als gedacht. Schon 2019 glaubten wir, das Ende der Techblase sei erreicht. Dann gab es 2020/21 ein famoses Finale dank dem staatlichen Stimulus-Segen während Covid. Die Luft aus den meisten spekulativen Tech-Aktien ist inzwischen raus, nur die Schwergewichte wie Apple und Microsoft halten sich. Doch auch der Aktienmarkt als Ganzes bleibt vorerst gelassen. Die Stimmung unter den meisten Anlegern ist noch erstaunlich gut und Fonds verzeichnen weiter Zuflüsse. Dabei ist eine Rezession so gut wie sicher und die Kreditklemme hat begonnen. Der Run auf die Silicon Valley Bank ist kein Einzelfall, sondern Teil eines weitreichenden Problems. Nach einem Jahrzehnt mit Nullzinsen ist die ganze Kapitalmarktstruktur höchst anfällig für Zinsanstiege geworden. Ähnlich wie 2007/08 dürften es zuerst die Banken und Immo-Firmen sein, die ins Wanken geraten – bevor dann die Frage nach den Staatsfinanzen aufs Parkett kommt. Während wir schon seit geraumer Zeit pessimistisch gestimmt sind, schlagen Bärenmärkte meist härter zu, als man es sich vorstellen kann. Typischerweise entsteht der grösste Schaden jeweils durch Investments, welche Anleger eigentlich als sicher erachteten. Welche Namen das in diesem Zyklus sein werden, ist noch offen. Am meisten Schutz in der Krise versprechen Cash und Investments, die davor schon länger out waren: Value-Aktien aus verhassten Branchen, Schwellenländer-Titel, Rohstoffe und natürlich das Krisenmetall Gold. Doch ein bisschen weh tun wird es überall. Bärenmärkte sind kein Spass, aber ein notwendiges Übel.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: In der Zinsfalle.....	1
Aktien Plus Minus: Roche GS und Takeda Pharma.....	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

In der Zinsfalle

Bleiben die kurzfristigen Zinsen auf diesem Niveau, werden viele Banken und Immobiliengesellschaften insolvent. Durch die jahrelange Nullzinspolitik wurden sie von den Zentralbanken in eine gefährliche Zinsfalle gelockt.

Die Märkte für Geschäftsimmobilien sind in der Schockstarre. Transaktionen finden kaum noch statt. Und wenn, dann geben sie ein hässliches Bild ab. Der 40-stöckige Union Bank Tower im Zentrum von Los Angeles wurde soeben für 110 Millionen Dollar verkauft. Vor zwei Jahren wurde der Wert des Büroturms noch auf 250 Millionen geschätzt. Doch etwas Gravierendes hat sich seither geändert: Die Zinsen sind rasch und massiv gestiegen.

Der Haupttreiber des grossen Immobilienbooms der letzten Dekade fällt damit weg. Weil die Zinsen ständig sanken, wurden in den USA Geschäftsimmobilien vor kurzem nur noch mit 4.5% Mietrendite gehandelt. Das war ein attraktiver Ertrag, solange es am US-Anleihenmarkt knapp 1% gab und sich die Immokäufer mit 3% Kreditzinsen finanzieren konnten. Doch jetzt liegen die Zinsen für sichere Staatsanleihen am kurzen Ende bei 4% und die Zinsen für die Immobilienfinanzierung entsprechend höher bei 6-7%.

Damit ist klar, dass die Preise für Liegenschaften fallen müssen, bis die Mietrendite in Relation zu den Schuldzinsen wieder stimmt. Denn die Mieten lassen sich nicht über Nacht verdoppeln. Schon gar nicht bei Büroflächen, die mit dem Home-Office-Trend zu kämpfen haben. Ein Abschlag von gut 50% wie im Fall des Union Bank Tower ist da durchaus passend zur neuen Realität.



Noch düsterer sieht das Bild in Europa aus, wo die Zinsen durch die Negativzinspolitik der EZB sogar auf ein tieferes Niveau als in den USA gefallen waren. In deutschen Grossstädten wie München waren zuletzt Mietrenditen von 2.5% üblich – mickrig, aber immer noch besser als Negativzinsen auf dem Bankkonto oder bei langlaufenden Staatsanleihen. So dachten zumindest grosse Pensions- und Immobilienfonds wie auch viele Privatanleger.

Die mangelnden Alternativen an sicheren Renditen lockten eine ganze Generation von Investoren und Anlagevehikeln in die Zinsfalle. Doch jetzt hat die Falle zugeschnappt und die Zinsen sind wegen der Inflation rasch angestiegen: Bei sicheren deutschen Bundesanleihen gibt es bereits wieder 3% am kurzen Ende. Der gesamte Kapitalmarkt wird damit zerrüttet: Die alten Preise stimmen nicht mehr, sind nicht mehr finanzierbar und massive Verluste drohen. Ganze Sektoren sind irgendwo zwischen Schockstarre und Leugnung der Probleme gefangen.

Immobilienpapiere werden zu Schrott

Der Run auf die Immobilienfirmen hat begonnen. Der Stoxx 600 Real Estate Index hat in den letzten zwölf Monaten 40% verloren. Gemäss Berechnungen von Bloomberg werden bereits 62 Milliarden Euro an Obligationen von Immo-Firmen wie Schrottpapiere gehandelt, obwohl sie formell noch ein Investment-Grade-Rating aufweisen.

Die deutsche Vonovia ist ein Titel darunter. Die Analyse für die Short-Seller ist schnell gemacht: Die Mietrendite auf dem Portfolio von 92 Milliarden Buchwert beträgt gerade mal 3%. Die aktuellen Refinanzierungskosten Vonovias am Anleihenmarkt liegen jedoch bei über 5%. Die Immobilien müssten um die Hälfte abgewertet werden, damit mit einer Mietrendite von 6% die Relationen wieder stimmen. Doch dann ist das ganze Eigenkapital weg und die Firma insolvent. Die Alternative wäre höchstens, der deutschen Politik eine Verdoppelung der Wohnungsmieten schmackhaft zu machen...

Vonovia ist jedoch kein prominenter Einzelfall, sondern symptomatisch für die Probleme der Branche in allen westlichen Ländern. Auch viele Immo-Fonds sind betroffen. Der riesige Blackstone B-REIT wird seit Monaten von Rücknahmegesuchen überrannt. Im März wollen die Anleger 4.5 Milliarden Dollar aus dem 70 Milliarden schweren Fonds abziehen. Blackstone erlaubte nur den Abfluss von 666 Millionen. Zudem hat ein anderes Immo-Vehikel von Blackstone eine Anleihe über 531 Millionen Euro nicht bedient. Für die Besitzer von Geschäftsliegenschaften ist es bereits oft attraktiver, die Zahlungsunfähigkeit zu erklären und ihre Immobilien den Gläubigern zu überlassen.

Die Banken sind noch schlimmer dran

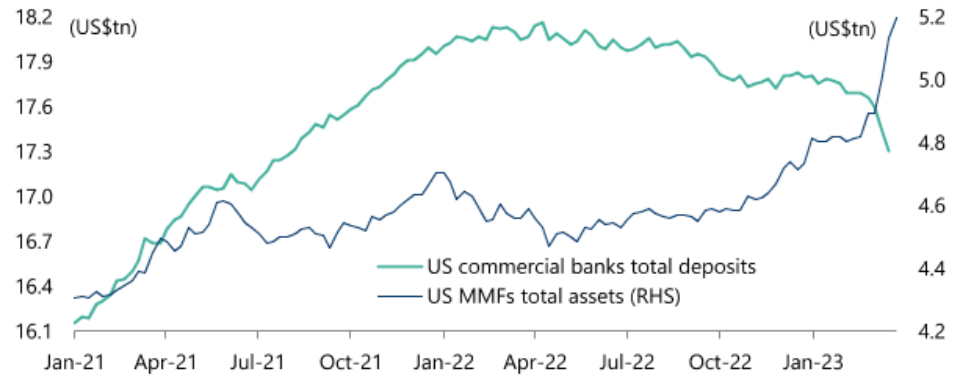
Die nächste Eskalationsstufe sind die Banken. Sie stecken gleich doppelt in der Klemme: Bei den 1400 Milliarden Euro an Krediten für Geschäftsimmobiliens-Firmen wird es sicher zu grösseren Abschreibern kommen. In den USA sind sogar 2800 Milliarden an kommerziellen Bankkrediten im Risiko. Bei Hypotheken für Wohnimmobilien droht mittelfristig dasselbe Problem: Werden die höheren Zinsen von allen Schuldnern bedient, wenn die Werte der Immobilien fallen und die Leute in der Rezession ihre Einnahmen verlieren?

Auf der anderen Seite der Bilanz sind die Banken aus derselben Zinsdynamik mit einem Run auf ihre Spareinlagen konfrontiert. Auf Sparkonten in Europa und den USA gibt es derzeit kaum 1% Zins. In sicheren Euro-Staatspapieren dagegen schon 3% und 4.8% in den USA. Allein der massive Zinsvorteil spricht dafür, das Ersparte vom Konto in kurzlaufende Staatsanleihen und Geldmarktfonds umzuschichten. Hinzu kommt das reduzierte Gegenparteirisiko in der neuen Phase der Bankpleiten.

Kein Wunder verzeichnen Geldmarktfonds derzeit rekordmässige Zuflüsse (siehe Grafik nächste Seite). Je mehr Anleger jedoch diesen rationalen Schritt vollziehen und ihr Geld in Sicherheit bringen und dafür sogar noch mehr Zins erhalten, desto mehr Banken werden Liquiditätsprobleme bekommen. Theoretisch könnten sie den Abfluss von Spargeldern durch den Verkauf von Vermögenswerten in ihrer Bilanz wie Kredite oder

Staatsanleihen bedienen. Doch wegen den gestiegenen Zinsen sind diese Aktiva alle deutlich weniger Wert.

Spareinlagen und Geldmarkt-Anlagen in den USA



Die Grafik zeigt die Entwicklung der US-Spareinlagen (grün, linke Skala) und des Vermögens in US-Geldmarktfonds (blau, rechte Skala) in Billionen US-Dollar. (Quelle: JEFFERIES)

Eine Kreditklemme wie 2008 ist angelaufen

Die Banken sitzen voll in der Zinsfalle: Erhöhen sie den Zins auf den Einlagen, um die Sparer zu halten, schrumpft ihre ohnehin mickrige Zinsmarge und sie verlieren täglich Geld. Erhöhen sie die Sparzinsen nicht, geht der Bankrun weiter und sie riskieren, wie die Silicon Valley Bank und die Credit Suisse illiquide zu werden.

Was können die Banken also noch tun, um ihre Bilanz zu verbessern? Sie verknappen die Herausgabe von neuen Krediten. Gemäss einigen Masszahlen sinkt die Kreditvergabe derzeit so stark wie zuletzt in der Finanzkrise 2008. Dies verstärkt wiederum die Kreditklemme bei überschuldeten Firmen und erhöht die Wahrscheinlichkeit von Pleiten und Zwangsverkäufen. Die Zinsaufschläge für neue Kredite und Anleihen steigen. Damit dreht sich die selbstverstärkende Spirale weiter nach unten.

Am Ende der Liquidationsspirale wird der Ruf nach einer Intervention von Staat und Zentralbanken so stark werden, dass ihm kaum noch zu widerstehen ist. Die Rechnung wird dann letztlich von der Allgemeinheit in Form von noch maroderen Staatsfinanzen und Währungsabwertungen bezahlt.

Konklusion für Investoren: Der Finanzsektor taumelt auf eine neue Krise zu, in die Falle gelockt von mehr als einer Dekade mit mickrigen Zinsen und entsprechend begünstigten jahrelangen Fehlinvestitionen von Kapital. Aktien von Banken aus allen ehemaligen Tiefzinsländern sind in unseren Augen derzeit uninvestierbar, auch wenn ihre Bewertungen noch so günstig aussehen mögen. Das Ausmass des Schadens lässt sich zu Beginn der Krise zu wenig abschätzen und Totalverluste drohen. Aber auch Titel von anderen Unternehmen, welche auf längere Zeit mehr oder weniger fixe Einnahmen aufweisen und sich kurzfristig am Kapitalmarkt zu höheren Zinsen finanzieren müssen, sind brandgefährlich – allen voran die Immobilien-Firmen oder Infrastruktur-Investments. Generell vorsichtig sind wir auch bei Aktien von überschuldeten Konzernen, welche in den nächsten ein bis zwei Jahren viele Kredite refinanzieren müssen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Moritz Nebel
Aktienanalyst

+ Roche GS

Im März haben wir für den Quantex Multi Asset Aktien des Schweizer Pharmakonzerns Roche gekauft. Die Firma ist ein alter Bekannter, war sie doch schon einige Male in Quantex-Portfolios. Roche ist ein Paradebeispiel für ein defensives Unternehmen. Die Cashflows sind nicht zyklisch, die Umsätze über viele Medikamente und Diagnostik Dienstleistungen gut diversifiziert und auch die Bilanz ist sehr solide. Interessanterweise ist die Aktie von Roche oft günstig, wenn der Markt sorglos und das Bewertungsniveau insgesamt hoch ist. So ist es auch jetzt wieder. Entgegen der steigenden Aktienmärkte ist der Kurs von Roche seit Oktober letzten Jahres um 20% gefallen. Die Bewertung ist somit relativ zum Markt um einiges attraktiver geworden. Mit einer freien Cash-Flow Rendite von 6% und einer Dividendenrendite von 3.5% finden wir die Aktie günstig und kaufen, auch wenn wir damit sicher keinen Preis für besonders originelles Aktienresearch gewinnen.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

– Takeda Pharmaceuticals

Takeda ist ein japanisches Pharmaunternehmen, spezialisiert auf die Entwicklung von Krebsmedikamenten. Nach der 2019 getätigten Übernahme von Shire für 62 Milliarden Dollar war die Firma damit beschäftigt, ihre überschuldete Bilanz wieder auf Vordermann zu bringen. Dabei machte sie grosse Fortschritte und wir kauften die Aktie im September 2021 zu einem günstigen Preis. Die Aktie hat sich gut entwickelt und lag nahe am berechneten fairen Wert, als Takeda eine neue Übernahme im Wert von 4 Milliarden Dollar ohne unmittelbaren Cashflow ankündigte. Dies gab uns den Anlass, die Aktie zu verkaufen.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 6. April 2023

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	11	6.0%	3.8%
CPH Chemie	Chemie	7	13.1%	5.1%
Novartis	Pharma	6	5.8%	3.7%
Mikron	Werkzeuge	6	11.5%	2.0%
UBS	Banken	5	-	2.5%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Nucor	Eisen & Stahl	8	20.7%	1.4%
Aflac	Versicherungen	7	9.0%	2.5%
Chevron	Öl & Gas	7	11.8%	3.4%
Lennar	Hausbau	7	13.8%	1.4%
Fox Corp	Medien	6	8.9%	1.5%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Boliden	Bergbau	8	6.1%	6.7%
Solvay	Chemie	7	7.6%	3.8%
Yara	Chemie	7	10.4%	8.9%
ITV	Medien	7	6.9%	6.3%
Amundi	Finanzdienstl.	6	5.7%	7.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Gerdau	Eisen & Stahl	10	13.6%	14.9%
KB Laminates	Chemie	9	24.2%	16.5%
Jumbo	Spielzeug	9	8.2%	10.0%
Supalai	Hausbau	9	5.7%	6.5%
Indo Tambangraya	Kohle	8	74.6%	17.5%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	9	3.3%	3.9%
Centamin	Ägypten	8	1.2%	5.8%
B2Gold	Kanada	7	7.1%	3.8%
Dundee Precious	Kanada	7	13.9%	2.1%
Perseus Mining	Australien	6	14.1%	1.1%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Norwegian Cruise	Freizeit	-8	-8.1%	0.0%
Vestas Wind	Alternative Energie	-8	-2.1%	0.2%
General Electric	Konglomerate	-8	5.8%	0.3%
Amazon	Internet	-7	-0.7%	0.0%
AMS-Osram	Halbleiter	-6	-1.8%	0.0%

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-	6.4.2023	391.47	+2.7%
		EUR -R-	6.4.2023	248.98	+2.4%
		USD -R-	6.4.2023	266.73	+4.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	6.4.2023	123.56	+3.4%
		EUR -S-	6.4.2023	135.85	+3.1%
		USD -S-	6.4.2023	120.96	+5.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	6.4.2023	258.61	+9.4%
		USD -R-	6.4.2023	119.97	+12.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	6.4.2023	215.21	+5.1%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	6.4.2023	2.02	+4.2%
		CHF -3a-	6.4.2023	1.56	+4.2%

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

