

Marktkommentar Mai 2024

Rödental, den 05. Juni 2024

Liebe Leser:innen,

der Sommer ist bisher ausgeblieben – ebenso wie neue Impulse, um Kapitalmärkte in größere Bewegungen zu bringen. Aktien und Gold notieren weiterhin nahe Rekordhochs und Anleiherenditen bewegen sich seitwärts.

Diese „Ruhe“ möchten wir nutzen, um Ihnen die Denkweise von sog. „Antizyklikern“ näherzubringen. **Antizyklische Investoren** stellen sich in der Regel gegen die breite Meinung und kaufen dann, wenn andere verkaufen und umgekehrt. Aktuell halten die meisten „Antizykliker“ beispielsweise den US-Technologiesektor für stark überbewertet und gehyped. Das hohe Gewicht von US-Aktien im MSCI World und deren Bewertung wird ebenfalls kritisch gesehen.

Anbei finden Sie einen **Kommentar der Quantex AG**, einem Schweizer Vermögensverwalter, der langfristig erfolgreich „unbeliebte und billige“ Aktien kauft und dadurch Renditen erzielt.

Und nachfolgend finden Sie wie gewohnt einen Marktüberblick:

INDIZES (Entwicklungen in EUR)	Entwick- lung letzter Monat	Entwick- lung seit 1.1.24	Entwick- lung 1 Jahr	Entwick- lung 3 Jahre p.a.	Entwick- lung 5 Jahre p.a.	Entwick- lung 10 Jahre p.a.
NASDAQ 100 NR USD	4,76	12,37	28,42	15,76	22,41	20,92
S&P 500 TR USD	3,38	13,25	25,88	14,00	16,41	15,30
FSE DAX TR EUR	3,16	10,42	18,09	6,25	9,54	6,40
Bloomberg Sub Precious Metals TR USD	2,98	18,02	18,39	9,94	12,55	7,61
MSCI World NR EUR	2,89	11,44	22,68	10,98	13,35	11,66
FTSE 100 NR EUR	2,21	11,19	16,60	10,00	7,56	5,38
EURO STOXX 50 PR EUR	1,27	10,22	18,15	7,25	8,72	4,39
DJ Industrial Average NR USD	0,95	5,07	17,10	9,61	11,50	13,05
MSCI China NR USD	0,86	8,63	2,38	-13,76	-1,88	4,26
Bloomberg Sub Industrial Metals TR USD	0,28	17,16	18,57	7,26	10,63	5,78
Bloomberg Commodity TR USD	0,22	8,66	8,95	11,17	8,72	1,21
Bloomberg Sub Gold TR USD	-0,17	14,47	15,64	10,72	11,65	8,01
MSCI EM NR USD	-0,95	5,22	10,37	-2,44	4,09	5,04
Nikkei 225 Average PR JPY	-1,16	4,99	8,79	1,50	5,79	7,91
Bloomberg Sub WTI Crude Oil TR USD	-6,28	14,00	24,73	22,04	5,35	-6,71



INVESTMENT-STILE (Entwicklungen in EUR)	Entwick- lung letzter Monat	Entwick- lung seit 1.1.24	Entwick- lung 1 Jahr	Entwick- lung 3 Jahre p.a.	Entwick- lung 5 Jahre p.a.	Entwick- lung 10 Jahre p.a.
MSCI Europe Small Cap NR EUR	5,84	8,63	16,84	0,41	7,51	7,18
MSCI USA Growth NR USD	4,96	16,20	31,71	15,01	20,31	18,28
MSCI USA Large NR EUR	3,50	13,49	26,31	13,68	16,37	15,03
MSCI Europe Value NR EUR	3,49	9,47	21,02	10,03	8,24	4,90
MSCI USA Small Cap NR EUR	3,09	5,00	18,86	4,82	10,65	11,08
MSCI Europe Growth NR EUR	3,05	10,81	14,34	6,51	10,45	8,38
MSCI Europe Large NR EUR	3,02	10,53	17,81	9,76	9,89	6,79
MSCI USA Value NR USD	1,27	9,07	18,99	9,49	10,26	10,35

Quelle: Morningstar Direct; Entwicklung in Prozent zum Monatsende

Ihre Neutrale Vermögensberatung GmbH

Norbert Mann und Patrick Speta



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die US-Wirtschaft hat Europa in den letzten zehn Jahren deutlich abgehängt. Führend bei IT und Chipdesign, gesegnet mit billigem Öl und Gas aus Fracking und einem breiten Kapitalmarkt, ist in den USA das BIP je Einwohner nun doppelt so hoch wie in Europa. Die Lücke dürfte sich weiter öffnen. Europa ist nur noch Weltmeister bei Luxusgütern und dem Produzieren von monströsen Regulationen. Die neuen Verordnungen zu entwaldungsfreien Lieferketten und der Kohlenstoff-Klimazoll mögen gut gemeint sein, sind aber bürokratische Ungeheuer, welche die Preise erhöhen und die globale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie weiter schmälern werden. Auch die Unternehmensgewinne sind in den USA viel stärker gewachsen, gezogen von den Tech-Giganten. Kein Wunder hat der MSCI-USA-Index sein europäisches Gegenstück in den letzten zehn Jahren um satte 150 Prozentpunkte geschlagen. Doch als Anleger darf man nicht mit dem Rückspiegel investieren. Der grösste Teil der Outperformance der US-Aktien kam nämlich durch eine Verteuerung ihrer Bewertung zustande. Gemäss den Berechnungen von Cliff Asness gehen 80% des längerfristigen US-Renditevorteils darauf zurück, die besseren Fundamentaldaten spielten eine geringe Rolle. Diese Verteuerung wird sich in Zukunft kaum wiederholen lassen. Während wir keinen Cent auf Europas Wirtschaft wetten würden, geben wir trotzdem billigen Aktien aus Europa, besonders aus Grossbritannien, den Vorzug – und natürlich den noch billigeren Aktien aus Emerging Markets.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Gegen den Strom	1
Aktien PlusMinus: MTY Group und Man Group	6
Quant-Corner	7
Über Quantex	9

Titelgeschichte

Gegen den Strom

Die Chipindustrie erlebt einen riesigen Investitionsboom. Strömt jedoch viel Geld in einen kapitalintensiven Sektor, reduzieren sich die Renditen für alle Beteiligten und es kommt zu herben Enttäuschungen. Konsolidiert eine Branche hingegen, bieten sich Chancen für Investoren. Wir zeigen, auf was es ankommt, um nicht vom Auf und Ab einer zyklischen Branche zermalmt zu werden.

Kennen sie noch Solarworld? Gesetze zur Förderung erneuerbarer Energien in Deutschland führten nach der Jahrtausendwende zu einem Investitionsboom in der Solarindustrie. Angelockt von grosszügigen Subventionen und viel Börseneuphorie, drängten mit Q-Cells, Conergy und Solon viele Firmen in die Branche. Selbst das marginalste Projekt wurde vom Finanzmarkt bereitwillig finanziert, zu gut war die Story von dicken Renditen mit grünem Strom. Gleichzeitig entwickelte sich China zu einem Konkurrenten, der alle Preise zu unterbieten bereit war, um Marktanteile zu gewinnen.

Bei Solarmodulen ist alleine der Preis entscheidend, denn dem Verbraucher ist es egal, ob das Modul aus Bonn oder Peking kommt, solange die Leistung stimmt. Der Preis für Solarmodule ist mittlerweile um 90% gefallen, verbliebene Firmen wie Meyer-Burger schreiben hohe Verluste und die Aktionäre der einstigen deutschen Börsenstars erlitten einen Totalverlust.

Aktuell wiederholt sich die Geschichte bei Elektroautos. Teilweise gezwungen von der Politik und angetrieben durch die Expansion Teslas, sind alle namhaften Autobauer in die Produktion von Elektroautos eingestiegen.

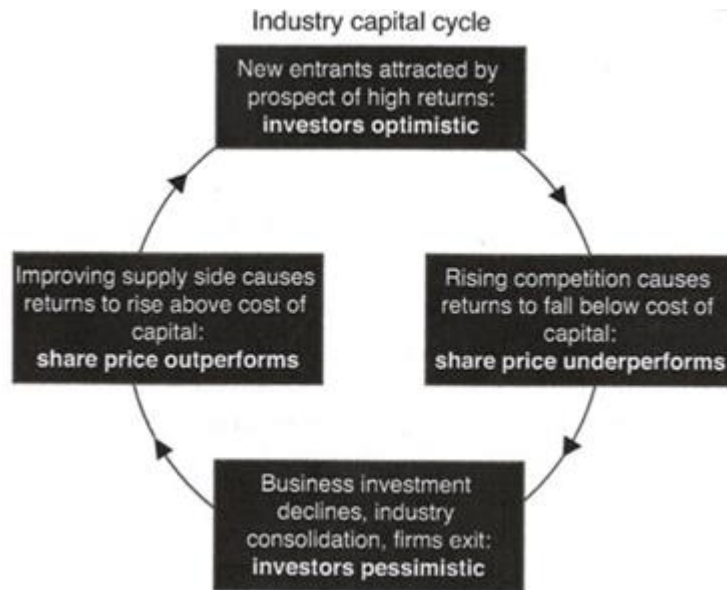




Moritz Nebel
Aktienanalyst

VW will beispielsweise innert vier Jahren 130 Milliarden Euro investieren, vornehmlich in die Produktion von Elektroautos, um seine Marktanteile vielleicht zu behalten. China wirft massenhaft günstige Elektroautos auf dem Markt mit dem erklärten Ziel, Exportweltmeister zu werden. Es deutet sich bereits an, dass das Angebot die Nachfrage übersteigt, E-Autos stehen auf Halde und die Hersteller müssen Rabatte einräumen. Die Renditen fallen und es wird in einigen Jahren zwangsläufig zu einer unschönen Konsolidierung kommen.

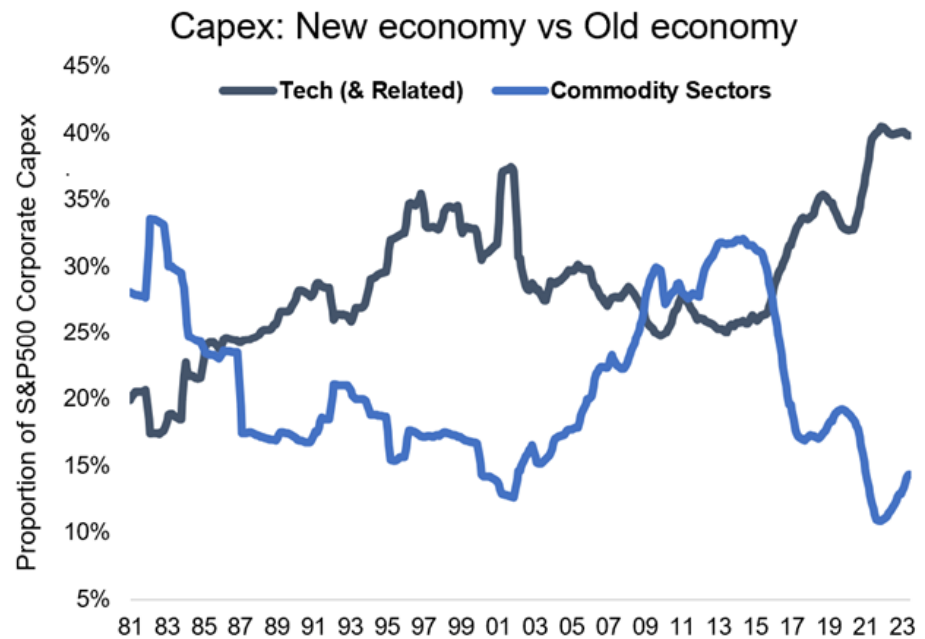
Diese beiden Beispiele sind typisch für den Investitionszyklus in einer kapitalintensiven Branche.



Die Grafik zeigt die Entwicklung eines typischen Kapitalzyklus: Hohe Renditen und/oder eine gute Story locken viele Wettbewerber an. Der Sektor expandiert, das Angebot steigt, woraufhin die Preise fallen, bis die Renditen der Produzenten unter die Kapitalkosten sinken. Daraufhin werden Investitionen eingestampft, Firmen gehen pleite und die Branche konsolidiert. Das reduzierte Angebot führt zu steigenden Preisen, die Renditen erholen sich. Nach einiger Zeit geht das Spiel von vorne los. (Quelle: „Capital Returns“, Marathon Asset Management)

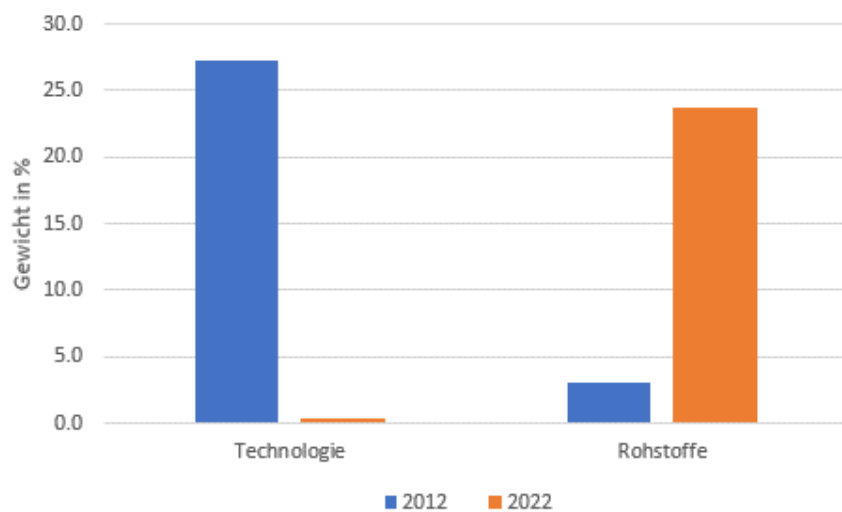
Für erfolgreiches Investieren in kapitalintensiven Branchen ist es entscheidend zu wissen, wo sich ein Sektor im Zyklus befindet. Konsolidiert eine Industrie, bieten sich Chancen. Im Expansionsmodus lauern hingegen Gefahren. Viele Investoren konzentrieren sich bei der Analyse nur auf die Nachfrage. Steigt die Nachfrage nach Solarmodulen oder E-Autos? Letztendlich ist es aber viel wichtiger, und auch einfacher, zu prognostizieren, wie sich das Angebot entwickelt. An den Investitionsbudgets der Firmen lässt sich leicht erkennen, ob ein Sektor die Produktion erhöht oder er sich in einer Konsolidierung befindet.

Wo lauern aus dieser Optik heute Gefahren? Und wo ist der Zyklus günstig? Eine gute Indikation gibt der folgende Chart:



Die Grafik zeigt den prozentualen Anteil der Investitionen des Technologie- und Rohstoffsektors an den Gesamtinvestitionen des S&P500. (Quelle: topdowncharts.com)

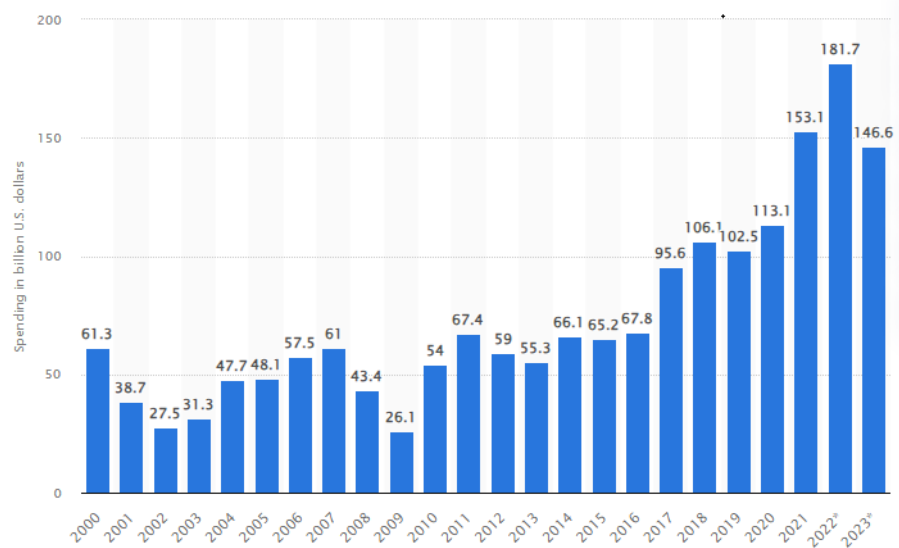
Die Investitionstätigkeit im Technologiesektor wächst aktuell gefährlich schnell, im Rohstoffsektor ist sie seit Jahren fallend. Ganz anders war das von 2003 bis 2014. Der Rohstoffsektor expandierte mit der Erwartung eines „Commodity Supercycle“ durch die starke Nachfrage aus China. Die Investitionsbudgets stiegen und kaum eine Firma produzierte freie Cashflows. Als das Angebot der neuen Minen und Ölquellen auf den Markt kam, crashten die Rohstoffpreise und Aktienkurse der Firmen. Ein jahrelanger Konsolidierungsprozess setzte ein. Im Gegensatz dazu war der Technologiesektor damals sehr attraktiv. Die Nachwehen der Internetblase noch in den Knochen, wurde verhältnismäßig wenig investiert und die Bewertungen waren attraktiv. Technologie war 2012 gegen den Strom der grösste Sektor im Quantex Global Value Fund, Rohstoffe spielten damals so gut wie keine Rolle.



Die Grafik zeigt die Gewichtung des Technologie- und Rohstoffsektors im Quantex Global Value Fund 2012 und 2022.

Im Verhältnis zum Rest des S&P-500-Index investieren Technologiefirmen heute wieder so viel wie zu Zeiten der Dotcom-Blase im Jahr 2000. Kein gutes Omen!

Was damals das Internet war, ist heute der Hype um Künstliche Intelligenz und damit verbunden die Prognose einer grenzenlosen Nachfrage nach hochleistungsfähigen Chips und Rechenleistung. Hinzu kommt, dass die westlichen Regierungen aus geopolitischen Überlegungen versuchen, die heimische Industrie mit Milliardensubventionen zur lokalen Produktion zu bewegen. Die USA subventioniert die Ansiedlung von neuen Chipfabriken durch den „Chips and Science Act“ mit 280 Milliarden Dollar und die EU gibt für den gleichen Zweck über die nächsten sechs Jahre 43 Milliarden Euro aus. China nimmt das Rennen auf und versucht ebenfalls, mit staatlicher Unterstützung zur Halbleiter-Supermacht zu werden. Die Folge ist ein globaler Investitionsboom:



Die Grafik zeigt die globale Investitionssumme der Halbleiterindustrie in Milliarden USD von 2000 bis 2023. (Quelle: Statista)

Computerchips sind letztendlich ein Produkt, das sich nur über Leistung und Preis definiert. Genau wie bei Solarmodulen will der Verbraucher die grösstmögliche Leistung zu den tiefsten Kosten. Das macht den Preis sensitiv für Veränderungen bei Angebot und Nachfrage und die Halbleiterindustrie zu einer sehr zyklischen Branche.

Nvidia hat aktuell die Nase vorne bei hochleistungsfähigen Chips für Datenzentren und Anwendungen zur künstlichen Intelligenz. Die Firma kann für ihre Chips fast jeden Preis verlangen und verdient Nettomargen von fast 50%. Diese schreien jedoch nach neuen Wettbewerbern: Neben den klassischen Chipproduzenten Intel und AMD versuchen auch Meta, Alphabet und Microsoft eigene Chips zu entwickeln. Die Bewertung Nvidias impliziert, dass die Margen hoch bleiben und das Wachstum ähnlich weitergeht. Ein Blick auf die Kapitalflüsse der Industrie und vergangene Investitionsbooms in zyklischen Branchen machen uns aber sehr skeptisch.

Die Expansion im Sektor bietet jedoch für alle Akteure Gefahren. Beispielsweise muss Intel, um bei der globalen Expansion keine Marktanteile zu verlieren, in den nächsten vier Jahren fast 100 Milliarden Dollar investieren. Das entspricht praktisch dem gesamten Ebitda über diese Zeit. Kommt dann in einigen Jahren viel neues Angebot an den Markt, ist Intel wahrscheinlich schlechter dran als vor dem Kraftakt. Das ist ein Grund, wieso kapitalintensive und zyklische Branchen über die Zeit oft keinen Mehrwert für die Aktionäre schaffen und sich nicht als Buy-and-Hold Investments eignen.

Wir glauben, ein guter Schutz gegen Enttäuschungen bei der Investition in zyklische Branchen ist, auf den freien Cashflow zu achten. Steigen die Investitionen stark an, berührt das den Gewinn erstmal nicht und die Aktien sehen oft auf Basis des Kurs-Gewinn-

Verhältnisses noch günstig aus. Der freie Cashflow fällt jedoch sofort und die Aktien werden für uns teuer und uninteressant.

Eine weitere Möglichkeit, Stress zu vermeiden ist, nur in Branchen zu investieren, die nicht von grossen Schwankungen im Kapitalzyklus betroffen sind. Firmen, die sich nicht nur über den Preis definieren, sondern auch einen Markenwert oder andere Alleinstellungsmerkmale haben, sind weniger anfällig für eine starke Ausweitung des Angebots. Warren Buffett meidet kapitalintensive Sektoren aus diesem Grund, denn dort gibt es keine Firmen mit einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil. Tiefe Taschen reichen, um etablierten Anbietern Marktanteile abzujagen. Interessanterweise sind einige dieser eher als langweilig geltenden Konsumgüter-Aktien im Sinn Buffetts in den letzten Monaten günstig geworden und in unsere Portfolios gewandert: Unilever, Reckitt-Benckiser oder Burberry zum Beispiel.

Aus Sicht des Kapitalzyklus birgt der Technologie- und besonders der Halbleitersektor heute die meisten Gefahren. Es drohen Überkapazitäten und Enttäuschungen. Im Energie-Sektor und in einigen Bereichen des Rohstoffsektors sieht der Kapitalzyklus günstig aus. Im Öl&Gas-Sektor (BP, Shell, Total, Petrobras, Woodside Energy), in der Goldförderung (Dundee Precious Metals, Endeavour Mining, Centerra Gold) und bei Kohleminen (Indo Tambangraya, Thungela) werden wir fündig.

Wir machen uns jedoch nichts vor. Sobald die Firmen lange genug hohe Renditen erzielen, wird auch hier wieder eine Expansion stattfinden. Wir hoffen aber, mit unserem Fokus auf freie Cashflows und die Kapitalflüsse nicht von der nächsten Expansionswelle zerdrückt zu werden. (mne)

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

