

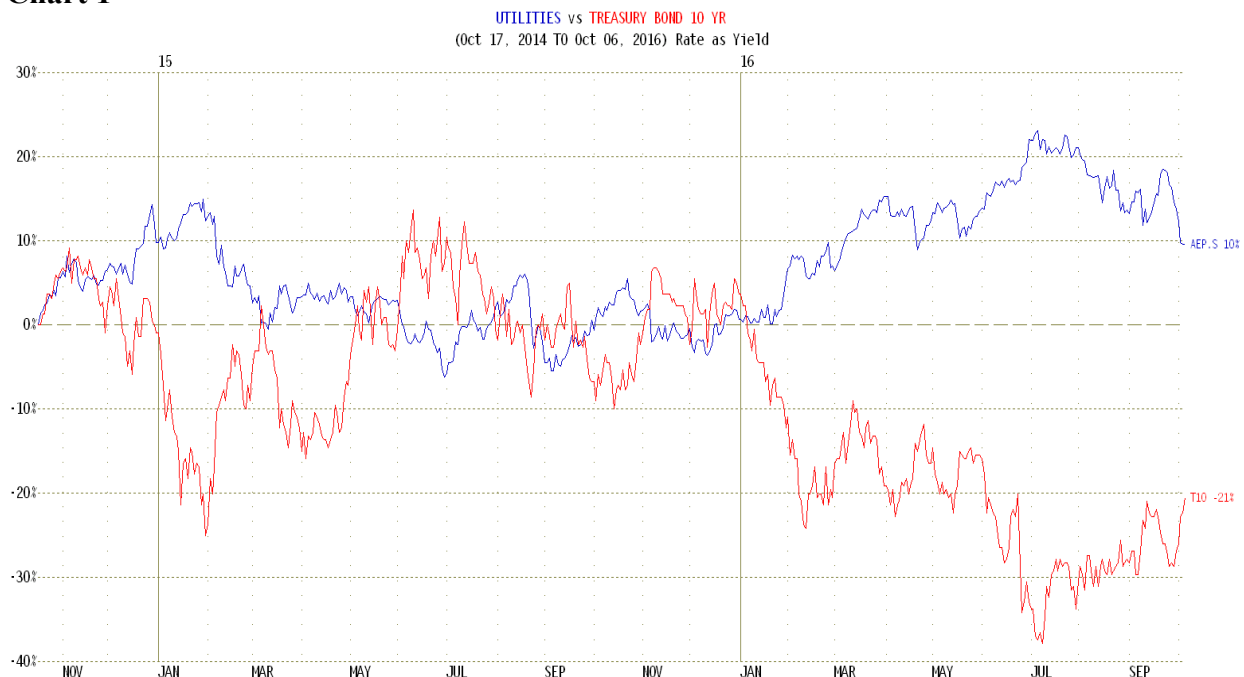
H. Terrence Riley III, CFA
 12. Oktober, 2016

Kontakt: Karin Mueller-Paris
 +1(212) 326 9533 kmm@fvcm.us

Zyklische vs. säkulare Kräfte

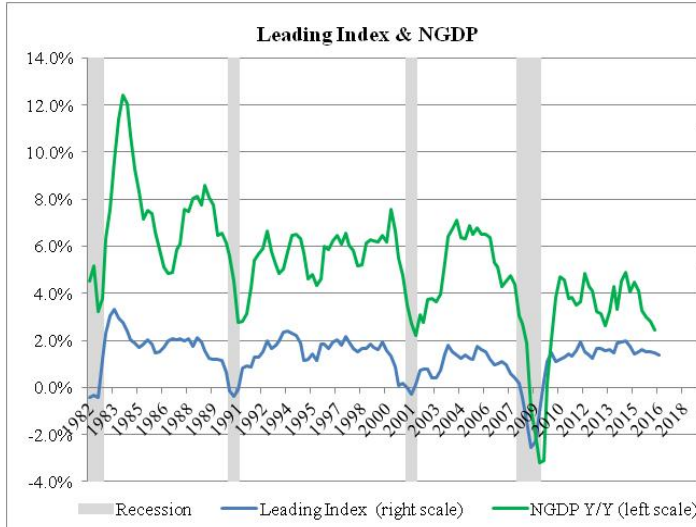
Seit Mitte des Sommers konnte man eine Kehrtwende in einem wichtigen Trend feststellen: Die Renditen der U.S.-Anleihen sind gestiegen, während defensive Aktien Wertverluste verzeichnet haben, da die Anleger sich wieder den riskanteren Investitionen zugewandt haben. Wir glauben, dass diese Umkehr nur vorübergehend ist. Nachdem Investoren durch Kapitalabflüsse aus China und der Möglichkeit einer anstehenden Währungskrise alarmiert wurden (siehe Abbildung unten), waren U.S.-Anleihen und dividendenstarke defensive Aktien die Star-Performer der ersten Jahreshälfte 2016. Die Anleiherenditen fielen (rote Linie) und defensive Aktien, wie Versorger (blaue Linie), stiegen. Seit Juli haben sich diese Trends aufgrund mehrerer mittelfristig zyklischer Faktoren jedoch umgekehrt. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit in den USA hat einen Punkt erreicht, an dem einige Analysten angefangen haben eine Beschleunigung der Inflation zu erwarten (wir allerdings nicht). Auch wird durch das Beschäftigungswachstum mehr und mehr erwartet, dass die Fed die kurzfristigen Zinsen erhöhen wird. Außerdem hat die chinesische Regierung alles Mögliche unternommen, um das Wachstum zu halten und zu verhindern, dass Kapital aus dem Land fließt. Die Anleger sind zuversichtlich geworden, dass die zyklische Expansion höhere Zinsen rechtfertigt. Wir sind hier anderer Meinung. Wir gehen davon aus, dass die säkularen Kräfte, die einen Abwärtsdruck auf die Zinsen setzten, bestehen bleiben und sich in den kommenden Monaten wieder zeigen werden.

Chart 1



Konjunkturindikatoren deuten weiterhin auf eine anhaltende wirtschaftliche Expansion. Zum Beispiel kann man auf Abbildung 2 sehen, dass der U.S.-Leitindex (blaue Linie) dem nominalen BIP-Wachstum (NBIP) mit etwa sechs Monaten vorausläuft. In den letzten Quartalen hat sich das NBIP auf etwa 2% verlangsamt, während der Leitindex stabil geblieben ist. Dies deutet darauf hin, dass sich das NBIP im laufenden Quartal und Anfang 2017 wahrscheinlich wieder moderat beschleunigen wird. Auch der PMI-Manufacturing-Index erholte sich auf 51,5 im September, nachdem er im August auf 49,4 zurückgegangen war. Der ISM-New-Orders-Index schoss im September auf 55,1 nach einem ungewöhnlichen Rückgang auf 49,1 im August (siehe Abbildung 3).

Chart 2



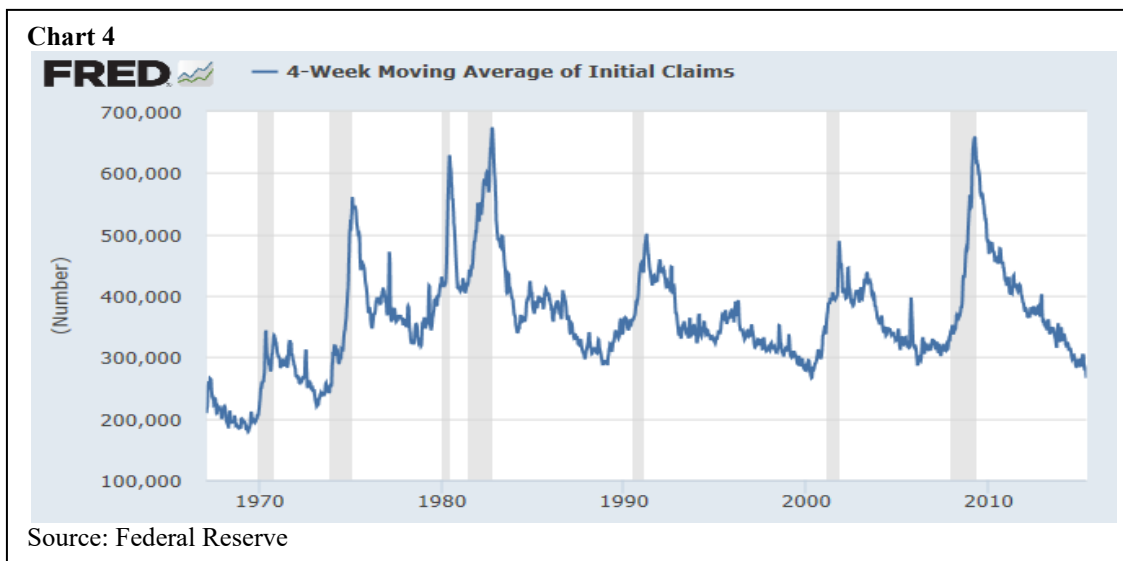
Source: Federal Reserve, FVCM

Chart 3



Source: Institute for Supply Management, FVCM

Da die jüngsten Daten auf ein anhaltendes Wachstum hindeuten, weisen die Terminkontrakte auf den Fed-Leitzins etwa eine zwei Drittel-Möglichkeit auf, dass die Federal Reserve die Zinsen im Dezember anheben wird. Traditionell hat die Fed die Zinsen erhöht, um die Entwicklung von Exzessen oder Engpässen zu verhindern, welche zu einer höheren Inflation führen würden. Insbesondere glauben einige Mainstream-Wirtschaftswissenschaftler, dass die Inflation aus unzureichender Arbeiterschaft stammt. Tatsächlich fielen die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung vor kurzem auf den niedrigsten Stand seit 1973 (siehe Abbildung 4 unten). Die Löhne zeigen ein langsames, aber stetiges Wachstum von etwa 2,5% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Nun gibt es aber Diskussionen um die sogenannte Phillips-Kurve, die angeblich den Trade-off zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit messen soll. In den 70er Jahren, zum Beispiel, hatten wir sowohl hohe Arbeitslosigkeit als auch hohe Inflation. Kürzlich waren beide auf einem niedrigen Niveau.



Selbst mit einer Arbeitslosenquote von nur 5% und Anträgen auf Arbeitslosenunterstützung auf einem fast 45-Jahres-Tief, ist eine Zinserhöhung durch die Fed keineswegs garantiert. Im August letzten Jahres sagte Janet Yellen, die Vorsitzende der Federal Reserve, bei einem Treffen der globalen Banker beim jährlichen Jackson Hole Symposium, dass "unsere Fähigkeit, vorherzusagen, wie sich der Fed-Leitzins im Laufe der Zeit entwickeln wird, sehr begrenzt ist, weil die Geldpolitik auf alle möglichen störenden Einflüsse auf die Wirtschaft reagieren muss", sowie "natürlich sind unsere Entscheidungen immer davon abhängig, inwiefern eingehende Daten weiterhin mit dem Ausblick des Komitees übereinstimmen". Was sie damit meint ist, dass alle Bedrohungen des U.S.-Wachstums, wie zum Beispiel ein exogener Schock aus China oder abschwächende U.S.-Wirtschaftsdaten, die Fed dazu bringen würden eine Zinserhöhung erneut zu verschieben. Aufgrund der Faktoren die unten diskutiert werden, glauben wir, dass die Fed einen guten Grund hat, vorsichtig zu sein. Wir würden nicht einmal einen QE4 in den nächsten Jahren ausschließen.

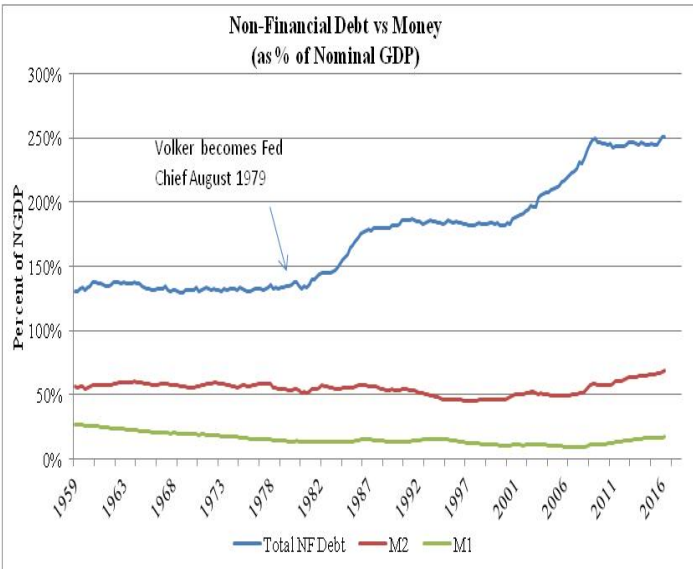
Die Macht des Säkularschuldenzyklus

Als Paul Volker 1979 zum Vorsitzenden der Federal Reserve ernannt wurde, begann eine Kette von Ereignissen, die zum säkularen Rückgang der nominalen Wirtschaftstätigkeit geführt hat. Gegen Ende der 60er und in den 70er Jahren haben die Ausgaben und die Inflation stetig zugenommen. Die Verschuldung kletterte zwar auch nach oben, aber nicht schneller als das nominale Einkommen, sodass die Verschuldung als Prozent des BIP konstant gehalten werden konnte. Volker entschied die Inflation zu bekämpfen indem man das Wachstum der Geldmenge beschränkte und damit den starken Anstieg der Zinssätze erlaubte. Bis 1981 führte Volkers Politik zu einem Fed-Leitzins von 19%, die USA waren in einer Rezession und die nominalen Ausgaben und die Inflation begannen eine lange Periode des Rückgangs, welche bis heute andauert.

Volkers Politik schien einen unbeabsichtigten Zinseszinsseffekt gehabt zu haben, welcher zu der steigenden Verschuldung und dem anhaltendem disinflationären Druck geführt hat, der heute noch existiert. Nach einem stabilen Verbleiben bei etwa 130% des BIP seit Jahrzehnten stieg die Gesamtverschuldung auf etwa 185% in den 80er Jahren (siehe Abbildung 5). Wenn wir uns die tatsächlichen Wachstumsraten der Verschuldung (siehe blaue Linie in Abbildung 6) anschauen, und diese mit dem Wachstum des nominalen BIP (rote Linie) vergleichen, so scheint es, als ob die Kreditnehmer eine verzögerte Reaktion auf den, von Volker angespornten, Rückgang des nominalen BIP-Wachstums hatten. Ein *unerwarteter* Rückgang der Inflation und des Nominaleinkommens führten zu einem höheren Plateau von Schulden. Wieder begann Alan Greenspan den Fed-Leitzins im Juni 2004 zu erhöhen, als er

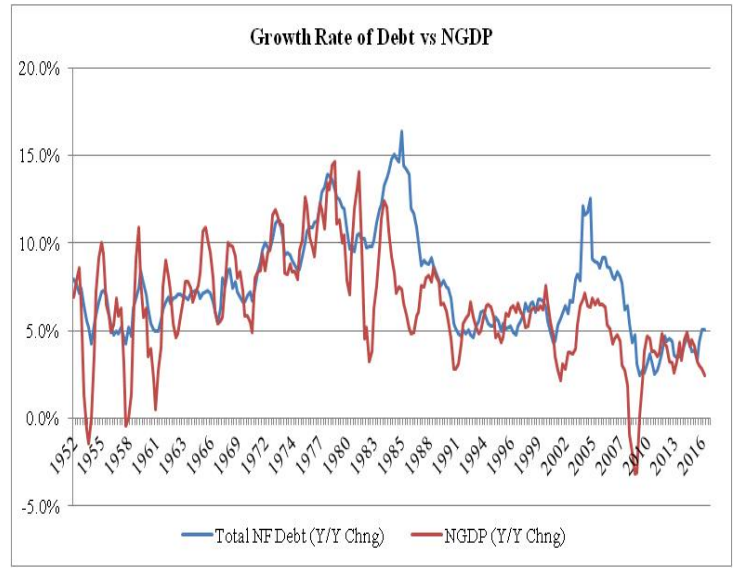
bei 1,0% lag. Zinserhöhungen hörten nicht auf, bis der Leitzins im Juni 2006 unter Ben Bernanke auf 5,25% anstieg und das Ende der "Immobilienblase" auslöste. Das nominale BIP-Wachstum wurde tatsächlich negativ, und nochmal, wie in den 80er Jahren, folgte die Wachstumsrate der Verschuldung dem NBIP abwärts, aber wieder mit einer Verzögerung, die dazu geführt hat, dass die Verschuldung das aktuelle Plateau von etwa 250% des BIP erreichte.

Chart 5



Source: Federal Reserve, FVCM

Chart 6



Source: Federal Reserve, FVCM

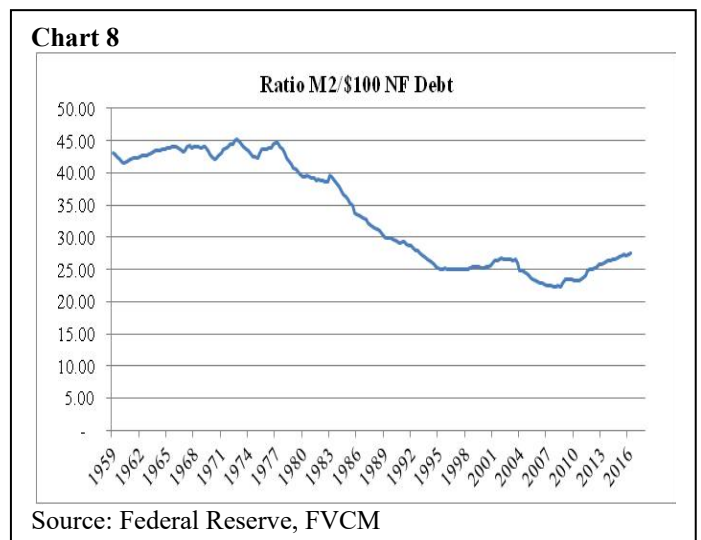
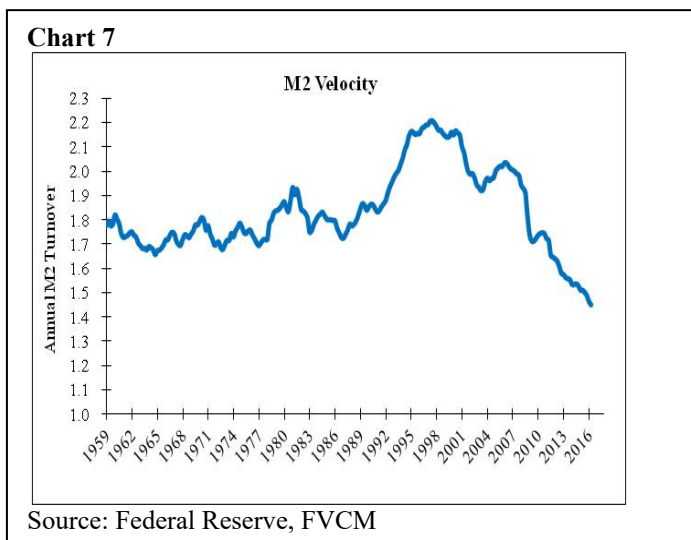
Der säkulare Schuldenzyklus, Vermögensungleichheit & Ausgaben

Die Schulden einer Person sind das Vermögen einer anderen. Da Menschen mit hohem Einkommen mehr sparen, akkumulieren sie mehr Finanzanlagen. Auf der anderen Seite der gleichen Medaille ist die steigende Verschuldung, in erster Linie die des Mittelstandes. Das Einkommen von Superreichen, wie beispielsweise Warren Buffett, kommt nicht von Lohn oder Gehalt; ihr Einkommen stammt in erster Linie aus Zinsen auf Anleihen, Aktien oder aus anderen Kapitalanlagen. In den letzten Jahrzehnten sind die Vermögenswerte der Reichen im Vergleich zum nominalen BIP gewachsen parallel zu dem beobachteten Anstieg der Verschuldung.

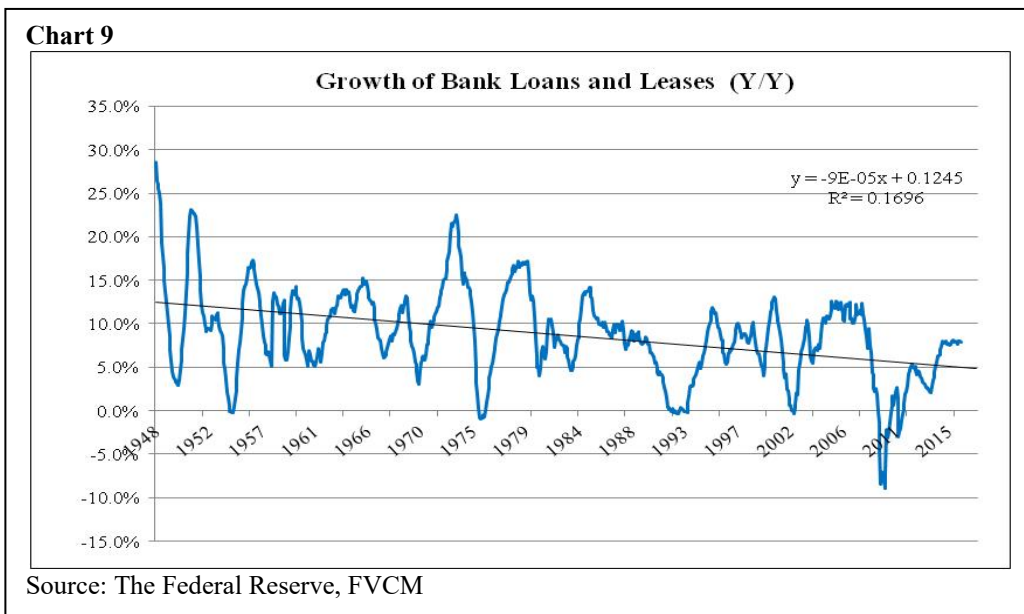
Schulden sind inflationsdämpfend und haben Ausgaben und Zinsen unter Druck gesetzt. Als die Schulden im Vergleich zum Nationaleinkommen stiegen, wurden die Ausgaben derjenigen mit Schulden durch die Notwendigkeit der Zahlungen zur Tilgung ihrer ausstehenden Schulden eingeschränkt. Man könnte argumentieren, dass Zinsen, bezahlt durch Schuldner, das Einkommen für die Gläubiger sind. Aber wie bereits erwähnt: diejenigen mit Schulden sind eher bereit, ihr Einkommen auszugeben, während die Gläubiger - diejenigen, die Wertpapiere als Vermögenswerte halten - eine höhere Neigung zum Sparen haben. Aufgrund dieser Dynamik unterdrückt eine hohe Verschuldung neue Ausgaben und die Inflation, was zum Abwärtsdruck auf die Zinssätze führt. Bedenken Sie auch, dass die Kreditgeber zunehmend Schwierigkeiten haben, qualifizierte Kreditnehmer zu finden. Aus dieser Perspektive müssen die Kreditgeber attraktivere Konditionen anbieten, d.h. niedrigere Zinsen, um weitere Kreditaufnahmen anzukurbeln. Die Reichen können sich über niedrige Renditen in ihren Rentenportfolios beschweren, aber die Mittelschicht kann sich über einen niedrigen Zinssatz auf Hypothek oder Autozahlung freuen. Der Abwärtsdruck auf die Zinsen ist der Mechanismus über den die Märkte das zunehmend einseitige Verhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner zu normalisieren versuchen.

Spezielle Aktivitäten der Zentralbank, wie quantitative Lockerung (QE), spiegeln die Bemühungen der Fed wider, die nachteiligen Auswirkungen der hohen Verschuldung zu kompensieren. Es gibt nur drei Möglichkeiten für eine Wirtschaft, in Bezug auf die nominalen Ausgaben, zu expandieren. Aufgrund von Kräften, die die untenstehenden Möglichkeiten # 1 und # 2 beeinflussen, liegt es inzwischen in der Verantwortung der Zentralbanken, die Ausgaben zu stimulieren (# 3):

1. **Die Menschen im Aggregat entscheiden sich, kleinere Kassenbestände zu halten.** Wenn die Nachfrage nach Geld sinkt und die Menschen ihre Kassenbestände reduzieren, wird Geld wie eine heiße Kartoffel herumgereicht. Die Ausgaben steigen, da sich die Zirkulation der vorhandenen Geldmenge beschleunigt. Seit Beginn der letzten Dekade hat jedoch die Nachfrage nach Geld zugenommen und Bargeldbestände wurden gehortet. Wenn Leute versuchen, Barguthaben aufzubauen, reduziert sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (Umsatz) und die Ausgaben schrumpfen. Wie in Abbildung 7 dargestellt, hat sich der Umsatz der Geldmenge M2 seit dem Ende der Tech-Blase im Jahr 2000 verringert. Warum hat sich die Nachfrage nach Geld erhöht? Ein Anhaltspunkt ist in Abbildung 8 zu sehen. Die Geldmenge M2 ist in den letzten Jahrzehnten gegenüber den nicht-finanziellen Schulden stark zurückgegangen. Die Bankeinlagen sind eine "long" Position des Geldes, während die Verschuldung eine "short" Position ist. Die Shorts werden "zerdrückt". Das heißt, eine hohe Verschuldung stimuliert Menschen dazu, Geld zu akkumulieren, was wiederum einen Abwärtsdruck auf die Konjunktur und die Inflation ausübt, was einen noch stärkeren Druck auf die Verschuldeten ausübt.



2. **Geldmenge und Ausgaben steigen durch Bankkredite.** Wenn eine Bank Überschussreserven bei der Fed hat, kann sie der Öffentlichkeit Darlehen geben, was in der Schaffung neuer Bankeinlagen (Geld!) resultiert, welches wiederum ausgegeben werden kann. Wie in Abbildung 9 zu sehen ist, hat sich die Wachstumsrate neuer Kredite verlangsamt, als sich die Gesamthöhe der Schulden erhöht hat. Kreditvergaben gingen während der letzten Rezession zurück. Das Kreditwachstum wurde im Jahr 2011 wieder positiv, als die Ausweitung des Neugeschäfts wuchs. Doch mit immer noch sehr hohem aggregierten Schuldenstand, sollten wir nicht überrascht sein, dass das Wachstum der Bankkredite den Schwung verlieren wird und vielleicht wieder sinken wird, wenn der aktuelle Konjunkturzyklus zu Ende geht. Dieser Abwärtstrend bei den neuen Kreditvergaben und der resultierende Abwärtstrend bei den neuen Ausgaben ist inflationsdämpfend und schafft ein Umfeld für fallende Zinsen.



- 3. Die Geldmenge steigt durch Offenmarktgeschäfte („QE“) der Zentralbank.** Wenn private Geschäftsbanken weder neue Kredite vergeben können noch wollen, kann die Zentralbank effektiv durch den Kauf von Wertpapieren Darlehen gewähren. Wenn die Federal Reserve ein U.S.-Schatzpapier der Öffentlichkeit abkauft, kreiert sie effektiv Geld. Die Person, die das Papier der Fed verkauft hat, hat jetzt mehr Geld auf ihrem Bankkonto, im Austausch für das Schatzpapier. Auf einem Weg ist dies jedoch kurzgeschlossen - wenn die Fed ein Schatzpapier einer Bank abkauft. In diesem Fall kriegt die Fed das Papier und die Bank erhält eine Erhöhung in ihren Reserveeinlagen bei der Fed. Bankreserven bei der Fed sind effektiv kein Geld, weil sie nicht ausgegeben werden können. Aber in jedem Fall erhöht QE die Versorgung der Kreditmittel. Zur gleichen Zeit reduziert sie Schulden, die durch die Öffentlichkeit gehalten werden, und drückt somit die Zinsen weiter nach unten. Und zweifellos hat die Fed-Politik – die quantitative Lockerung – zur Expansion der Geldmenge geführt, in einer Zeit wo Kreditvergabe unterdrückt und die Nachfrage nach Bargeld gestiegen war.

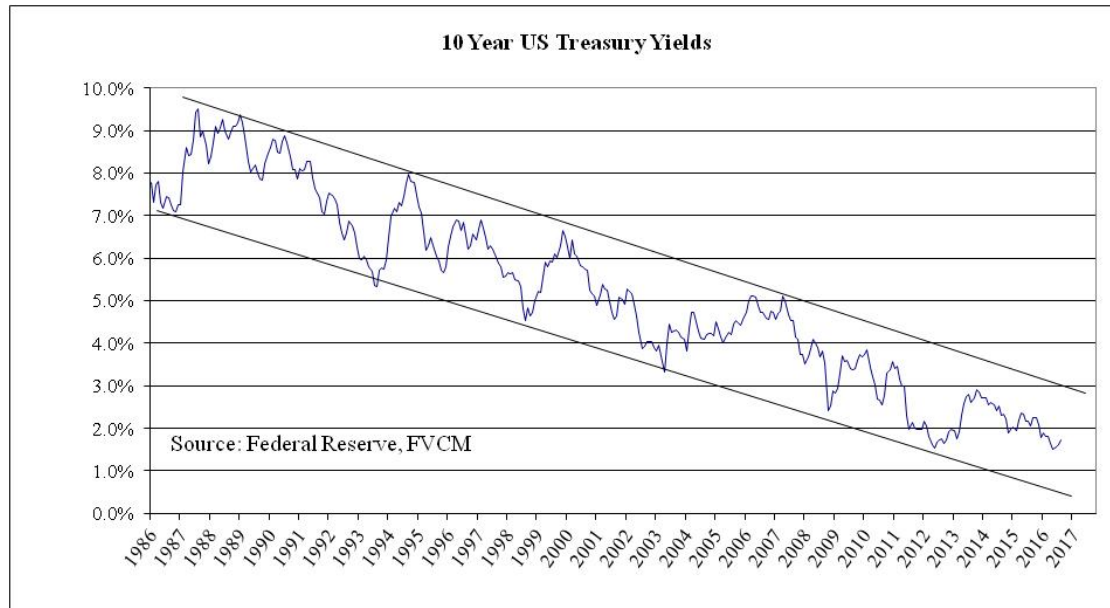
Besonderer Hinweis: U.S.-Staatsanleihen, die durch die Federal Reserve gekauft werden, werden immer noch als "Bundesschuld von der Öffentlichkeit gehalten" bezeichnet, obwohl die Fed Teil der Bundesregierung ist und Einkommen ans U.S.-Finanzministerium zahlt. Wenn man die gesamten, durch die Federal Reserve gehaltenen Schulden des U.S.-Finanzministeriums ausschließt, fallen die gesamten, durch die Öffentlichkeit gehaltenen Bundesschulden von 75,6% des BIP auf 62,2%.

Der Renditenrückgang: Der Trend ist dein Freund

Wir begannen diesen Bericht mit der Feststellung, dass die U.S.-Staatsanleihen und defensive, dividendenstarke Aktien in letzter Zeit gesunken sind. Wir denken, dass dies nur ein kurzfristiger Trend ist. Wie in Abbildung 10 zu sehen ist, waren die Renditen der langfristigen U.S.-Staatsanleihen seit Jahrzehnten in einem abwärts-gerichteten Kanal. Wie wir versucht haben zu argumentieren, wurde dieser Trend von Paul Volker's Federal Reserve ausgelöst und durch hohe relative Schuldenniveaus verstärkt. Im Moment scheinen diese starken, seit mehreren Jahrzehnten anhaltenden Kräfte erhalten zu bleiben. Folglich, während die Renditen sehr niedrig sind, gibt es keinen Hinweis darauf, dass der langfristige Abwärtstrend gebrochen wurde. Obwohl die Indikatoren, die wir gezeigt haben, darauf hindeuten, dass sich die aktuelle konjunkturelle Expansion bis ins Jahr 2017 fortsetzen wird, stellt das sehr niedrige Arbeitslosenniveau einen potenziellen Gegenwind für die laufende zyklische Expansion dar. Investoren werden wahrscheinlich zu den defensiven Papieren zurückkehren, wenn die aktuelle zyklische Expansion

weiter ausgebaut wird und die Gedanken sich auf die unvermeidliche nächste Rezession richten. Bei diesem Szenario sollten Unternehmen mit starken Perspektiven für langfristiges Wachstum gut performen, weil sie gegen zyklische Faktoren teilweise resistent sind. Unsere Anlagestrategie von Wachstum zu einem angemessenen Preis (GARP) ist so konzipiert, diesen idealen Punkt zu treffen.

Chart 10



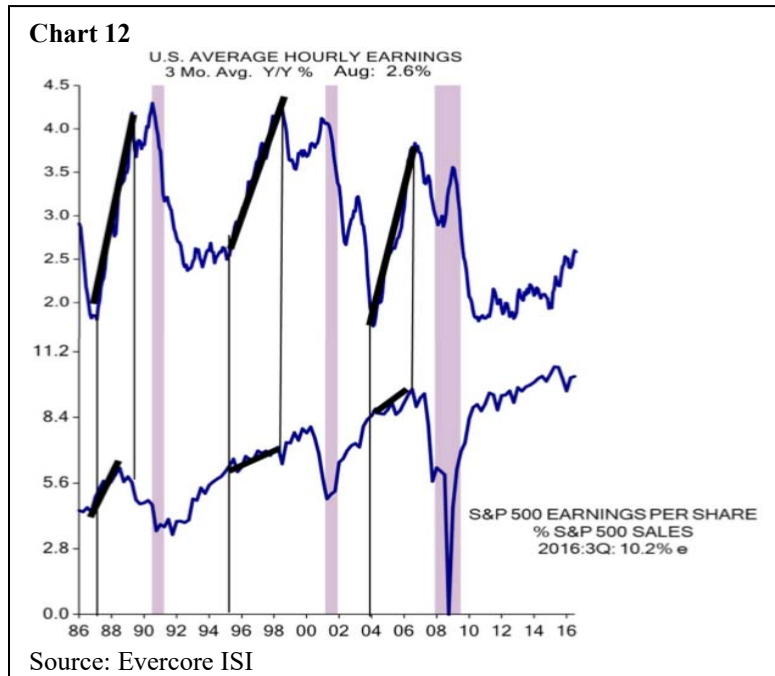
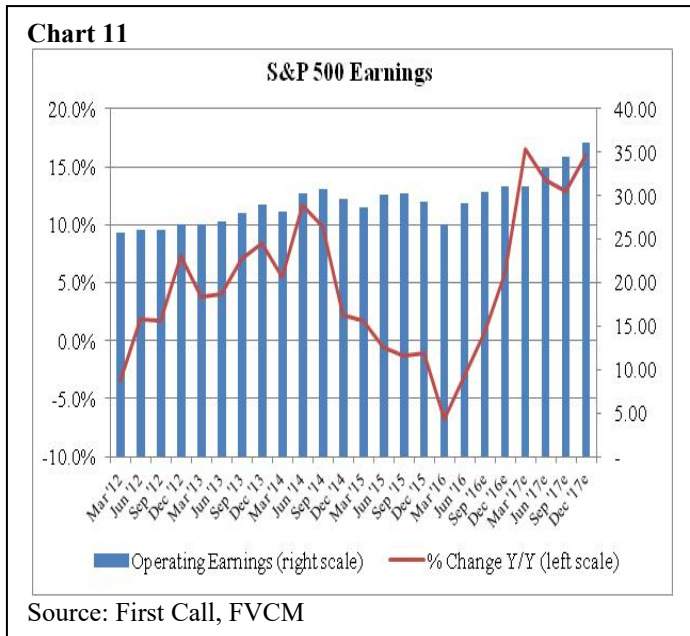
Defensive, dividendenstarke Aktien sind auch attraktiv, weil sich nur wenige große Risikofaktoren am Horizont zeigen. Beide U.S.-Präsidentschaftskandidaten haben sich gegen den internationalen Handel ausgesprochen, vor allem das Nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA). Dies ist bedauerlich. Es gibt nur wenige Dinge, denen fast alle Ökonomen zustimmen können, und einer von diesen ist der Nutzen des freien Handels. Wie Milton Friedman sagte - "der wichtigste zentrale Fakt über den freien Markt ist, dass kein Austausch stattfindet, es sei denn, beide Parteien profitieren". Handelsbeschränkungen würden der U.S.- und Weltwirtschaft unbestreitbarerweise schaden. Unsere Hoffnung ist, dass die aktuellen anti-Handels Reden populistische Rhetorik sind, welche nach der Wahl verschwinden werden und der neue Präsident/die neue Präsidentin der Realität gestellt wird.

Risiken für das Wachstum stammen auch von außerhalb der U.S. Zum Beispiel: Die Chinesen haben eine erstaunliche Arbeit geleistet, einen zyklischen Abschwung im Land durch die fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen aufzuschieben. Chinas Haushaltsdefizit wird voraussichtlich bei 5% des BIP in diesem Jahr liegen - gegenüber 2% im Vorjahr - und wird wahrscheinlich auch im Jahr 2017 steigen, da sie die Ausgaben für Infrastruktur nutzen, um den Rückgang in den privaten Investitionen zu kompensieren. Man muss jedoch besorgt sein über die rasch steigenden Schulden und den starken Anstieg der Immobilienwerte in den großen Städten. Wir sind skeptisch, was die meisten Daten aus China angeht, aber es scheint ein Land zu sein, welches zu extremen Maßnahmen greift, um das Wachstum aufrechtzuerhalten. Es ist schwer zu wissen, wann Chinas Blase platzen wird, aber wir denken, dass es passieren wird. Unabhängig davon sind die europäischen Banken unterkapitalisiert und der Anteil der notleidenden Kredite ist hoch. Es ist schwer zu sehen wie dieses Problem gelöst wird, aber die europäischen Banken stellen ein Risiko für das globale Finanzsystem dar.

S&P 500 Erträge: Kommender Rückprall sollte die Preise höher treiben

Das Ertragswachstum für den S&P 500 (SPX) sollte im Laufe des gerade zu Ende gegangenen Quartals positiv werden, nachdem es fünf Quartale in Folge schrumpfte. Die Unternehmensgewinne wurden durch den Rückgang der Ölpreise und den starken Anstieg des U.S.-Dollars gedrückt, welche Mitte 2014 begannen und sich im vergangenen Jahr stabilisierten. Die ersten Zahlen sind nicht hoch, aber die Konsensprognose ist, dass das operative Ergebnis für das SPX 0,7% höher ausfallen wird (gegenüber dem Vorjahr) für das dritte Quartal, welches im September endete, und 5,9% für das Quartal, das im Dezember 2016 (siehe Abbildung 11) endet. Noch interessanter ist, basierend auf der Summe der vierteljährlichen Konsensprognosen, dass es erwartet wird, dass die Erträge um 14,8% im Jahr 2017 steigen, nach Rückgängen von 0,3% bzw. 0,8%, im Jahre 2014 und 2015.

Angespannte Arbeitsmärkte beginnen die Löhne höher zu treiben, aber die Gewinnmargen der Unternehmen könnten sich noch ausweiten. Bei der Betrachtung der Wahrscheinlichkeit, dass eine Prognose vom 14,8% Gewinnwachstum im Jahr 2017 wahr werden könnte, ist die folgende Tabelle (12) von Evercore ISI hilfreich. Wie dort zu sehen ist, gab es in den letzten Jahrzehnten drei Perioden, wo sich die Gewinnmargen in der gleichen Zeit ausweiteten, als die Löhne stiegen. Aus unserer Sicht spiegelt diese unerwartete Tatsache wahrscheinlich die Kraft der Umsatzrentabilität auf Unternehmensgewinne wider. Die Löhne steigen in der Regel, weil der Konjunkturzyklus eine relativ fortgeschrittene Phase der Expansion darstellt und die Arbeitslosenquote niedrig ist. Aber zur gleichen Zeit sind Kapazitätsauslastungen hoch und steigen weiter. Die Vorteile eines höheren Umsatzes und Produktionsvolumen (höhere Löhne werden schließlich ausgegeben) und Kapazitätsauslastungen auf die Margen, machen die Wirkung eines zyklischen Anstiegs der Löhne mehr als wett. Hinweis: Die Löhne waren seit Jahrzehnten in einem säkularen rückläufigen Trend als Prozent des nationalen Einkommens und der Unternehmensgewinne.



Aktien haben noch großes Aufwärtspotenzial und bieten die besten Aussichten für das kommende Jahr. Das Jahr 2015 begann mit dem SPX bei 2058,9, welches das 17,4-fache der 118,23 operativen Erträge war (siehe Tabelle 1 unten). Zufälligerweise begann das Jahr 2016 mit dem Index beim 17,4-fachen der aktuellen Konsensschätzung für 2016. Wenn 2017 ebenfalls mit dem 17,4-fachen der Konsensschätzungen beginnt, wäre der SPX bei 2,342, oder etwa 10% über dem aktuellen Niveau. Ist ein 17,4 P/E gerechtfertigt? Wie wir bereits in früheren Berichten argumentiert haben, hängt der „faire“ P/E Wert von der Inflationsrate ab, so wie die Anleiherenditen eine Funktion der Inflation sind. Im aktuellen Umfeld sind Aktien angemessen bewertet und Aktienanleger haben auch weiterhin die Möglichkeit moderate Renditen zu erwirtschaften, was die Anleihen und andere Anlageklassen übertreffen sollte. Der Nachteil ist natürlich die Volatilität. Wie wir festgestellt haben, gibt es Risiken, denen globale Unternehmen ausgesetzt sind und Aktienanleger müssen bereit sein die potentielle Volatilität auszuhalten.

Table 1 S&P 500	2014	2015	2016(e)	2017(e)
Index Price (Beginning of Year)	1,848.36	2,058.90	2,043.94	2,342.74
Index Earnings (forward)	118.64	118.23	117.33	134.64
P/E Ratio	15.6	17.4	17.4	17.4

Hinweis: Der SPX Stand für Anfang 2017(e) resultiert aus der Summe der Konsensschätzungen von \$134.64 multipliziert mit einem hypothetischen KGV von 17.4 (KGV in 2015 und erwartetes KGV in 2016).
Source: Thomson Baseline-First Call, FVCM

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt. Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren. Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der U.S.-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt. F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.