

H. Terrence Riley III, CFA
25. Januar, 2017

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

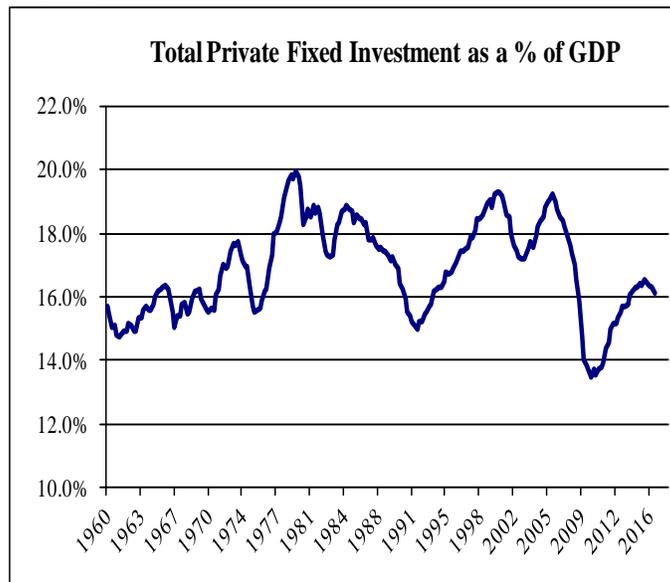
Eine optimistische Meinung inmitten der ganzen Hysterie

- Das US-Wirtschaftswachstum sollte sich in 2017 aufgrund der Trump-Politik beschleunigen.
- Die Investitionstätigkeit der US-Unternehmen sollte sich erhöhen.
- Die Nominalrenditen bei festverzinslichen Papieren nähern sich einem zyklischen Hoch.
- Der US-Dollar dürfte sich am unteren Ende seiner Bandbreite von rund \$1.05 - \$1.15 zum Euro bewegen.
- Die Unternehmenserträge wachsen nun wieder; letztes Jahr waren diese gefallen.
- US-Aktien könnten in den nächsten ein oder zwei Jahren deutlich ansteigen.
- Die Risiken für den Aktienmarkt liegen in der Handelspolitik der USA sowie in einer restriktiven Geldpolitik der Federal Reserve Bank.

Trump ist entschlossen, das Wachstum zu beschleunigen

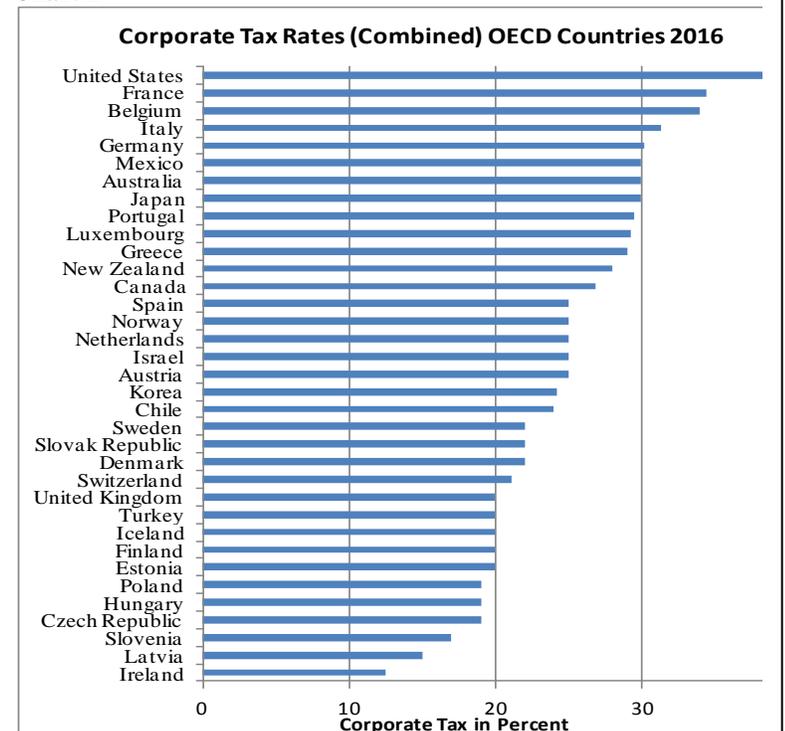
Investitionsausgaben, Wirtschaftswachstum und Produktivitätsgewinne entwickelten sich in dieser Wirtschaftserholung nur schleppend. Nach einem Rückgang von bis zu 20% während der Rezession 2008-9 haben sich die privaten Sachinvestitionen noch nicht wieder auf das vorherige Niveau des BIP (siehe Grafik 1 unten) erholt. Ein paar Anmerkungen: Während in vielen Ländern die Körperschaftssteuersätze gesenkt wurden, blieben diese in den USA unverändert, und weisen dadurch nun den in der industriellen Welt höchsten kombinierten (Federal und State) Körperschaftssteuersatz aus (siehe Grafik 2). Dass in den USA an diesem Steuersatz nichts verändert wurde, liegt daran, dass die Politik der vorherigen Regierung ein Abkommen ausschloss, das die Steuern der Wohlhabenden senken würde. Auch lag ein Großteil des Fokuses der vergangenen acht Jahre auf Einkommensungleichheit und nicht auf Wachstum. Die Investitionsausgaben waren durch die hohe Besteuerung des Kapitals sowie die Wahrnehmung, ob nun richtig oder falsch, dass die abgehende Regierung der Wirtschaft feindlich gegenüberstand, sehr zurückhaltend.

Chart 1



Source: The Federal Reserve, FVCM

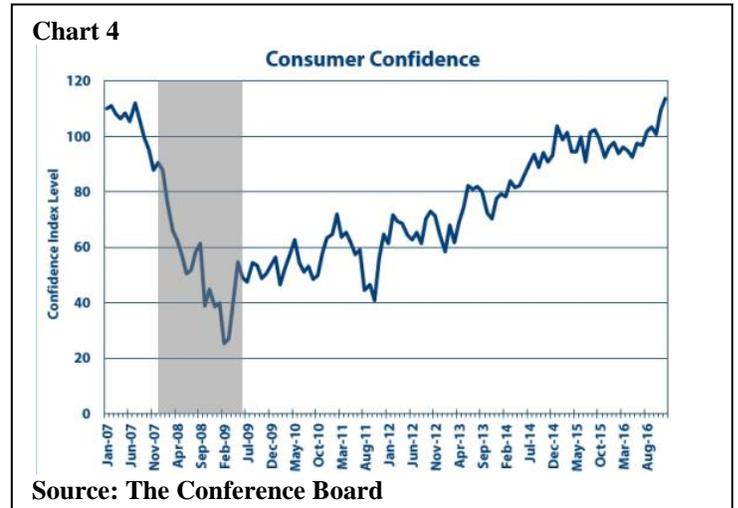
Chart 2



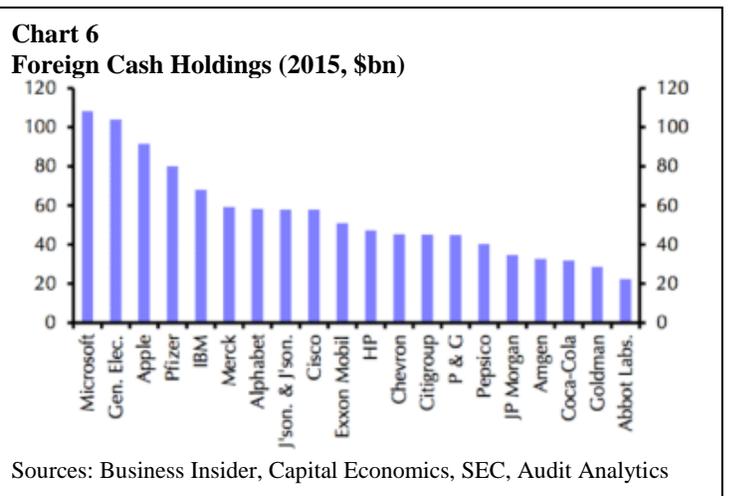
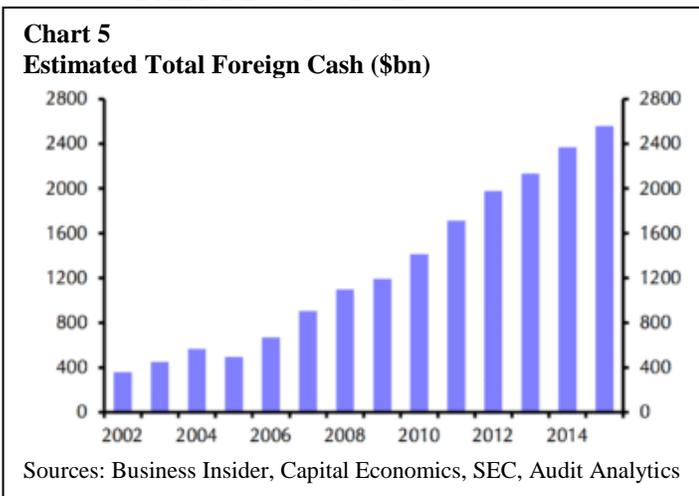
Source: OECD

Es scheint, als dass die jüngsten Wahlen die „animal spirits“ oder Lebensgeister geweckt haben. In seinem berühmten Buch, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, stellte John Maynard Keynes fest, dass "unsere Entscheidungen, etwas Positives zu tun, dessen volle Konsequenzen sich über viele Tage erstrecken, kann nur als Ergebnis der geweckten Lebensgeister gesehen werden – ein spontaner Handlungsdrang etwas zu erreichen anstelle der Untätigkeit zu verfallen." Keynes bezog sich auf Emotionen und Gedanken von Menschen als Wirtschaftswesen und auf die Frage, wie geschäftliche Entscheidungen, wie Kapitalausgaben mit langfristigen Konsequenzen, stark von solchen Lebensgeistern beeinflusst werden können. Zusätzlich zum jüngsten Anstieg der Aktienkurse gab es auch im „Optimismus der kleineren Unternehmen“ (Grafik 3) einen extremen Sprung nach oben. Das Verbrauchervertrauen ist ebenfalls gestiegen (Grafik 4).

Dies ist ein Beweis dafür, dass Pro-Trump-Business-Vorschläge, wie die Reduzierung des US-Körperschaftssteuersatzes und geplante Senkungen der persönlichen Steuersätze, die kleine Unternehmen betreffen, bereits Auswirkungen haben.



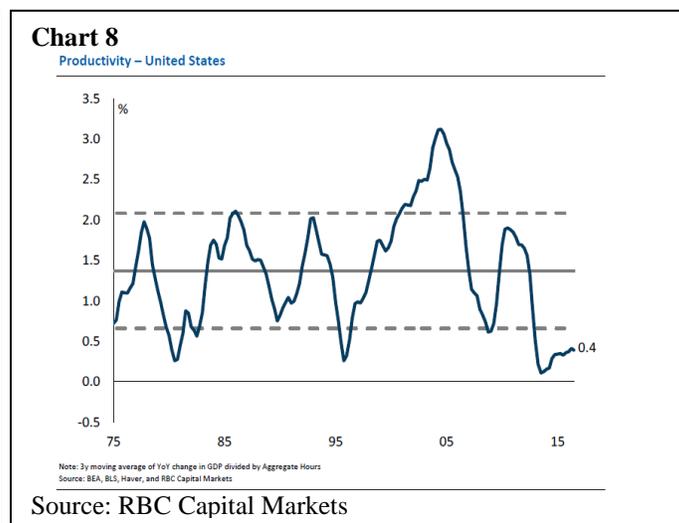
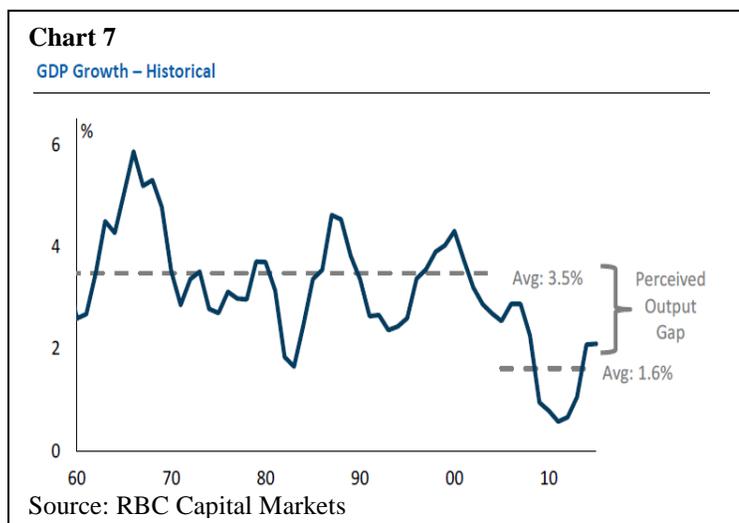
Trump's Reformvorschlag zur US-Körperschaftsteuerung ist besonders wichtig. Berichten zufolge halten US-Unternehmen mehr als zwei Billionen Dollar in bar auf ausländischen Konten um eine Besteuerung in den USA zu umgehen (siehe Grafik 5 und 6). Unternehmensgewinne, die im Ausland erwirtschaftet werden, werden in den USA nur dann besteuert, wenn das Geld in die Vereinigten Staaten zurückgeführt wird. Trump hat nun eine einmalige Steuer von 10% für die Bargeldrückführung vorgeschlagen. Die neue Regierung plant auch, den föderalen Körperschaftssteuersatz von derzeit 35% auf 15% zu senken. In den letzten Jahren gab es viele "Inversionen", bei denen US-Unternehmen mit einer kleineren Firma in Ländern wie z.B. Irland fusionierten, nur um ihren Steuersatz zu senken. Fällt der föderale Steuersatz auf ein wettbewerbsfähiges Niveau von beispielweise 15%, sollten die Unternehmen mehr Anreize haben, Kapital in den USA zu belassen und in Kapitalprojekte innerhalb der USA zu investieren, anstatt im Ausland zu investieren bzw. Gewinne für Dividendenzahlungen und den Rückkauf von Aktien zu verwenden.



Die „Tax Foundation“, die führende US-Denkfabrik, welche die Steuerpolitik untersucht, veröffentlichte im Jahr 2012 eine Meta-Analyse von wirtschaftlichen Studien über die Auswirkungen von Steuern. Dabei wurde folgendes festgestellt:

- Jede Studie über die vergangenen fünfzehn Jahre zeigte, dass sich Steuern negativ auf das Wachstum auswirken. Diese Studien, die zwischen verschiedenen Arten von Steuern unterscheiden, haben festgestellt, dass Körperschaftssteuern am schädlichsten sind, gefolgt von Einkommenssteuern, Konsumsteuern und Grundsteuern.
- Die Erkenntnisse unterstützen die neoklassische Ansicht, dass Einkommen und Wohlstand zuerst geschaffen werden müssen und dann erst verbraucht werden können. Anders gesagt: Steuern auf die Produktionsfaktoren, d.h. Kapital und Arbeit, wirken sich besonders negativ auf die Schaffung von Wohlstand aus.
- Körperschafts- und Gesellschaftssteuern reduzieren den Investitions- und Kapitalanreiz. Weniger Investitionen bedeuten weniger produktive Arbeiter und entsprechend niedrigere Löhne.
- Steuern auf Einkommen und Löhne reduzieren den Arbeitsanreiz. Progressive Einkommenssteuern, bei denen höhere Einkommen mit einem höheren Steuersatz besteuert werden, reduzieren die Bildung, da hohe Einkommen mit einem hohen Bildungsniveau verbunden sind und damit den Anreiz zum Aufbau von Humankapital verringern.
- Die progressive Besteuerung reduziert auch Kapitalinvestitionen, Risikobereitschaft und unternehmerische Tätigkeiten, da ein überproportional hoher Anteil dieser Tätigkeiten durch Großverdiener geleistet wird.

Die sogenannten „animal spirits“ wurden nicht nur durch Trump's Versprechen die Steuern zu senken, sondern auch durch das Vorhaben die Bürokratie zu reduzieren, angestoßen. Während der Obama-Regierung hat sich das „Federal Register of Regulations“ schneller als zu jeder anderen Zeit in der US-Geschichte ausgeweitet. Trump hat versprochen viele der Regulierungen, die die Finanz-, Energie-, Gesundheits- und andere Sektoren betreffen, rückgängig zu machen. Betrachtet man seine Besetzungen der Regierungspositionen, so ist dies auch recht wahrscheinlich. Neben einer Rückgängigmachung der Unternehmensregulierungen, wurde auch vorgeschlagen, die Zahl der Regierungsmitarbeiter um 10% bis 20% zu senken. Wie in Grafik 7 und 8 zu sehen ist, sind die Konjunktur und auch die Produktivität während der aktuellen Wirtschaftsexpansion unter dem historischen Durchschnitt gewachsen. Trump plant sich auf ein politisches Experiment einzulassen, um festzustellen, ob diese Trends rückgängig gemacht werden können.



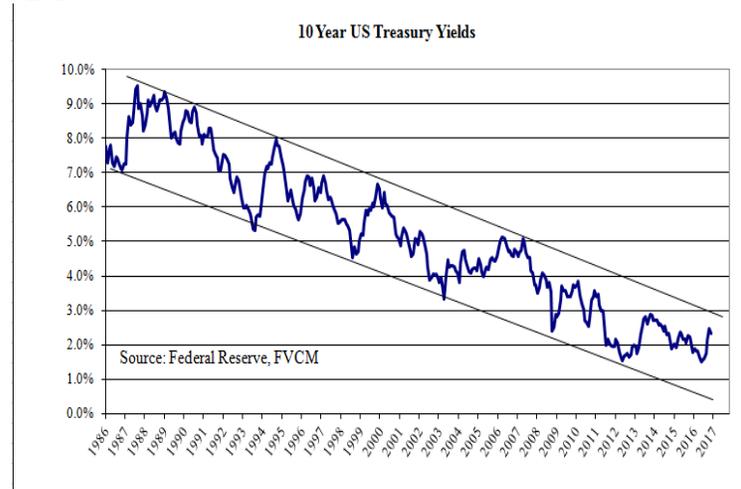
Handelsprotektionismus ist das größte uns bekannte Risiko der Politik von Trump. Aber auch hier scheint es aktuell, dass das Risiko viel geringer sein könnte, als die harte Rhetorik suggeriert. Zum Beispiel, Wilbur Ross, der von Trump vorgeschlagene Handelsminister, ist jemand, der als einer von Trump's "Hardliner" bezeichnet wird. Er hat bei der Befragung durch die US-Senatoren während seines Genehmigungsprozesses einige „erleuchtende“ Angaben gemacht. Ross stimmte zu, dass das Smoot-

Hawley-Gesetz (übergreifende Zölle in den 1930er-Jahren) negative Effekte hatte. Stattdessen befürwortet Ross „Zölle, die von Fall zu Fall erhoben werden“, um, wie er sagt, diese als "Verhandlungsinstrument einzusetzen und um unangemessene Praktiken zu korrigieren". Trump hat auch klargestellt, dass er bilaterale Handelsabkommen den großen multinationalen Abkommen, wie die von der Obama-Regierung ausgehandelte Trans Pacific Partnership (TPP), vorzieht. Darüber hinaus wurde nun auch klar, dass Trump's Einwände gegen den Handel eher auf Niedriglohnländer wie China oder Vietnam (Teil des TPP) und nicht auf Hochlohnländer wie Kanada, Großbritannien oder Deutschland, fokussiert sind. Es hat den Anschein, dass die Androhung gezielter Zölle ein Verhandlungsinstrument ist; vor allem mit Ländern wie China, denen "unlautere" Handelspraktiken unterstellt werden. In China gibt es z.B. Auflagen für ausländische Unternehmen, dass diese Joint Ventures mit chinesischen Staatsunternehmen mit lokaler Mehrheitsbeteiligung eingehen müssen. Auch wird Patentrecht nicht eingehalten und es gibt Restriktionen bezüglich von Kapitalabzügen usw. Sollte Trump in harten Verhandlungen mit den Chinesen erfolgreich sein, kann das auch Ländern wie Deutschland helfen, die unter ähnlichen Problemen leiden.

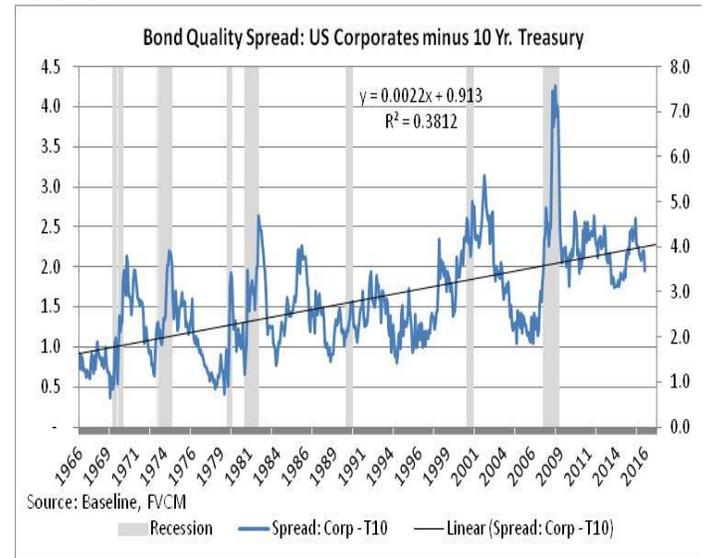
Volatilität im Anleihenmarkt

Die langfristigen Anleiherenditen schossen nach oben, weil ein höheres Wirtschaftswachstum erwartet wird und die Fed nun eine „hawkische“ Aussicht stellt. Die Trump-Fiskalpolitik hat die mittelfristige Dynamik in den Anleihemärkten verändert. Da die Arbeitslosigkeit bereits unter 5% liegt, könnte in den kommenden Jahren Druck auf die Inflation entstehen. Dies sollte man genau beobachten. Öffentliche Äußerungen der Fed sowie Indikatoren wie die Fed Funds Futures-Kontrakte deuten darauf hin, dass die kurzfristigen Zinsen in diesem Jahr mindestens ein paar Mal erhöht werden. Besorgniserregend ist, dass einige ehemalige „dovische“ Fed-Mitglieder, wie die Fed-Gouverneurin Lael Brainard, nun sogar davon sprechen, auslaufende Wertpapiere nicht mehr zu ersetzen und dadurch die Bilanz der Fed schrumpfen zu lassen. Wird die Fed durch die Schrumpfung ihrer Bilanz restriktiver, so stellt dies ein Risiko für die Wirtschaft und den Aktienmarkt dar. Wir müssen diese Situation sorgfältig beobachten.

Die Anleiherenditen haben noch Luft nach oben, da die neue Wirtschaftspolitik den aktuellen Konjunkturzyklus verlängert. Ein Effekt der großen Desinflation, die seit den frühen 80er Jahren mit Paul Volker und Ronald Reagan im Gange ist, ist dass die Renditen sich seit mehr als dreißig Jahren im Abwärtstrend befinden (siehe Grafik 9). Wie wir in unserem Bericht im vergangenen Oktober geschrieben haben, gibt es mächtige säkulare Kräfte, die einen Abwärtsdruck auf die Ausgaben, die Inflation und die Zinsen ausüben. Ein Extremzustand - wie ein Krieg und ein wesentlicher Anstieg der Staatsausgaben - könnte die Inflation neu entfachen und diese Dynamik ändern. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies passiert, scheint uns aber nicht groß. Unserer Meinung nach, ist das wahrscheinlichste Szenario, dass Trump's Fiskalpolitik das Wachstum für ein paar Jahre beschleunigen wird. Und zumindest im Moment erwarten wir nicht, dass die Renditen aus dem Abwärtskanal ausbrechen werden, in dem sich diese seit mehr als 30 Jahren befinden. Bei den Unternehmensanleihen sind die Spreads zwar unter die Trendlinie gefallen (Grafik 10), sie scheinen aber trotzdem angemessen zu sein, zieht man die Wahrscheinlichkeit eines höheren Wachstums in 2017 und 2018 ins Kalkül.

Chart 9

Source: The Federal Reserve, FVCM

Chart 10

Für das Jahr 2017 erwarten wir, dass sich der USD/EUR-Umrechnungskurs, wie bereits in den letzten zwei Jahren, weiterhin in einer Bandbreite zwischen \$1.05 bis \$1.15 bewegen wird (siehe Grafik 11). Es gibt mehrere konkurrierende Kräfte, die derzeit den USD/Euro-Kurs beeinflussen. Diese scheinen eine Pattsituation geschaffen zu haben, die wesentlich länger andauern könnte.

Euro negativ:

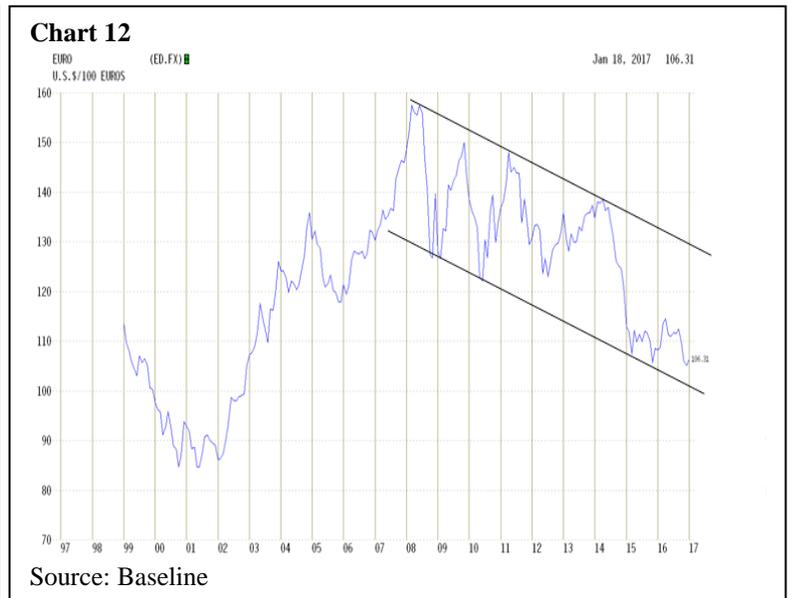
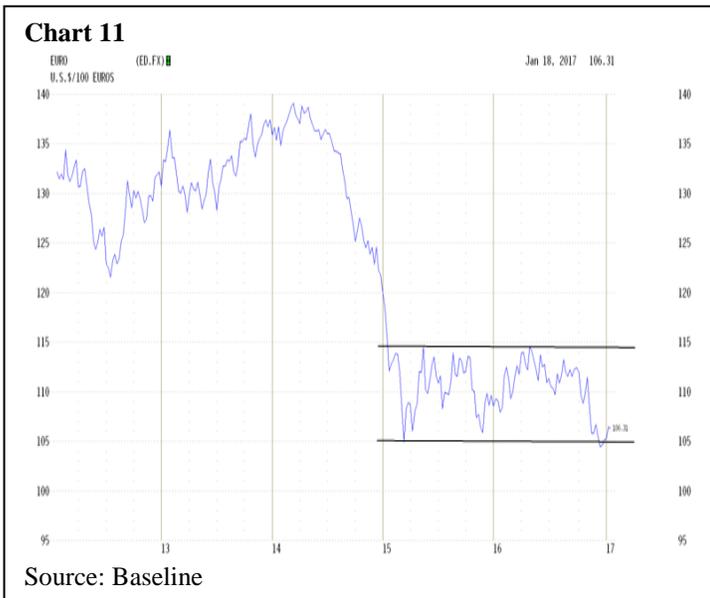
Der Euro ist seit seinem Höhepunkt im Jahre 2008 stark rückläufig (siehe Grafik 12). Die wahrscheinlichste Ursache für diese schlechte Performance ist das seit der Finanzkrise sehr langsame bzw. nicht vorhandene Wachstum in der Eurozone. Die Stagnation der Wirtschaft zieht nicht mehr Kapital an, und auch die scheinbar hartnäckigen Probleme in Griechenland und Italien sind keine Hilfe. Darüber hinaus verfügt das europäische Bankensystem, insbesondere in Italien, über ein äußerst hohes Niveau an notleidenden Krediten, und es gibt keine eindeutige Lösung. Die EZB versucht, das europäische Schiff durch quantitative Lockerung (QE) am Schwimmen zu halten, und daher gibt es wenig Anreize für ausländisches Kapital in den Euro umzusiedeln. Im Gegensatz dazu sind die von Trump geplanten fiskalpolitischen Änderungen attraktiv für Anleger und auch die steigenden Zinssätze in den USA ziehen Kapital an.

Euro positiv:

In erster Linie ist zu bemerken, dass der Euro im Hinblick auf seine Kaufkraft unterbewertet ist; die Kaufkraft ist der fundamentale Wert der Währung. Wenn keine große Katastrophe kommt, wie z.B. starke Inflation oder eine Aufspaltung des Währungsblocks, sollte der Euro in den nächsten zehn Jahren relativ gut laufen. Donald Trump hat sich als eines seiner wichtigsten Ziele die Rückkehr der Arbeitsplätze im Produktions- und Fertigungsbereich, welche die USA in den letzten Jahren verlassen haben, gesetzt. Um dieses Ziel zu erreichen, hat Trump bereits versucht, den Dollar "hinunter zusprechen", da ein starker Dollar die Exporte erstickt und die Importe fördert. Jüngste Daten haben auch gezeigt, dass sich das europäische Wachstum anfängt etwas zu beschleunigen. Schlussendlich wird die EZB auch die quantitative Lockerung irgendwann beenden. Der Umrechnungskurs des Euros sollte davon profitieren.

Per Saldo:

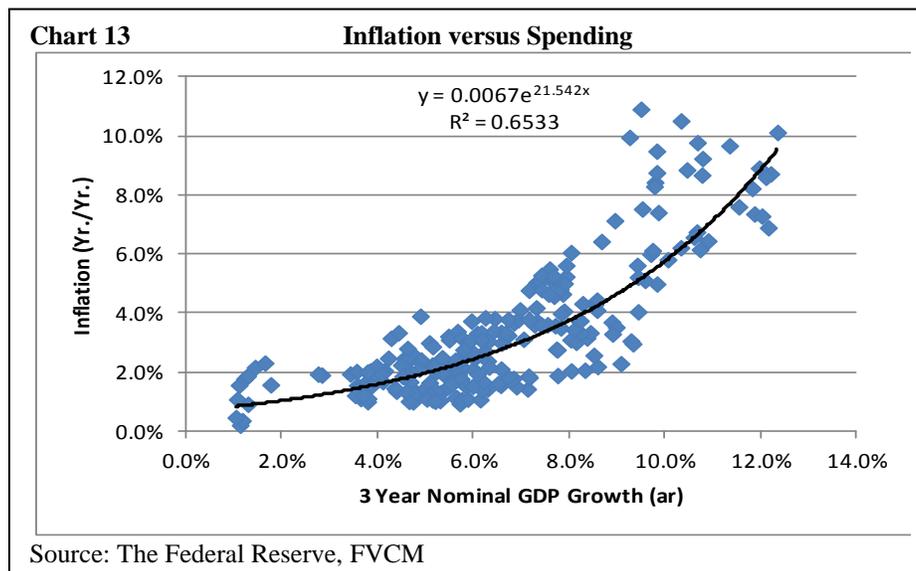
Seit zwei Jahren kämpfen die Anleger mit diesen konkurrierenden Kräften und der USD/Euro-Wechselkurs blieb größtenteils im Bereich zwischen \$1.05 und \$ 1.15. Solche Handelsbänder, die sich über Jahre eingespielt haben, enden normalerweise nicht einfach oder schnell. Die Wahl von Trump verändert sicherlich einiges, aber für die kommenden Monate denken wir, dass die Bandbreite wahrscheinlich weiterhin anhält.



Inflation: Ein Schlüsselfaktor für die Märkte

Wir bleiben zuversichtlich, dass in der nahen Zukunft die Inflation nicht anspringen wird; was der Schlüssel für eine bullische Aussicht für Aktien ist. Wie wir schon früher geschrieben haben, gibt es wenig, das auf die Aktienmärkte mehr drückt als die Inflation. Sowohl die Preise der Anleihewerte als auch die Bewertung breiter Aktienindizes wie der S&P 500 stehen in direktem Zusammenhang mit der Inflation. Inflation erodiert die den Barwert der Zins- und Dividendenzahlungen. Ebenfalls legt Inflation extremen Druck auf die Zentralbank die kurzfristigen Zinsen zu erhöhen und die Kreditvergaben zu straffen, was in der Regel die Wirtschaft in eine Rezession führt. Aus diesem Grund beobachten wir sorgfältig die Art und Weise, wie die *Federal Reserve die nominalen Ausgaben durch ihre Einflussfaktoren von Geldmenge und Kredite steuert.*

Wie in unserem Modell in Abbildung 13 dargestellt, sehen wir eine direkte, aber verzögerte Beziehung zwischen der Wachstumsrate der Ausgaben in der Gesamtwirtschaft und der Inflation. Genauer gesagt, spiegelt das aktuelle Niveau der Inflation Veränderungen in den Ausgaben der letzten drei Jahren wieder. In dieser Hinsicht sehen wir die Politik der Fed als richtig. Die Nominalausgaben (BIP) sind in den letzten drei Jahren mit einer bescheidenen, nicht inflationären Rate von 3,4% gewachsen. Breit angelegte Inflationsmaßzahlen wie der BIP-Deflator dürften, zumindest für die kommenden eins bis zwei Jahre, unter 2% bleiben. Darüber hinaus reagiert die reale Wirtschaftstätigkeit – ganz im Gegensatz zur Inflation - rasch auf Veränderungen der Ausgaben. Wenn daher Trump-Richtlinien zu schnelleren Ausgaben führen, wird der erste Iterationseffekt das Ideal eines schnelleren realen Wachstums sein, während die Inflation auf einem niedrigen Niveau zurückbleibt.

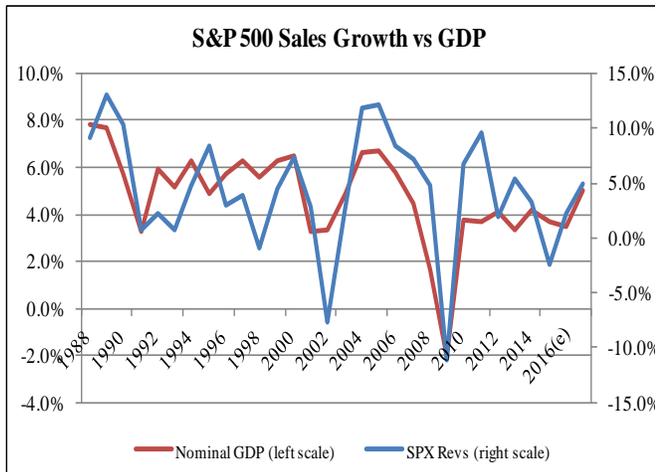


Rebound der Erträge

Die Gewinne im S&P 500 steigen seit dem zweiten Halbjahr 2016 wieder und weitere Zuwächse sind wahrscheinlich. Während die Ertragssteigerung teilweise auf die relative Stabilität des Devisenkurses zurückzuführen ist, spielte der Energiesektor trotzdem die größte Rolle. Im vierten Quartal 2015 waren die Rückgänge aus dem Energiesektor am höchsten. Die fallenden Erträge dort steuerten einen Beitrag von rund -10% zum Gesamtergebnis des Indexes bei. Als die Energiepreise im dritten Quartal 2016 stiegen, kehrte der Energiesektor in die Profitabilität zurück. Im vierten Quartal 2016 wird nun erwartet, dass die Gewinne im Energiebereich einen positiven Beitrag von 2% zum S&P 500-Indexergebnis beitragen. Zusätzliche Gewinne sind im Jahr 2017, mit Ölpreisen in einem Bereich um die \$50 pro Barrel, wahrscheinlich.

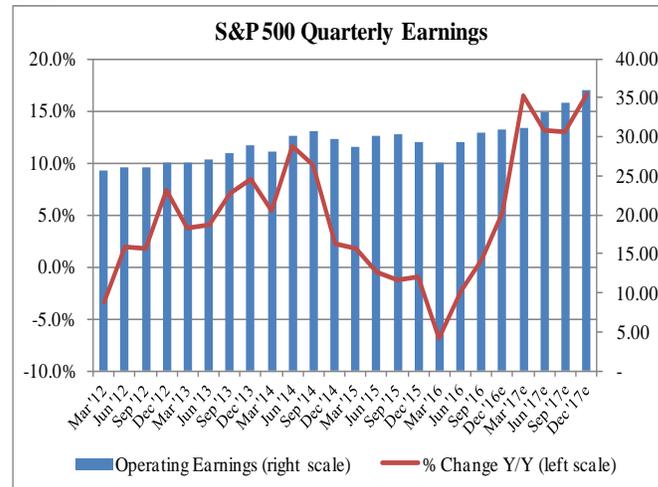
Seit November sind die Schätzungen der operativen Ergebnisse für den S&P 500 sprunghaft angestiegen. Die Konsensschätzung für das S&P 500 Ergebnis beläuft sich nun für 2016 auf \$118.01 und für 2017 auf \$128.23. Zusammen mit einer kontinuierlichen Verbesserung des Energiesektors dürften die Erträge des S&P 500 aufgrund eines besseren Wirtschaftswachstums um etwa 5% steigen (siehe Grafik 14). Trotz Aufwärtsdruck bei den Löhnen sollten die Effekte aus operativer und finanzieller Hebelwirkung auch im Jahr 2017 zu besseren Gewinnmargen führen. Wir schätzen, dass das Ergebnis des S&P 500 im Jahr 2017 \$134 erreichen könnte, was deutlich über der aktuellen Konsensschätzung von \$128 liegt.

Chart 14



Source: The Federal Reserve, Thomson Baseline, FVCM

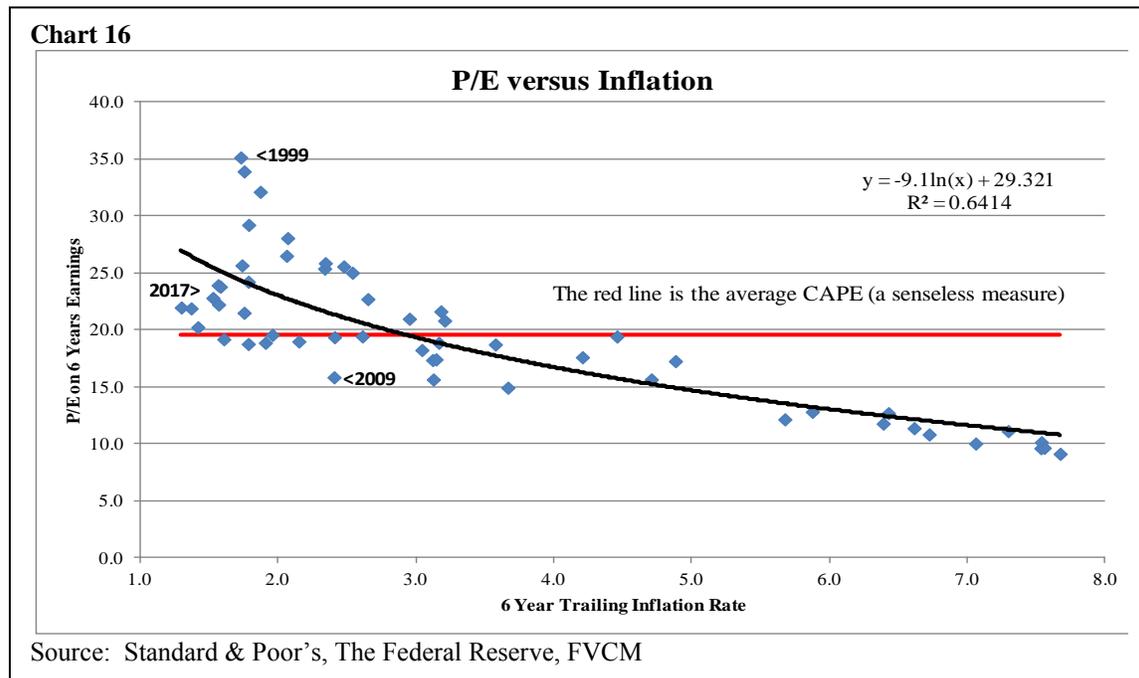
Chart 15



Source: The Federal Reserve, FVCM

Aktien sind angemessen bewertet

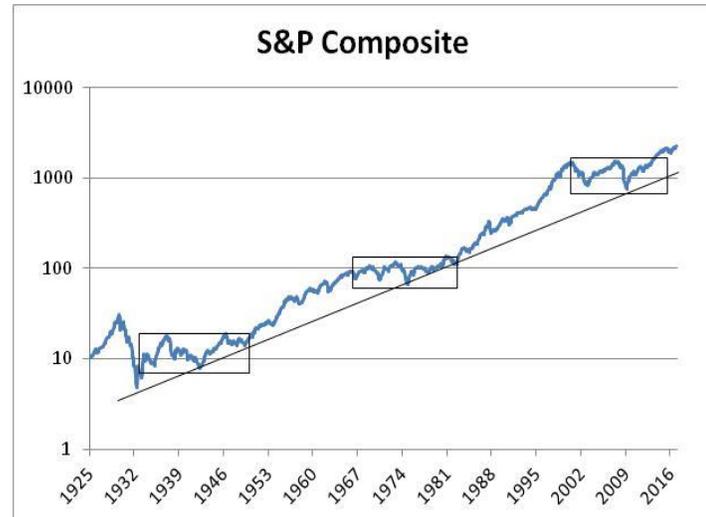
Wir glauben, dass das so genannte Shiller P/E konzeptionell fehlerhaft ist und dass der S&P 500 in Anbetracht der niedrigen Inflationsrate angemessen bewertet ist. Ohne zu tief in all die kleinsten Details einzutauchen, finden wir das Shiller zyklisch angepasste P/E (CAPE) nicht hilfreich, da es lediglich das gegenwärtige CAPE im historischen Durchschnitt betrachtet. Wir würden argumentieren, dass P/E-Ratios (KGVs) im Kontext der aktuellen / erwarteten Inflation zu sehen sind, genau gleich wie Anleiherenditen nur im Rahmen der aktuellen / erwarteten Inflation sinnvoll erscheinen. Wie in unserem Bewertungsmodell in Grafik 16 (die gebogene schwarze Linie) dargestellt, führten Perioden hoher Inflation zu niedrigeren Bewertungsniveaus (KGVs) sowie zu hohen Renditen bei Anleihen. Perioden mit niedriger Inflation, so wie aktuell der Fall, rechtfertigen hohe KGVs. Während das aktuelle CAPE über dem einfachen Durchschnitt (flache rote Linie) liegt, liegt es bei etwa 8% unterhalb unserer Kurvenlinie (schwarze Linie), welche die Inflation mitberücksichtigt. Damit ist der Markt leicht unterbewertet. Beachten Sie bitte, dass der S&P 500 während der Panik in 2009 fast 30% unterbewertet war.



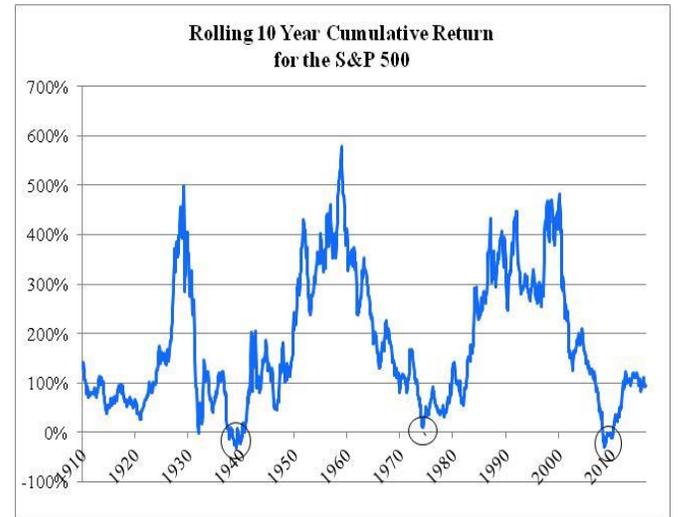
Aktienkurse: Wir erwarten höhere Preise für einen längeren Zeitraum

In 2017 sind die Bedingungen für deutlich höhere Aktienkurse gegeben. Die Faktoren, die die Aktienkurse in den letzten Jahren stark nach oben getrieben haben, sind weiter intakt. Erstens, wie bereits erwähnt, zeichnet sich noch keine Inflation am Horizont ab und auch die Aktienbewertungen haben noch Luft nach oben, bevor sie übertrieben bewertet sein werden. Zweitens dürfte die von der Trump-Regierung geplante Fiskalpolitik – trotz der neuen Handelspolitik - zu einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums und der Unternehmensgewinne führen. Sowohl „G“ (Gewinn) als auch das „KGV“ könnten steigen und damit würden Aktienpreise stark zulegen. Vieles wird von der Vermeidung von Landminen, wie z.B. einem bilateralen Handelskrieg zwischen den USA und China, abhängen. Wichtig wird sein, die Fed genau zu beobachten und nach Hinweisen Ausschau zu halten, die uns andeuten, dass die Fed ihre Bilanz verringern möchte. Wenn das geschieht, könnten die Anleiherenditen wesentlich ansteigen, der Dollar könnte nach oben schießen, und Aktien würden leiden.

Aktien haben in den letzten Jahren gute Erfolge erzielt und können dies auch weiterhin. Blickt man auf lange Trends, dann merkt man, es könnte noch viel weiter gehen. Wie in Grafik 17 dargestellt, dauerte es fast 14 Jahre bis der S&P 500 endgültig aus der Konsolidierungsphase ausbrach, welche im März 2000 begann. Dieser Bärenmarkt ähnelt zwei anderen langen Perioden des letzten Jahrhunderts, als Aktien in einem säkularen Bärenmarkt waren. Während der großen Depression der 1930er Jahre und der großen Inflation der 1970er Jahre. Grafik 18 betrachtet das gleiche Phänomen in einer anderen Form: Es zeigt die kumulative rollierende 10-Jahres-Rendite des S&P Indexes. Beachten Sie bitte, dass es im vergangenen Jahrhundert nur drei Perioden gegeben hat, in denen Aktieninvestoren, die zehn Jahre lang Aktien im Bestand hielten, entweder Geld verloren haben oder gerade mal mit Null abgeschlossen haben. Eine dieser drei Perioden endete im Jahr 2009. Der darauffolgende Aufschwung könnte sehr lange sein. Philosophisch, glauben wir, dass jede Ära eine neu ist und dass, wahrlich, zukünftige Ereignisse einzigartig sein werden. Aber, wenn Vergangenheitsmuster irgendeinen Leitfaden darstellen, dann könnte es gut sein, dass wir erst am Anfang eines sehr langen säkularen Bullenmarktes stehen.

Chart 17

Source: Shiller, Yale University; FVCM

Chart 18

Source: Shiller, Yale University; 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.