

H. Terrence Riley III, CFA
13. Mai 2022

Kontakt: Karin Müller-Paris
+1-561-208-1081 kmm@fvcv.us

Wie weit geht es an den Börsen noch nach unten?

Seit seinem Höchststand in der ersten Januarwoche ist der S&P 500 um 18% gefallen. Zahlreiche Faktoren sind als Auslöser hierfür festzustellen. Die überzogenen Bewertungen bei vielen der großen Wachstumsaktien, als auch bei spekulativen sogenannten "Meme-Aktien", genauso wie bei anderen spekulativen Vermögenswerten, wie den verschiedenen digitalen Assets (Cryptocurrencies, NFT's, etc.) ist einer der Gründe. Das Wiederaufflammen von Corona-Infektionen in China hat aber auch eine große Rolle gespielt. Die staatlichen Lockdowns haben negativen Einfluss auf die Verbrauchernachfrage und erzeugen, bzw. verschlimmern Angebotsengpässe. Der zentrale und wichtigste Faktor für die Korrektur der Aktienkurse war allerdings der Anstieg der Inflation. Da die Inflation Zinserhöhungen und eine restriktive Geldpolitik der US Federal Reserve und anderer Zentralbanken nach sich zieht, wird sie gefürchtet.

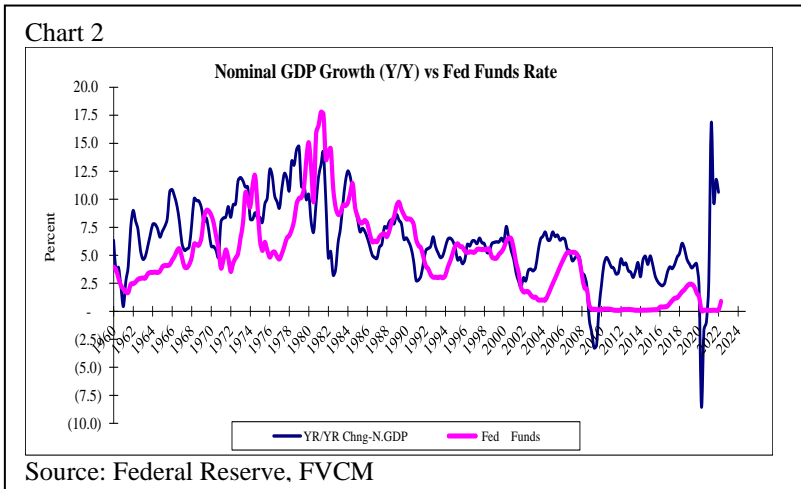
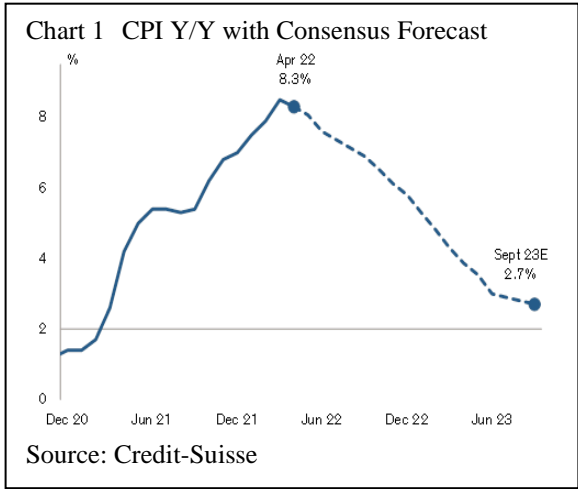
Die Unternehmensumsätze und -gewinne wachsen nach wie vor in einem vernünftigen Umfang, aber die Märkte erwägen die Möglichkeit, dass eine straffere Geldpolitik mit Zeitverzug – vielleicht im Jahr 2023 – zu einer Rezession und einem Rückgang der Gewinne führt. Der Aktienmarkt ist ein Diskontierungsmechanismus, der auf die Zukunft ausgerichtet ist und diese einpreist. Daher steht der aktuelle Rückgang der Aktienkurse im Einklang mit einer zukünftigen Rezession. Um ein Urteil über die kommende Entwicklung der Aktienkurse zu fällen, müssen wir zwei Schritte vorausdenken und in die Zukunft blicken. Das ist, gelinde gesagt, problematisch. Alle Augen sind auf die Fed und ihr Ziel, die Inflation wieder auf 2% zu senken, gerichtet. In dem Maße, in dem die Inflation zu sinken beginnt, werden die Märkte beginnen, ein Ende der restriktiven monetären Politik zu antizipieren, und die Kurse sollten wieder steigen.

Zusammenfassung:

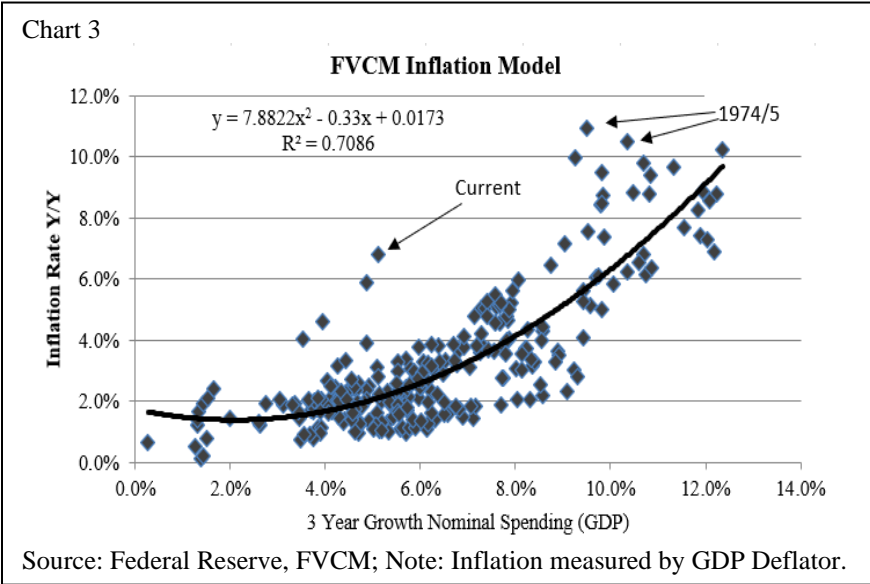
1. Die Inflation und die Entschlossenheit der Federal Reserve die Inflation durch eine straffere Geldpolitik zu reduzieren, ist der Hauptfaktor, der die Aktienkurse belastet.
2. Es besteht erhebliche Unsicherheit bezüglich des Zeitpunkts, aber wir sind zuversichtlich, dass es der Fed gelingen wird, die Inflation zu reduzieren.
3. Es wird erwartet, dass sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt. Der aktuelle Rückgang der Aktienkurse preist die Möglichkeit einer Rezession in 2023 bereits ein.
4. In den kommenden Monaten und Quartalen werden die Aktienkurse wahrscheinlich maßgeblich von der Geschwindigkeit mit der die Inflation unter Kontrolle kommt bestimmt.
5. Wir bleiben bei unserer GARP Aktienstrategie, die fundamentale Geschäftsdaten und eine vernünftige Bewertung der Aktien im Fokus hat. Diese „Stockpicker“-Strategie sollte in einer Periode, in der sich die Exzesse des „easy money“ und der Spekulation korrigieren, weiterhin die passiven Index- oder ETF-Strategien outperformen.

Irritation um Inflation

Die Inflation wird letztlich durch ein schnelles Ausgabenwachstum (nominales BIP) verursacht. Die Fed, wie fast alle anderen Notenbanken, hat den Anstieg der Inflation im vergangenen Jahr unterschätzt. Die Frage ist nun, ob sich die Inflationsrate bis September 2023 so schnell, wie erwartet, auf 2,7% reduzieren wird, oder nicht (siehe Grafik unten).



Seit Beginn der 80er Jahre begann jedes Mal als die Fed versuchte, die Zinssätze zu erhöhen (s.h. pinkfarbene Linie in Chart 2), das nominale BIP-Wachstum zu sinken und brachte damit die Inflationsrate im Gleichklang nach unten. Die Fed befand sich immer in einem Reaktionsmodus. Auch von Dezember 2015 bis Dezember 2018 erhöhte die Fed (sanft) den Leitzins. In 2019 deuteten jedoch einige Frühindikatoren auf eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin und die Fed hat den Kurs geändert und mit drei Zinssenkungen von je 0,25% reagiert. Allerdings endeten dies mit der Corona-Pandemie Anfang 2020, als die Ausgaben stark fielen (s.h. blaue Linie in Chart 2). Angesichts des Abwärtstrends bei den Konsumentenausgaben und auch der über 40 Jahre fallenden Inflation war die Fed besorgt, dass ein so starker und plötzlicher Rückgang der Ausgaben zu einer Deflation führen könnte. Aus dieser Perspektive heraus ist die Entscheidung der Fed ihre Bilanz durch den Kauf von US-Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren ("quantitative Easing") weiter auszuweiten und damit die Geldmenge weiter zu erhöhen, einigermaßen verständlich. Es dauerte jedoch nicht lange, bis die Menschen wieder aus dem Haus gingen und anfangen Geld auszugeben. Dies passierte gerade dann, als es zu Engpässen bei den globalen Lieferketten kam. All dies hat dazu beigetragen, dass Preissteigerungen am Markt einfach durchzusetzen waren. Es scheint jedoch, dass der Zuwachs der nominalen Ausgaben im zweiten Quartal 2021 mit +16,8% seinen Höhepunkt erreicht hat. Die Steigerung hat sich im ersten Quartal 2022 auf +10,6% verlangsamt.



The 1973-1974 Arab Oil Embargo brought an inflation shock of similar magnitude to today.



Diese extreme Variabilität in den nominalen Ausgaben, zusammen mit den globalen Handels- und Produktionsproblemen aufgrund der Pandemie, ist beispiellos und völliges Neuland. Auf Jahressicht läßt sich keine realistische Prognose hinsichtlich der Inflationsrate geben. Traditionell hat sich die Inflation langsam bis moderat beschleunigt. Sobald sie sich manifestiert hat, dauert es normalerweise jedoch einige Jahre, um sie wieder wesentlich zu reduzieren. Unser Research hat gezeigt, dass die Inflation tendenziell dem Ausgabenwachstum der letzten drei Jahre folgt. Basierend auf diesem historischen Zusammenhang sollte die Inflation heute immer noch im Bereich von 2% liegen. Mit anderen Worten, der enorme Anstieg der Ausgaben im Jahr 2021 folgte einem Einbruch der Ausgaben im Jahr 2020 und der "Dreijahresdurchschnitt" ist immer noch niedrig. Wie in Chart 3 zu sehen, ist das aktuelle Inflationsniveau vom Modell (s.h. schwarze Linie) weit entfernt (4,7%). Nur im ersten Quartal 1975 war die Abweichung (5,2%) größer als jetzt. Auch wenn beiden Perioden von ungewöhnlichen Umständen gekennzeichnet waren – manche würden sie als "Black Swan"-Ereignisse bezeichnen - besteht der Unterschied darin, dass sich die Wachstumsraten in den Ausgaben in den 70er Jahren stetig beschleunigt hatten wohingegen die Ausgaben in letzter Zeit nicht stetig gestiegen sind. Auf den starken Fall der Ausgaben in 2020 folgte ein enormer Anstieg.

Das Inflationsproblem in den 70er Jahren war von langer Dauer. Wir sind unsicher, wie schnell die aktuelle Inflation sinken wird, aber eine über viele Jahre anhaltende Inflation, wie wir sie in den 70er Jahren gesehen haben, ist sehr unwahrscheinlich. Wir sind relativ zuversichtlich, weil die Theorie, dass Inflation toleriert werden sollte, um ein höheres Beschäftigungsniveau zu erreichen, der Vergangenheit angehört. Wir wissen jetzt, dass die Theorie der Phillips-Kurve nicht korrekt ist. Die Inflation schadet den Niedriglohnarbeitern am meisten. Sie schadet auch den Kapitalmärkten und dem Arbeitsmarkt und sie verzerrt den gesamten Handel. In dieser Hinsicht besteht Konsens. Daher wird die Federal Reserve im Gegensatz zu den frühen 70er Jahren ein anhaltend hohes Inflationsniveau nicht tolerieren. Je nachdem wie sich die Inflation entwickelt, werden die Zinssätze weiter steigen und die Federal Reserve wird ihre Bilanz reduzieren. Darüber hinaus hat sich der US-Dollar gegenüber den meisten wichtigen Währungen stabilisiert. Ausländisches Kapital sucht die höheren Renditen, die derzeit für festverzinsliche Wertpapiere auf US-Dollar Basis angeboten werden. Der starke Dollar wird viele und unterschiedliche Auswirkungen haben (siehe Kapitel Unternehmensgewinne). Eine Auswirkung ist, dass die starke Währung dazu beiträgt, den Preis von Importen niedrig zu halten und aufgrund des Wettbewerbs einen Abwärtsdruck auf die Inlandspreise ausübt. Wechselkurse sind auch ein marktbasierter Preismechanismus, der Signale hinsichtlich der relativen Kaufkraft einer Währung bietet. Der starke Dollar ist ein Signal, dass die Fed die richtige Politik verfolgt. Leider ist unser Vertrauen in die aktuellen Inflationsprognosen nicht sehr hoch, aber der Abwärtstrend der Inflation, wie in der Konsensprognose in Chart 1 zu sehen, erscheint doch realistisch. Hinweis: Der Abwärtstrend der Inflation ist etwas weniger steil als der Aufwärtstrend. Dies ist zu erwarten, da Inflation auf dem Weg nach unten träger reagiert.

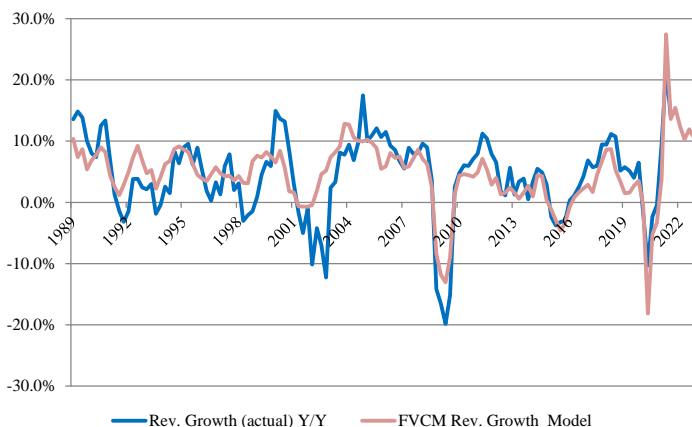
Unternehmensgewinne steigen weiter

Auf Basis der 454 Unternehmen, die bisher ihre Ergebnisse des ersten Quartals 2022 bekanntgegeben haben, ist der Umsatz des S&P 500 im Jahresvergleich um fast 15% gestiegen und der Gewinn um 9,8%. Dies liegt über dem von unserem hauseigenen Model prognostizierten Wachstum von 12,4% bzw. 8,0%. Das ungewöhnlich schnelle Umsatzwachstum korreliert mit dem aktuellen Inflationsumfeld. Die Volumina steigen, aber ein Großteil des Umsatzanstiegs spiegelt die Inflationsrate in den USA von 8% (Verbraucherpreisindex) wider. Die Gewinne sind langsamer gestiegen als der Umsatz, da Kosten wie Energie, Rohstoffe, Versandkosten etc. noch schneller steigen als die allgemeine "Gesamtinflation". Und natürlich versteckt die allgemeine Bewegung der Unternehmensergebnisse, gemessen am S&P 500, einige dramatische Veränderungen bei den zugrunde liegenden Unternehmen und -sektoren. Laut S&P Global werden die Gewinne für den Energiesektor schätzungsweise um 325% steigen, während der Finanzsektor voraussichtlich einen Gewinnrückgang von 27% verzeichnen wird. Ein weiterer Sektor, der von einem Gewinnrückgang betroffen ist, ist der Sektor Consumer Discretionary, in dem die Gewinne voraussichtlich um 41% sinken werden. Dies ist vor allem auf einen Rückgang der Gewinne bei Amazon um 73% zurückzuführen.

Für das Gesamtjahr 2022 erwarten wir, dass die Ergebnisse bei einem Umsatzanstieg von 11% nur um etwa 5% steigen werden. Unser Modell für das Umsatzwachstum berücksichtigt das nominale BIP und die Veränderungen des wichtigsten Währungsindex. Ein sehr starkes Ausgabenwachstum wird durch einen stärkeren Dollar ausgeglichen (bis zu einem Drittel der Gewinne des S&P 500 stammt aus Geschäften außerhalb der USA, die wieder in USD umgerechnet werden müssen). Unser prognostizierter Gewinnanstieg von 5,4% für das Gesamtjahr 2022 könnte sich als zu konservativ erweisen, betrachtet man den Anstieg von 9,8% des ersten Quartals. Es gibt jedoch bereits Anzeichen dafür, dass sich die Wirtschaft beginnt abzukühlen. Wir erwarten weitere Zeichen in dieser Richtung, da die Fed die Zinssätze im Laufe des Jahres weiter erhöhen wird. Aufgrund des Rezessionsrisikos möchten wir noch keine Prognose für 2023 abgeben. Sicherlich ist der aktuelle Rückgang der Aktienkurse ein Vorbote einer bevorstehenden Verlangsamung der Wirtschaftsleistung. Unsere Grundannahme ist, dass sich das Umsatz- und Ergebniswachstum im Jahr 2022 nach und nach verlangsamen wird; im ersten Halbjahr 2023 könnte es dann zu einer Schrumpfung kommen, bevor dann der nächste Aufwärtstrend beginnt.

Chart 4

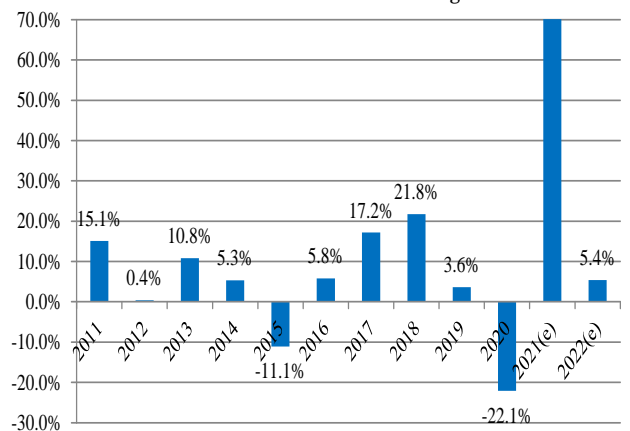
S&P 500 Sales Growth (act) & FVCM Growth Model



Source: Federal Reserve, S&P Global, FVCM

Chart 5

S&P 500 Y/Y Growth in Earnings

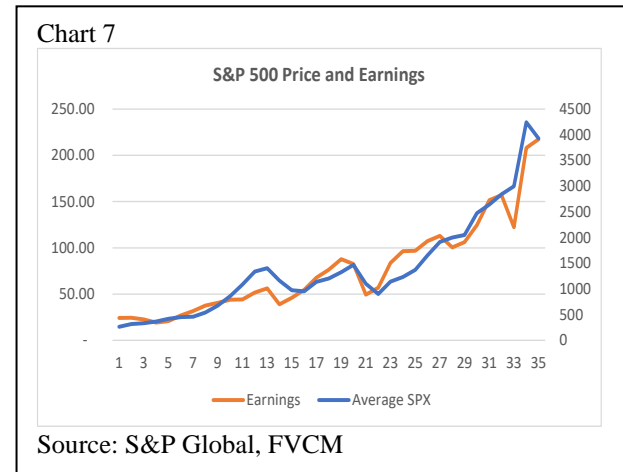
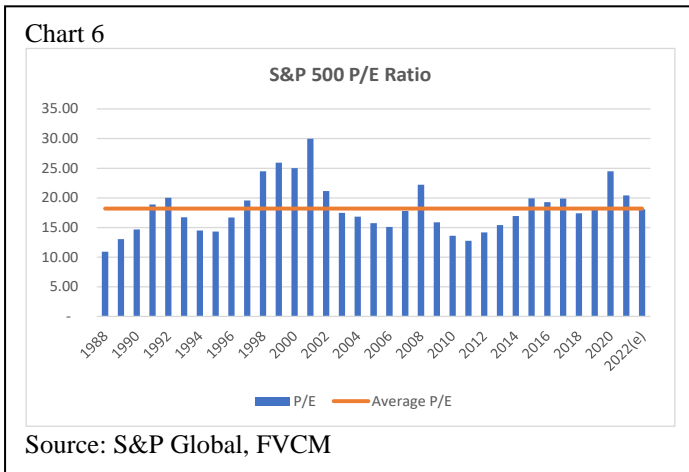


Source: Federal Reserve, S&P Global, FVCM

Zurück zu den Wurzeln: Bewertung

Der S&P 500 schloss am 12. Mai 2022 bei 3'930 Punkten. Basierend auf unserer konservativen Gewinnschätzung für 2022 wird der Index damit zum 18,1-Fachen der Gewinne gehandelt, was knapp unter dem Durchschnitt der Zeitenreihe seit 1988 von 18,2 liegt (siehe Abbildung 6 unten). Aktien zu bewerten ist keine Wissenschaft, sondern eine Kunst. Zum Beispiel haben wir ein detailliertes Bewertungsmodell, das vereinfacht gesagt, die Gewinne über den Konjunkturzyklus glättet und eine angemessene Bewertung, basierend auf der Inflation, berechnet. Laut diesem Modell ist der S&P immer noch um 30% überbewertet. Wenn man jedoch einfach nur den Durchschnittskurs des S&P 500 für jedes Kalenderjahr nimmt und ihn durch die tatsächlichen Gewinne für jedes Jahr dividiert, erhält man die Ergebnisse in Diagramm 6 unten. Auf dieser Grundlage scheint der S&P 500 jetzt auf einem angemessenen Niveau gehandelt zu werden. Wir haben auch Diagramm 7 eingefügt, das den Durchschnittskurs des S&P 500 gegenüber den tatsächlichen Gewinnen für jedes Jahr aufzeigt und unsere Schätzung für 2022 zeigt. Es sollte beachtet werden, dass die Aktienkurse im Laufe der Zeit ansteigen, weil die Gewinne steigen. Wenn die blaue Linie (Durchschnittskurs des S&P 500) unter die orange Linie (Gewinne) fällt, sehen die Aktienkurse günstig aus. Wenn die Preise über die orange Linie der Gewinne steigen, erscheint der Aktienmarkt teuer. Aber im Laufe der Zeit steigen, aufgrund des nie endenden menschlichen Strebens nach Entdeckung, Innovation und steigender Produktion, beide Linien.

Langfristige Anleger an den Aktienmärkten ernten die Früchte dieser Errungenschaften. Es kann nützlich sein, dies im Hinterkopf zu behalten, wenn wir in Phasen negativer Marktentwicklung eintreten.



Die hohe Inflation und die Verknappung der monetären Bedingungen haben den stärksten negativen Einfluss auf die am höchsten bewerteten (Wachstums-) und spekulativen Vermögenswerte. In den zehn Jahren bis 2021 erzielte der S&P 500 Growth Index eine durchschnittliche jährliche Rendite von 18,7%, eine erstaunliche Leistung und weit über der Rendite von 16,6% für den S&P 500 und 12,4% für den S&P 500 Value Index. Aber selbst diese Streuungen der Renditen verschleiern den geballten Geldeinfluss in die größten und beliebtesten Aktien, wie zum Beispiel Apple, Amazon und Facebook (jetzt Meta-Plattformen). Der Zeitraum oder Epoche des leichten Geldes, niedriger Zinssätze und niedriger Inflation verlockte Investoren dazu, Kapital in Unternehmen zu investieren, die das größte Wachstumsversprechen aufwiesen. Und in jüngster Zeit sahen wir Kapital in noch riskantere und esoterischere „Anlagen“ wie Kryptowährungen und „nicht fungible Token“ fließen. Die Tatsache, dass eine seriöse Rentabilität über viele Jahre hinaus nicht erreicht werden wird oder dass solchen Vermögenswerten eine fragwürdige Wertschöpfung zugrunde liegt, war aufgrund des billigen Geldes wenig Besorgnis erregend. Aber aus diesen spekulativen Vermögenswerten kommt langsam die Luft heraus. In den ersten vier Monaten des Jahres 2022 verzeichnete der S&P 500 Growth Index eine negative Rendite von 20,1%. Der Rückgang der großen Wachstumsunternehmen trug auch dazu bei, den größeren S&P 500 Index nach unten zu ziehen, welcher seit Jahresbeginn eine negative Rendite von 12,9% verzeichnet. Für einige der größten Namen waren die Ergebnisse viel schwerwiegender. Die Aktien von Amazon fielen um 25%, Facebook (Meta) verlor 40% und die Aktien von Netflix fielen um 68%.

Einige der größten Verluste ereignen sich außerhalb des Aktienmarktes und Folgeeffekte müssen überwacht werden. Gerade in der vergangenen Woche berichtete Bloomberg, dass mehr als 200 Milliarden Dollar an Kryptovermögen in nur 24 Stunden nach dem Zusammenbruch der TerraUSD Stablecoin vernichtet wurden. In diesen 24 Stunden fiel Bitcoin um bis zu 10% auf den niedrigsten Stand seit letztem Dezember und Ethereum fiel um bis zu 16%. Der sogenannte Stablecoin Tether im Wert von \$80 Mrd. löste sich ebenfalls von seiner 1-Dollar-Bindung und fiel auf 95 Cent, bevor er sich anschließend erholte. Der Krypto-Einbruch ging mit Rückschlägen auf andere liquiditäts- und momentumgebundene Vermögenswerte einher und es gibt am Markt Befürchtungen, dass ein Krypto-Crash auf andere Märkte übergreifen könnte. Die Fed warnte diese Woche in dem „Financial Stability Report“, dass Stablecoins in Stresszeiten an Wert verlieren oder illiquide werden könnten. US-Finanzministerin Yellen wiederholte die Forderung an den Kongress, die Regulierung von Stablecoins zu genehmigen, und verwies auf Risiken für die Finanzmarktstabilität. Wir vermeiden diese Art von Modeerscheinungen am Markt und allgemein die Momentum-getriebenen Märkte, aber man muss diese trotzdem im Gesamtkontext der Kapitalmärkte betrachten.

Da erwartet wird, dass die US-Notenbank die monetären Bedingungen in den kommenden Quartalen weiter straffen wird, sollten Value-Anlagen, die von überzeugenden Fundamentaldaten gestützt werden, weiterhin spekulativere „Wachstums“-Anlagen in der Rendite übertreffen. Während der S&P 500 Total Return Index in den ersten vier Monaten dieses Jahres um 12,9% und der Wachstums (Growth)-Index um 20,1% nachgaben, verloren die Aktien in unseren Portfolios nur 2,4% (Fußnote 1 Seite 7). Unsere Aktien haben ein portfoliogewichtetes nachlaufendes KGV von nur 12,3 gegenüber 18,3 beim S&P 500 und das Kurs-Buchwert-Verhältnis in unserem Portfolio liegt bei 2,6 gegenüber 3,9 im S&P 500. In der Lehre des Portfoliomanagements wird Risiko typischerweise anhand einer Berechnung der Aktienvolatilität gemessen, z. B. Beta, Standardabweichung oder Sharp Ratio. Ein Investment in Unternehmen, die sehr hoch bewertet sind und deren Rentabilität in ferner Zukunft liegt, birgt jedoch ein inhärentes Risiko. Bei solchen Aktien besteht ein höheres Risiko, dass Prognosen nicht eintreffen und demzufolge bedeuten hohe Bewertungen auch höheres Verlustrisiko. Wachstum ist eine wichtige Komponente für den Anlageerfolg, aber eine konservative Einstellung zur Vermeidung allzu beliebter Modeerscheinungen mit überhöhten Bewertungen ist i.d.R. besser für das langfristige Ergebnis. Manchmal kann eine Value-Strategie dazu führen, dass man den Aktien, die aktuell in Mode sind, eine Zeit lang hinterherhinkt, aber in turbulenten Zeiten zahlt sich der Fokus auf die Fundamentaldaten normalerweise aus. Wie Warren Buffet einmal sagte: „Man findet erst dann heraus wer nackt schwimmt, wenn die Ebbe kommt.“

In Bezug auf die Portfoliozusammensetzung fühlen wir uns mit unserem aktuellen Übergewicht in Energie- und Industrietiteln wohl. Investitionen in traditionelle, kohlenstoffbasierte Energien waren in den letzten Jahren nicht besonders beeindruckend. Erstens ist der Energiepreis nach einem Höchststand von etwa \$140 pro Barrel im Jahr 2008 aufgrund der steigenden Produktion gesunken. Dies hat zu geringeren Reinvestitionen geführt. Zweitens wurde politischer Druck auf Energieunternehmen ausgeübt, um Investitionen von kohlenstoffbasierten Quellen auf erneuerbare Energiequellen, die von staatlichen Subventionen profitieren, zu schwenken. Diese beiden Faktoren haben zu einer eingeschränkten Produktion konventioneller Energieanlagen wie Öl- und Gasbohrinfrastruktur und Pipelines für den Gas- und Öltransport geführt. Dies ist ein Rezept für steigende Öl- und Gaspreise und eine höhere Rentabilität für die Unternehmen, die diese produzieren. Wir haben den Energiesektor gegenüber dem S&P 500 vierfach übergewichtet und werden trotz der exzellenten Sektorenperformance seit Jahresbeginn von 43% voraussichtlich an unserem Übergewicht festhalten. Da Kapitalanlagen jeder guten und schlechten Gelegenheit im Technologiesektor nachgejagt sind waren auch die Kapitalinvestitionen in viele Industriebereiche nicht gerade berauschend. Insbesondere mit dem Blick auf die sich jetzt abzeichnenden globalen Versorgungsprobleme wächst die Meinung, dass Kapital wieder in die heimische Produktion fließen muss.

Wir planen in Konsumgüter- und Finanztiteln untergewichtet zu bleiben. Steigende Zinssätze werden mit ziemlicher Sicherheit Abwärtsdruck auf Konsumenteneinkäufe (Einzelhandel), Immobilien, Autos und andere Artikel ausüben. Und wenn die Zinsen steigen, liegt bei den Banken das Risiko, die Reserven für notleidende Kredite erhöhen zu müssen. Auch werden die Großbanken im Allgemeinen sehr schlecht geführt und sind aufgrund jahrelanger komplexer Fusionen ein Horrorschauspiel.

Abschließend empfehlen wir Anlegern, langlaufende Anleihen weiterhin zu meiden – zumindest vorerst. Die Anleiherenditen dürften in den kommenden Quartalen weiter steigen, da die US-Notenbank die Geldpolitik voraussichtlich weiter strafft. Dies bringt in Konsequenz sinkende Anleihekurse. Wenn jedoch die Wirtschaftsindikatoren anfangen zu signalisieren, dass eine Rezession vor der Tür steht, würden wir Anleihenkäufe in Betracht ziehen. Doch bis dahin ist es noch ein weiter Weg. Wir müssten eine flache 3-Monats-/10-Jahres-Renditekurve für US-Staatsanleihen sehen (gleich hohe Zinsen im kurzen wie auch im langen Bereich) und der ISM-PMI-Index für das verarbeitende Gewerbe sowie der Index für neue Aufträge müssten auf oder unter 50 fallen.

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 US-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.

Fußnote 1: Die Performancedaten spiegeln den FVCM Strategic U.S. Equity Portfolio Composite wider und sind gerechnet vor Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten wurden jedoch abgezogen. Die Performance beinhaltet Dividenden, abzüglich einer Quellensteuer für Ausländer, die auf lokale Steuererklärungen angerechnet werden kann. Die im Composite enthaltenen Konten enthielten nur solche, die gemäß einer 100%-igen Aktienstrategie investiert wurden. Konten mit anderen Vermögenswerten wie festverzinslichen Wertpapieren sind ausgeschlossen. Konten, die dem Composite hinzugefügt werden, haben einen Mindestkontowert von \$500.000 zum Zeitpunkt ihrer erstmaligen Aufnahme. Konten mit wesentlichen Cashflows sind für bis zu drei Monate ausgeschlossen oder bis zu dem Zeitpunkt, an dem neue Barguthaben gemäß der SEP-Strategie und den Anweisungen des Kunden in Aktien investiert werden. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.