



SwissLife
Asset Managers

Economic Outlook 2022

Swiss Life Asset Managers

13.01.2022

Marc Brüttsch, Chief Economist,  @MarcBruetsch
Daniel Rempfler, Head Fixed Income
José Antonio Blanco, Head Investment Management

Herzlich willkommen!

- **Ausblick 2022 – Konjunktur**

Marc Brütsch, Chief Economist

- «Team Transitory» gegen «Team Permanent» – oder wie weiter mit der Inflation?

- **Ausblick 2022 – Zinsen & Zentralbanken**

Daniel Rempfler, Head Fixed Income, Drittkundengeschäft

- Wie wirkt sich die Inflationsthematik auf Geldpolitik, Zinsen und den CHF aus?

- **Ausblick 2022 – Anlageklassen**

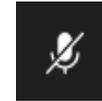
José Antonio Blanco, Head Investment Management, Drittkundengeschäft

- Wie sollten sich Anleger jetzt aufstellen?

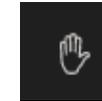
- **Fazit**

- **Q&A**

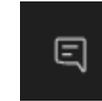
Organisatorisches



Schalten Sie Ihr **Mikrofon** während der Referate stumm.



Stellen Sie **Fragen** gerne **nach den Referaten** durch **virtuelles Handheben** oder im **Chat**,



um Ihre Frage nach dem Aufrufen **mündlich** zu stellen.

Ausblick 2022 – Konjunktur

Inflation: Vorübergehend, oder gekommen um zu bleiben?

Marc Brütsch, Chief Economist

 @MarcBruetsch

«Team Transitory»: Das beste Mittel gegen hohe Preise sind hohe Preise

Malaysia: Produktion von Halbleitern



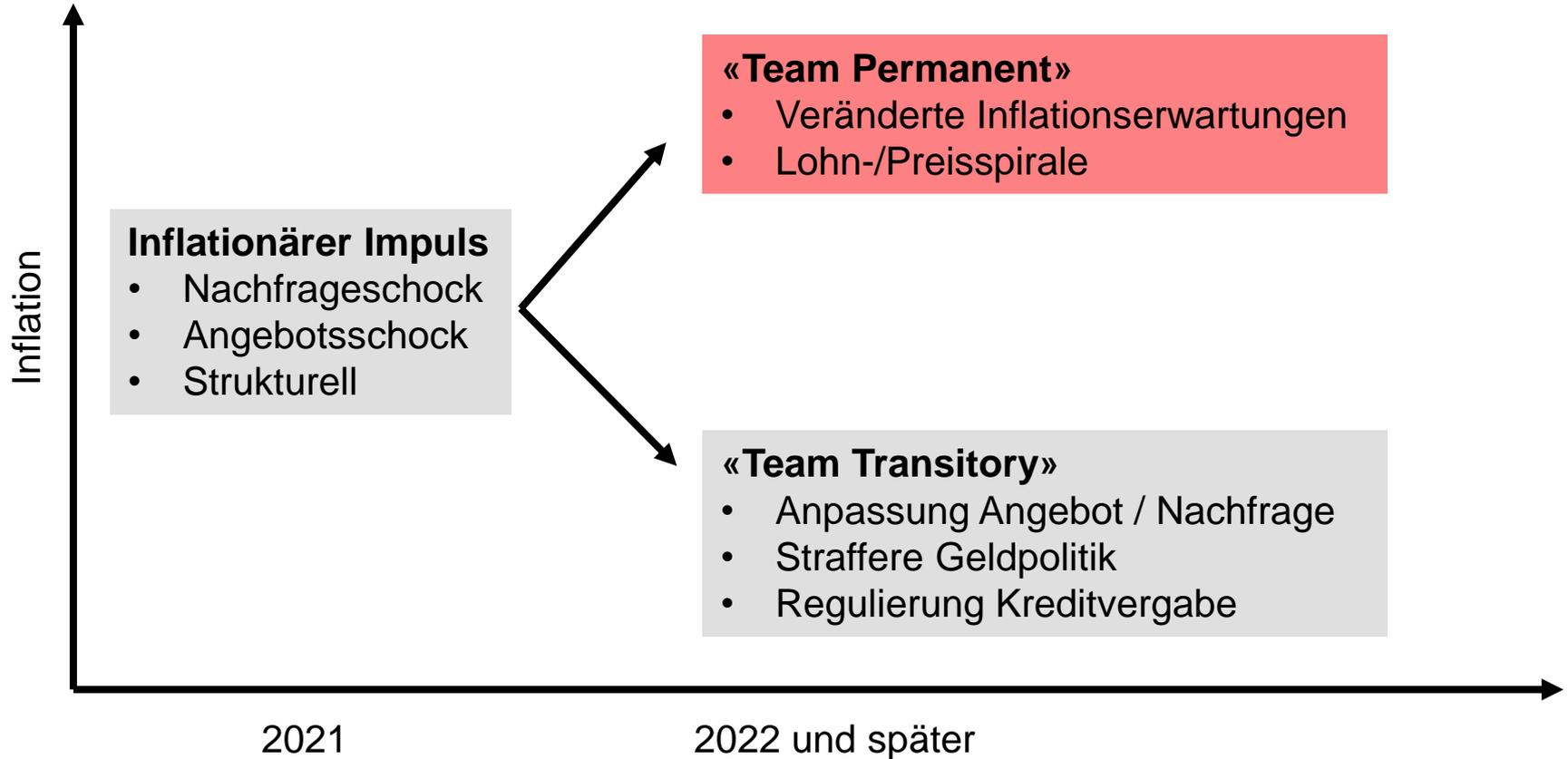
— Saisonbereinigte Zahlen

Lieferengpässe

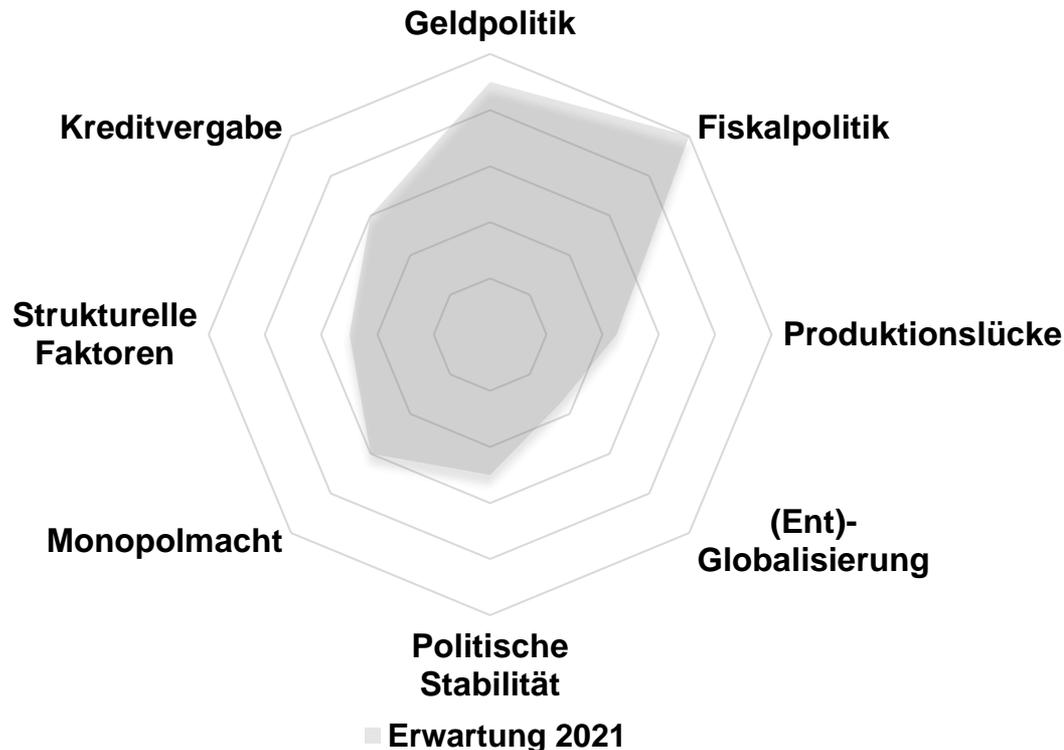
- Die Produktion von Halbleitern erreicht Rekordwerte
- Weltweit wird in zusätzliche Kapazitäten investiert
- Risiko: Erneute grossflächige Lockdowns im Rahmen der «Zero Covid» Politik in Asien

Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Einmaleffekte oder neues Inflationsregime?



Erwartung 2021 war: Gleichgerichtete Geld- und Fiskalpolitik schaffen Inflationspotenzial



Ursachen von Inflation

Nachfrageschock

- Konjunkturprogramme
- Expansive Geldpolitik
- Kreditschöpfung der Geschäftsbanken

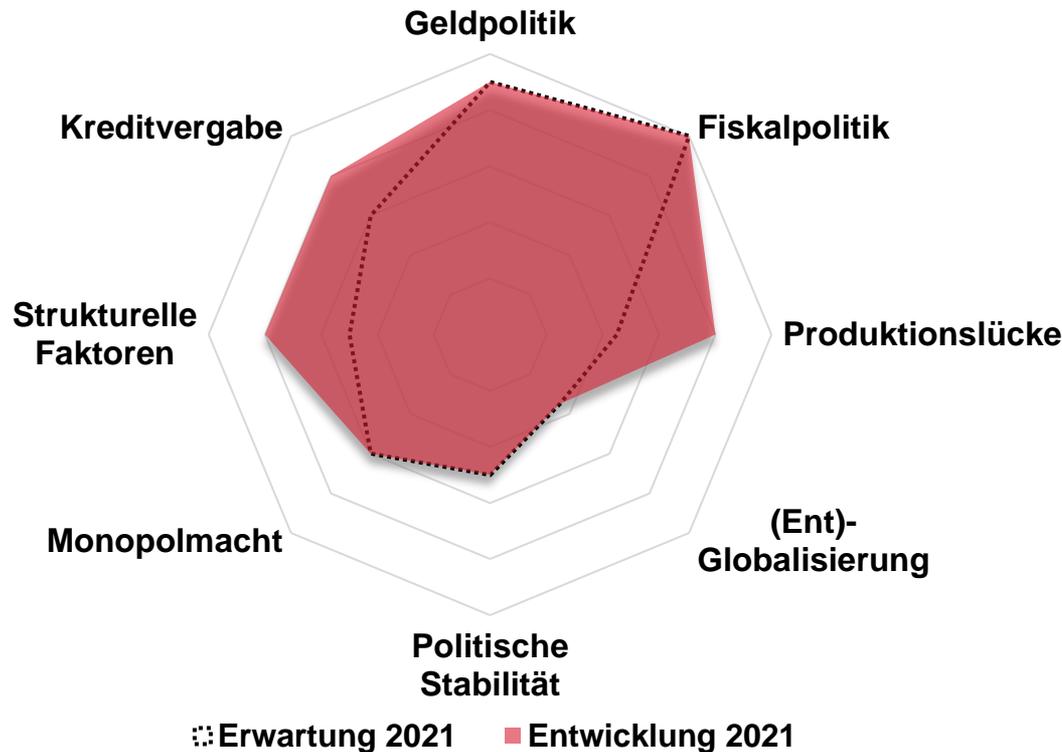
Angebotschock

- Engpässe in Industrie, Transportwesen und am Arbeitsmarkt

Politische Ursachen

- Regulierung
- Vertrauen der ausländischen Investoren

Entwicklung 2021: Mehrfach erhöhter Inflationsdruck

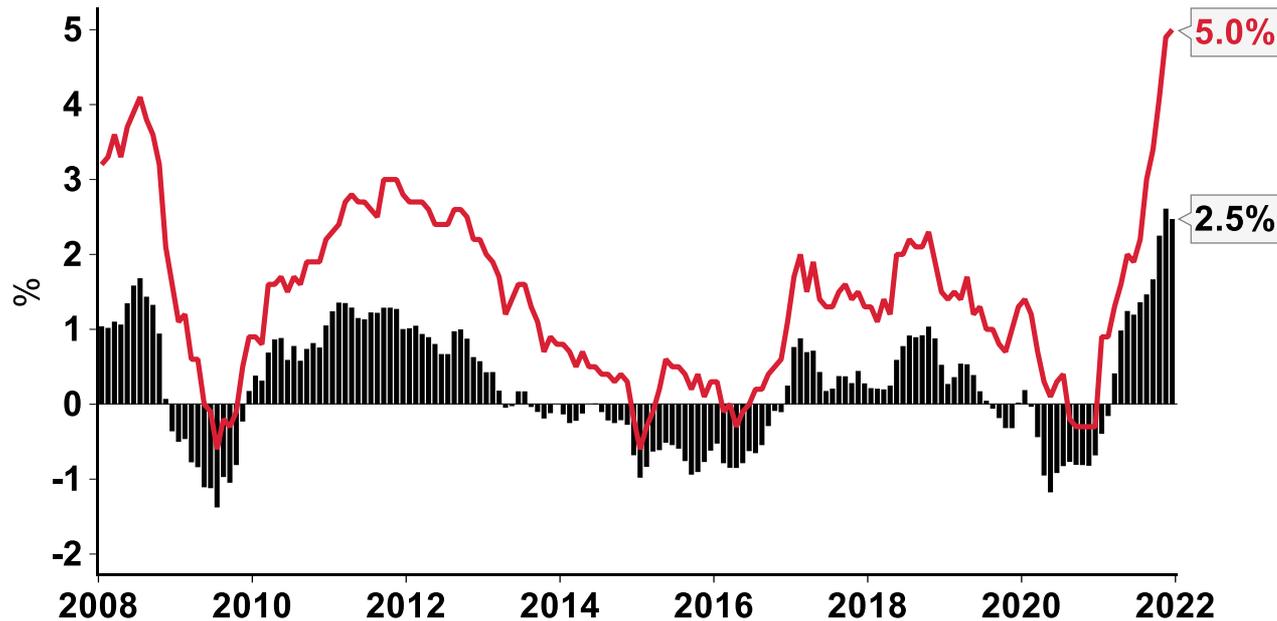


Entwicklung 2021

- Nachfrageschock nach Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen
- Überdurchschnittliches Kreditwachstum in den USA
- Angebotschock aufgrund unterbrochener Lieferketten
- Struktureller Faktor «Greenflation»: Dekarbonisierung erhält ihr Preisschild

«Greenflation»: Die Hälfte der Inflationsrate ist durch Energiepreise erklärt

Eurozone: Inflation auf Verbraucherstufe



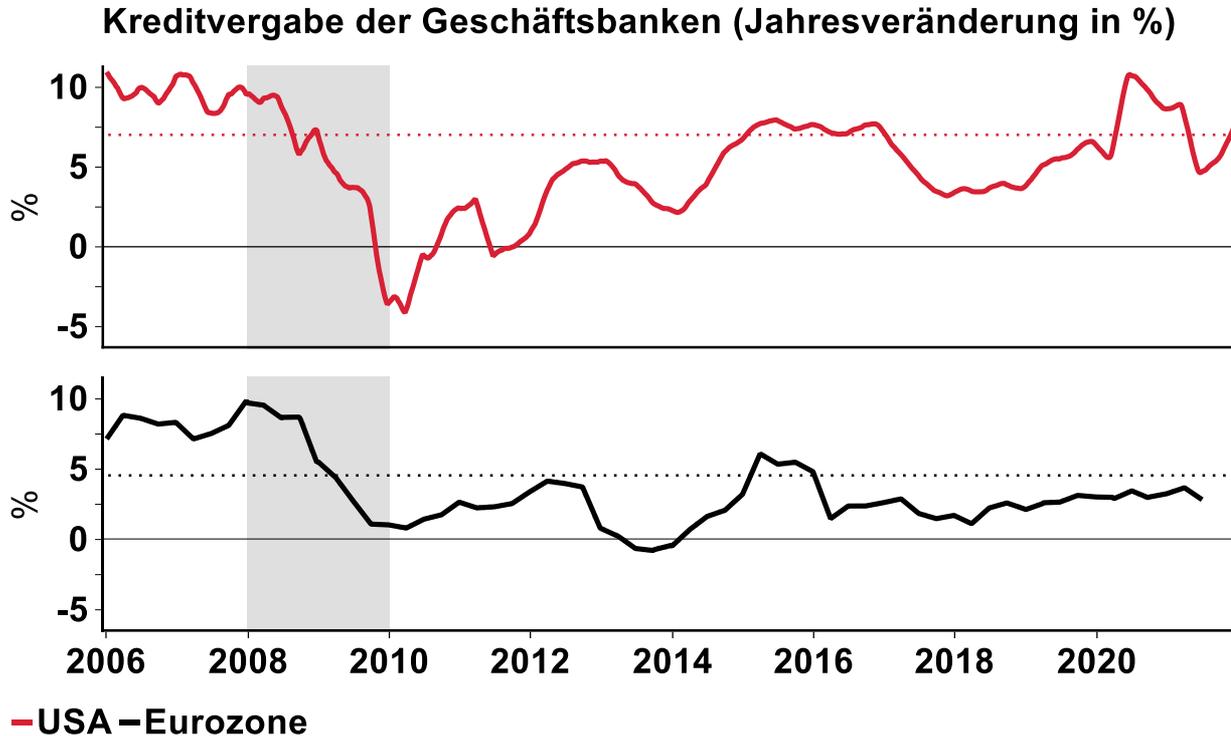
— Eurozone: Inflationsrate (HVPI) ■ Beitrag der Energiekomponenten

Source: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Inflation Eurozone

- Aktuell liegt die Inflationsrate bei 5.0%
- Energiekomponenten tragen die Hälfte zum Jahresanstieg der Konsumentenpreise bei
- Der hohen Nachfrage wird nicht mit einer Ausweitung der Produktion von fossiler Energie begegnet

Anders als 2008 erreicht die lockere Geldpolitik die Realwirtschaft



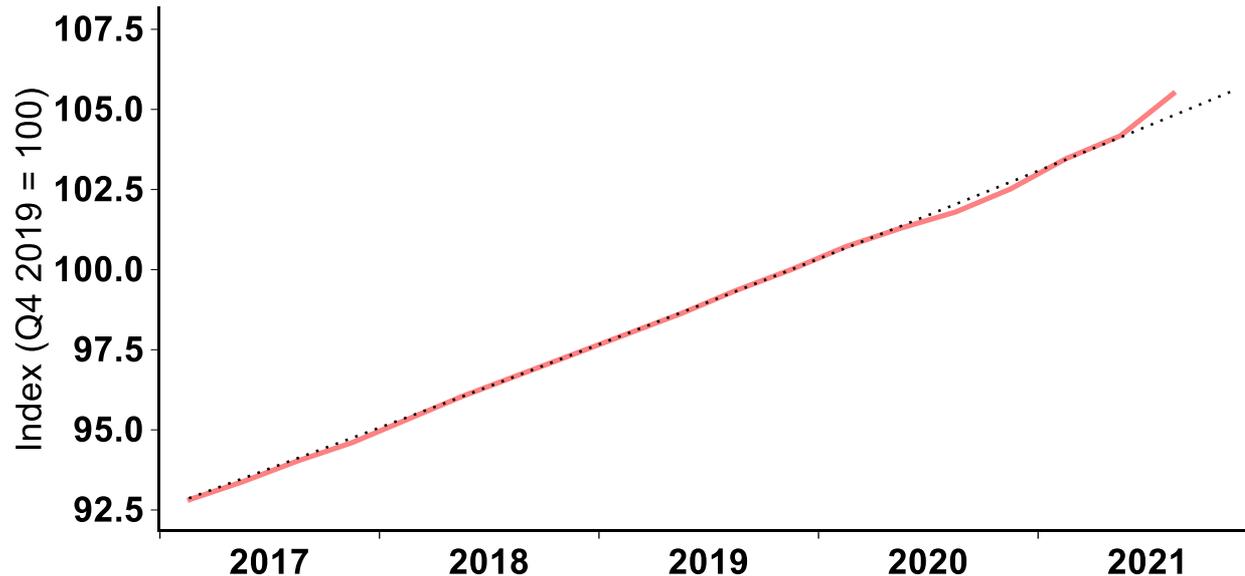
Kreditvergabe

- In den USA liegt das Wachstum der Kreditvergabe an Private über dem langjährigen Durchschnitt
- Anders als nach der grossen Finanzkrise kommt die Liquidität der Notenbanken in der Realwirtschaft an
- In Europa hat sich das Kreditwachstum nicht beschleunigt

Macrobond, Swiss Life Asset Managers

“Team Permanent” betont das Risiko einer Lohn-Preisspirale

USA: Lohnkosten



- · Employment Cost Index: Trend 2017 - 2019 fortgesetzt
- USA; Employment Cost Index, tatsächliche Entwicklung

Lohnkosten

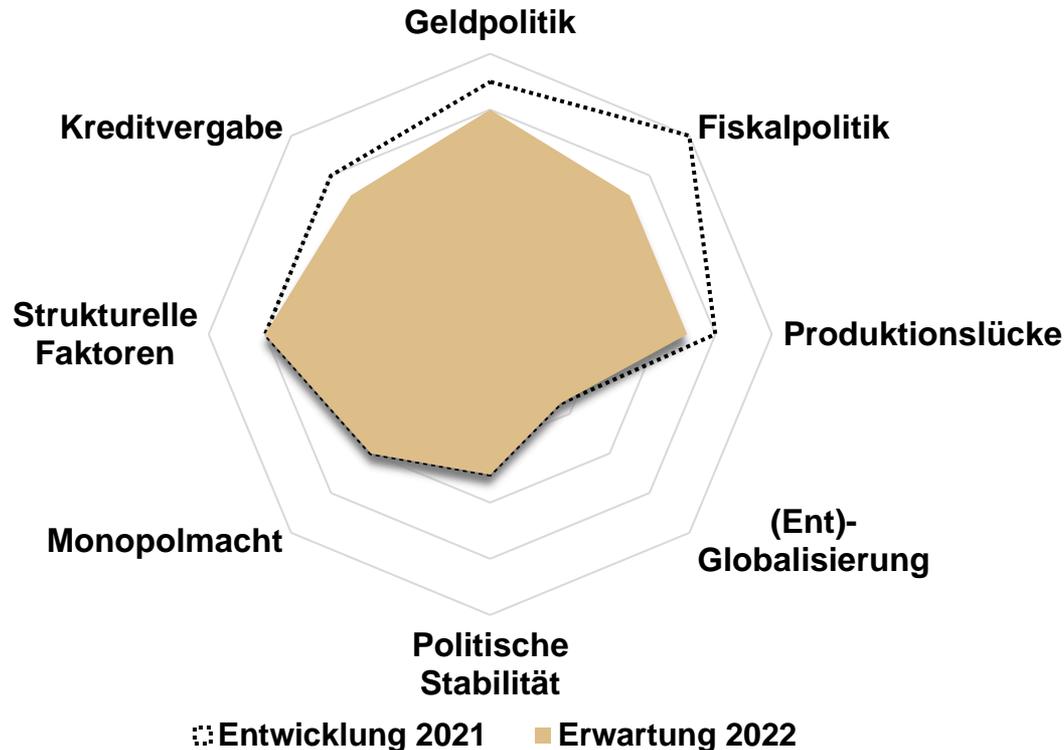
- In den USA stiegen die Lohnkosten zuletzt um 3.7%, und damit stärker als unmittelbar vor Ausbruch der Pandemie
- In der Eurozone stiegen die Tariflöhne zuletzt um 1.4%
- In Deutschland kommen die Abschlüsse für 2022 beschäftigungsgewichtet auf ein Plus von ca. 2.6% zu stehen

Macrobond, Swiss Life Asset Managers

«Team Transitory» oder «Team Permanent» – wer punktet wo?

	«Team Transitory» Inflation bleibt mehrheitlich vorübergehend	«Team Permanent» Inflation bleibt nachhaltig hoch	USA	Europa
Nachfrageseite				
Fiskalpolitik	Negativer Fiskalimpuls	Weitere Massnahmen	—	●
Geldpolitik	Nachlassender Rückenwind	Weiterhin ultralocker	●	—
Kreditwachstum	Keine steigende Tendenz	Überdurchschnittlich	●	●
Angebotsseite				
Lieferengpässe	Schweinezyklus bei Halbleitern und Schifffahrt	Erneute Lockdowns	●	●
Lohnwachstum	Gemäss Trend vor der Pandemie	Trendbruch	●	●
Strukturelle Faktoren				
«Greenflation»	Entspannung bei Energiepreisen	Dekarbonisierung hat ihren Preis	●	●

Prognose 2022: «Team Transitory» blickt auf Europa, «Team Permanent» eher auf die USA

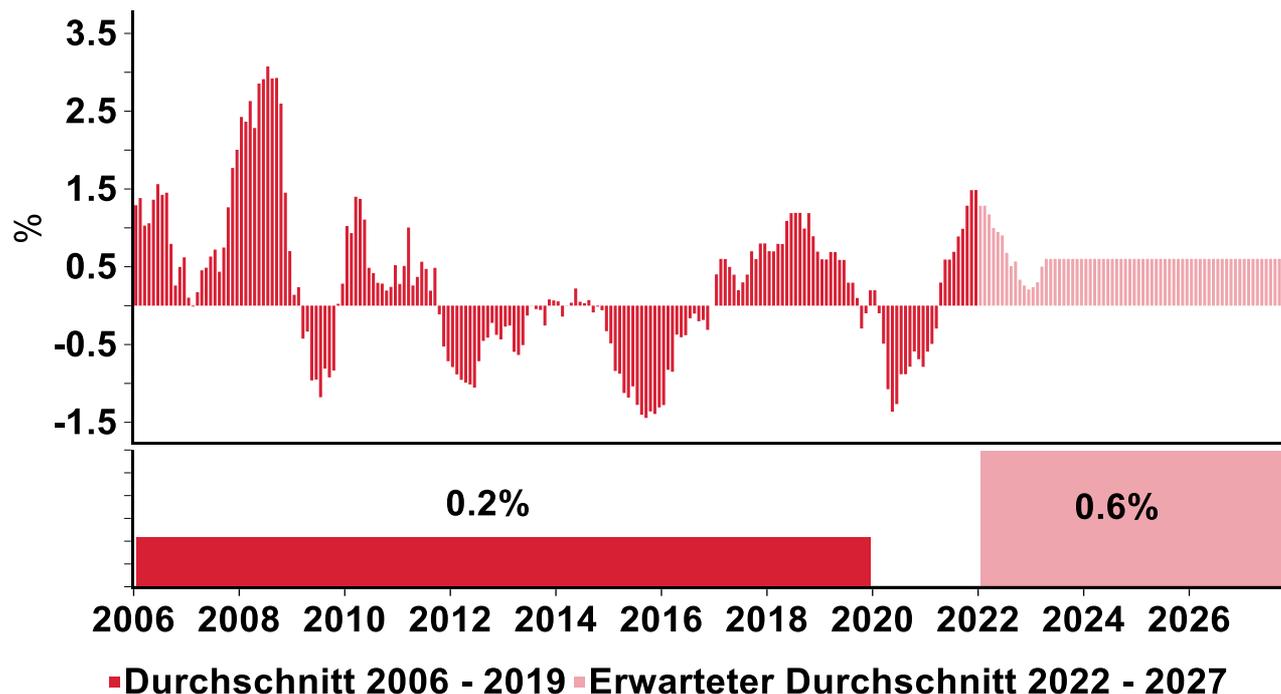


Erwartung 2022

- Normalisierung der Geldpolitik
- Nachlassender Fiskalimpuls
- Auflösung der Lieferengpässe

In der Schweiz punktet 2022 «Team Transitory», aber Inflation wird mittelfristig spürbar bleiben

Schweiz: Inflationsrate inklusive langfristige Prognose



Vergleichsweise geringe Inflation in der Schweiz

- Kleinere Bedeutung der Energiekomponenten im Warenkorb
- Frankenstärke
- Markteintritt neuer Anbieter
- Disziplinierende Wirkung des Einkaufstourismus

Das Ziel der SNB von
Preisstabilität mit einer
Inflationsrate zwischen 0%
und 2% bleibt erfüllt

Ausblick 2022 – Zinsen & Zentralbanken

Daniel Rempfler, Head Fixed Income,
Drittkundengeschäft

Inflation: das dominierende Thema in 2021

Internetabfragen zu «Inflation» und Zuflüsse in inflationsgeschützte Anleihen-ETF erreichen neue Höchststände

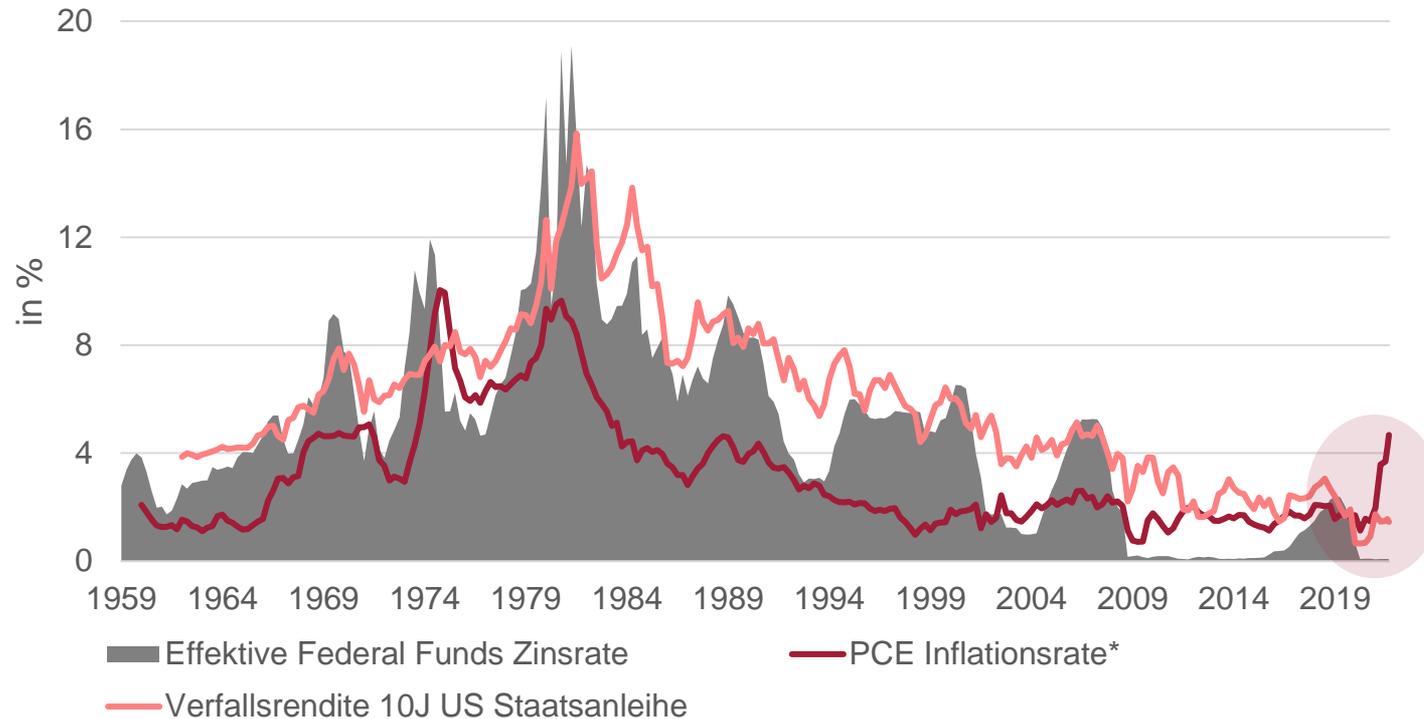


*Quelle: Macrobond, Google Trends, saisonbereinigt, 100=Maximalwert seit 2004

**Quelle: Macrobond, über 3 Monate aggregiert

Aber wo bleibt der Zinsanstieg?

Der rasante Anstieg der US-Inflation hatte bislang kaum Auswirkungen auf die Zinsen*



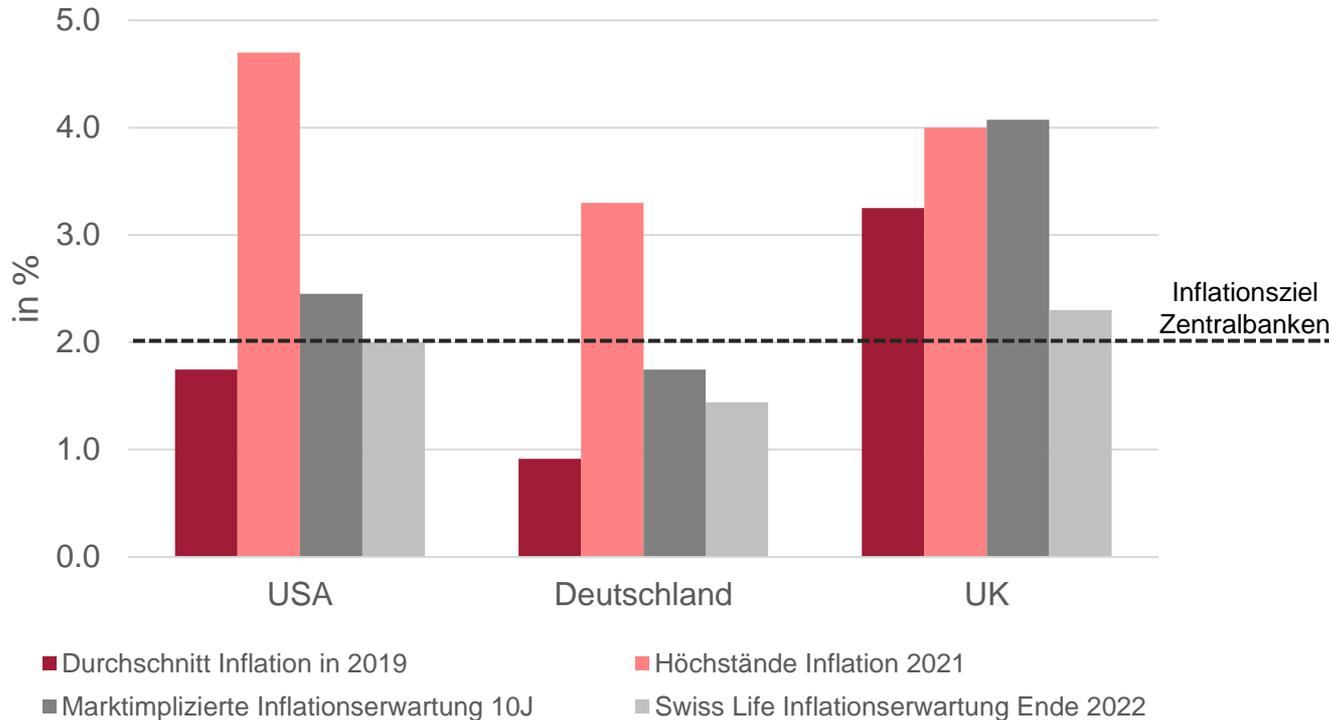
- US-Inflation erreicht den höchsten Stand seit 20 Jahren
- Weder der US-Leitzins noch die längerfristigen Zinsen reagierten in historisch gewohntem Ausmass
- Historisch betrachtet lag, bei vergleichbarem Inflationsniveau, der US-Leitzins bei knapp 10% und die Verfallsrendite 10-jähriger US-Staatsanleihen bei rund 8%

Quelle: Bloomberg

*PCE: Kern-Inflationsrate der US-Privatkonsumausgaben. Basispreisindex vs. Vorjahr, saisonbereinigt.

«Don't worry – it's just transitory»

Notenbanken, Ökonomen und Märkte sind alle im «Team Transitory»



- Neben den Zinsen stiegen auch die eingepreisten Inflationserwartungen ("breakeven inflation") nur wenig an
- Entsprechend sind die Realzinsen auf Rekordtiefstände gefallen
- Sind Zentralbanken "behind the curve" gefallen? Abrupte und signifikante Leitzins-erhöhungen bergen Risiken für Wirtschaft und Finanzmärkte

Quelle: Bloomberg, Stand 21.12.2021

Anmerkung Inflation: US Core PCE, DE CPI ex Food/Energy, UK CPI ex Food/Energy/Alcohol/Tobacco

What if it ain't «transitory» after all?

Die Nervosität auf Zentralbankseite steigt: Abrupte Kehrtwende der Fed im Dezember



For release at 2 p.m.

November 3, 2021

The F

range of tools to support the

by promoting its maximum employment

Economics

Jerome Powell Ditches 'Transitory' Tag, Paves Way for Rate Hike

By Rich Miller +Follow
1 December 2021, 00:53 CET

vaccinations and strong policy support, indicators of economic

employment have continued to strengthen. The sectors most adversely

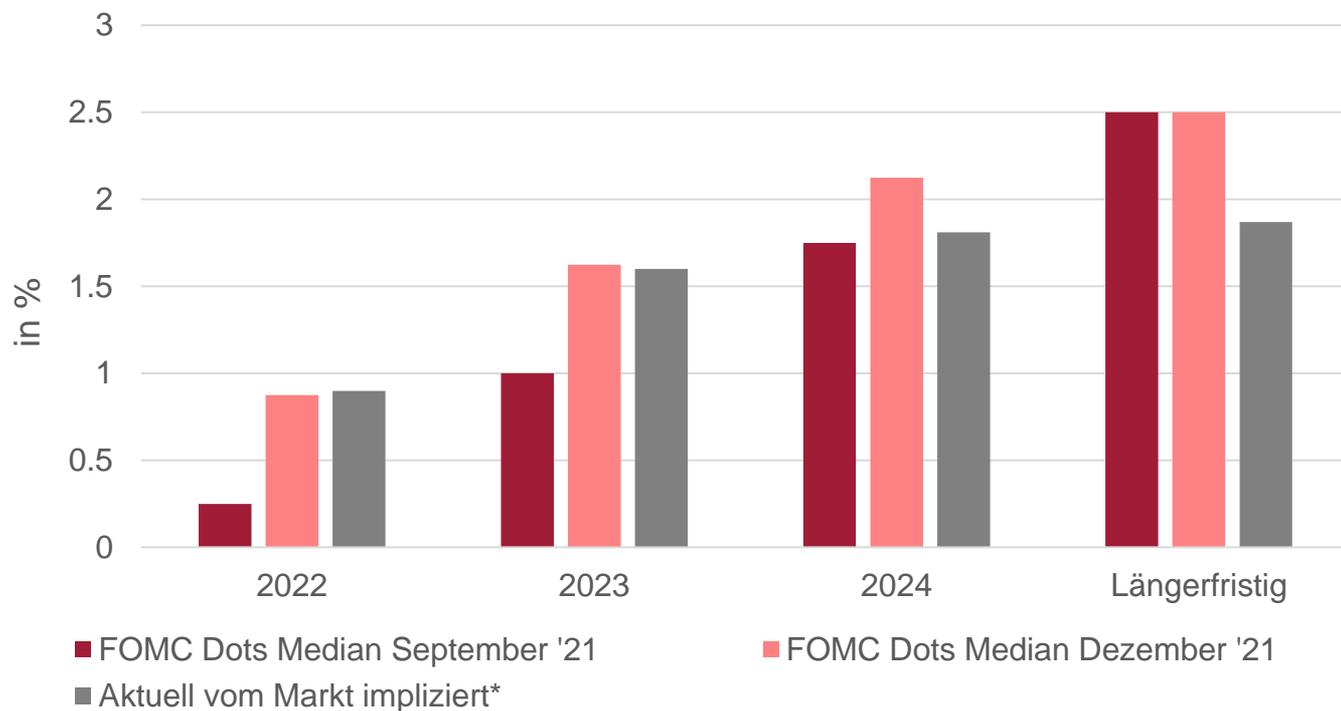
affected by the pandemic have improved in recent months, but the summer's rise in

COVID-19 cases has slowed their recovery. **Inflation is elevated, largely reflecting**

factors that are expected to be transitory. Supply and demand imbalances related to

Die Fed überrascht mit ihrer Leitzinsprognose

Die Fed im Dilemma: Bekämpfung von Inflation ohne das Wirtschaftswachstum zu gefährden



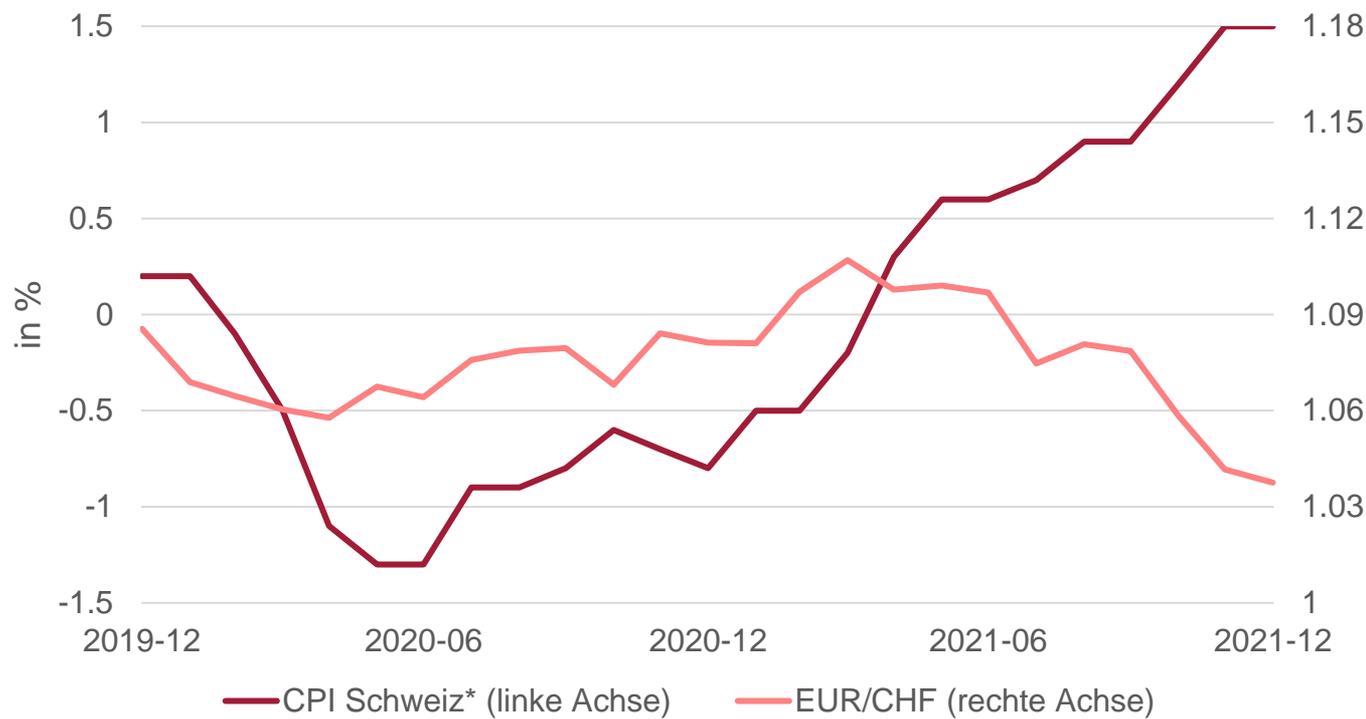
- Die Rhetorik der US-Notenbank hat sich im zweiten Halbjahr spürbar in Richtung einer strafferen Geldpolitik verändert
- Dies spiegelt sich sowohl in den "Dot Plots" der US-Notenbankmitglieder wider, als auch im vom Markt erwarteten zukünftigen Fed-Leitzins
- ABER: der erwartete Zinserhöhungszyklus ist nach wie vor als milde einzustufen und das Leitzinsniveau von 2019 wird auch bis Ende 2024 nicht erreicht

Quelle: Bloomberg

*Von OIS Forward Swap impliziert, Stand 04.01.2022

Und was bedeutet das für die SNB?

Die Inflationssituation ist vergleichsweise komfortabel – nicht zuletzt wegen der Aufwertung des CHF gegenüber dem EUR



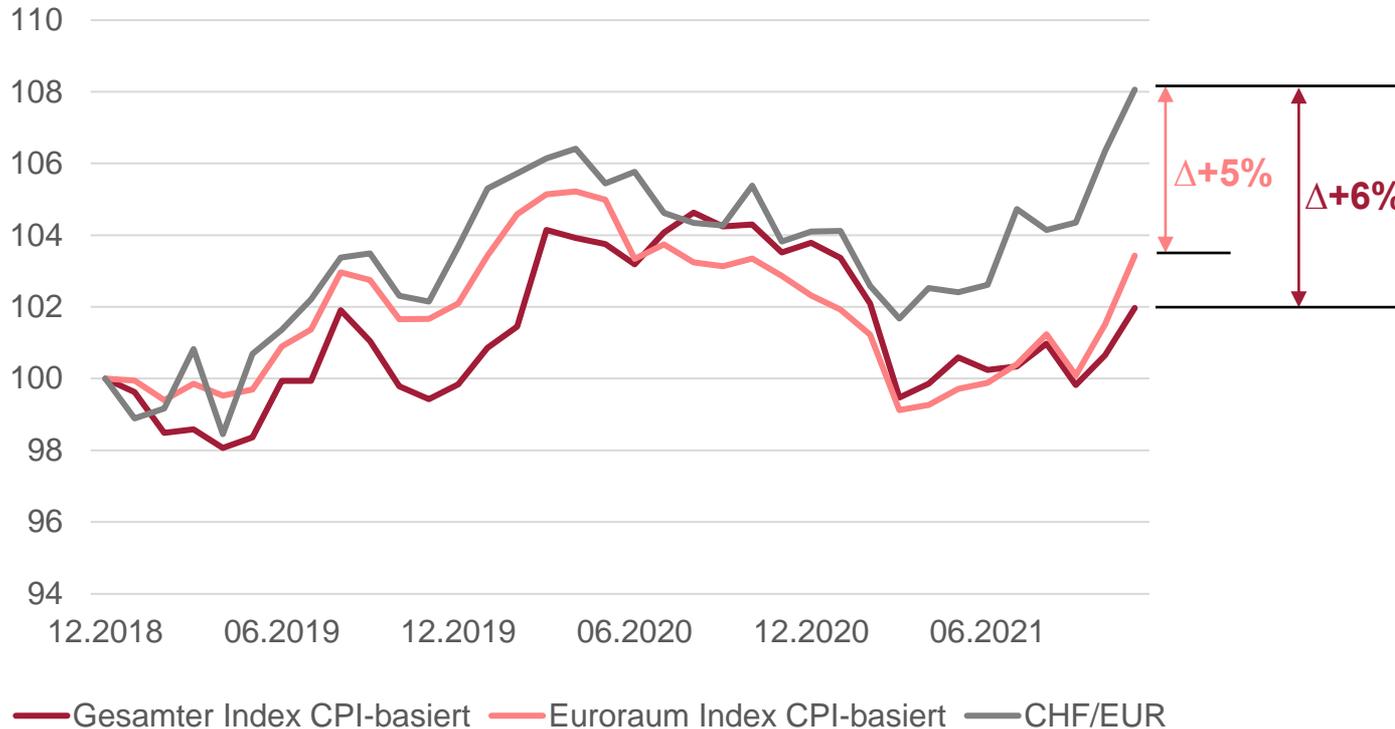
- Die Inflation ist zwar stark angestiegen, befindet sich aber nach wie vor leicht unter dem SNB-Zielwert
- Falls die Inflation weiter steigt, ist eine CHF-Aufwertung für die SNB nicht unwillkommen

Quelle: Bloomberg

*Konsumentenpreisentwicklung aller Güter über ein Jahr

Stehen grössere Devisenmarktinterventionen an?

Nicht unbedingt: SNB verweist auf kaum veränderten realen handelsgewichteten CHF



- Deutliche Aufwertung (nominal) des EUR/CHF
- SNB verweist auf den stabilen realen handelsgewichteten CHF Wechselkurs (TWI)
- Der «kauf-parität bereinigte» (PPP) Wechselkurs ist nicht mehr weit vom aktuellen Niveau entfernt

Quelle: SNB

Ausblick

Zinsentwicklung – unsere Erwartungen für 2022

Leichter Zinsanstieg in Hauptwährungen



Unser geldpolitischer Ausblick begünstigt einen Anstieg der US-Zinsen und in geringerem Ausmass der EUR- und CHF-Zinsen.

Grösste Risiken für deutlich höhere Zinsen:

- anhaltend hohe Inflation
- deutliche Straffung der Geldpolitik



Dieses Szenario birgt signifikante Risiken für Wirtschaft und Finanzmärkte, entspricht aber nicht unserem Basisszenario.

Leitzinsentwicklung – unsere Erwartungen bis 2024

	Zinsschritte 2022	Zinsschritte 2023	Zinsschritte 2024
	3x	3x	2x
	-	1x	1x
	-	-	2x



3x

3x

2x



-

1x

1x

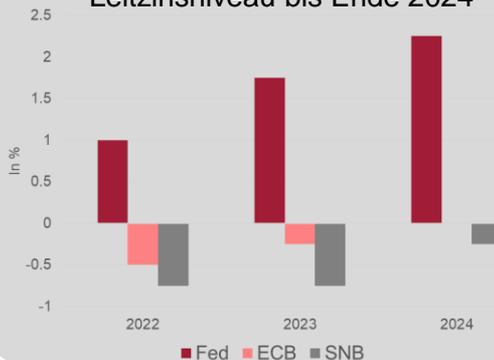


-

-

2x

Leitzinsniveau bis Ende 2024



Wertentwicklung CHF

Solange Inflation ein Thema ist und der reale handelsgewichtete Wechselkurs stabil bleibt, dürfte die SNB mit grösseren Devisenmarkt-interventionen zuwarten. Eine Aufwertung des CHF ist in diesem Szenario nicht unwillkommen.

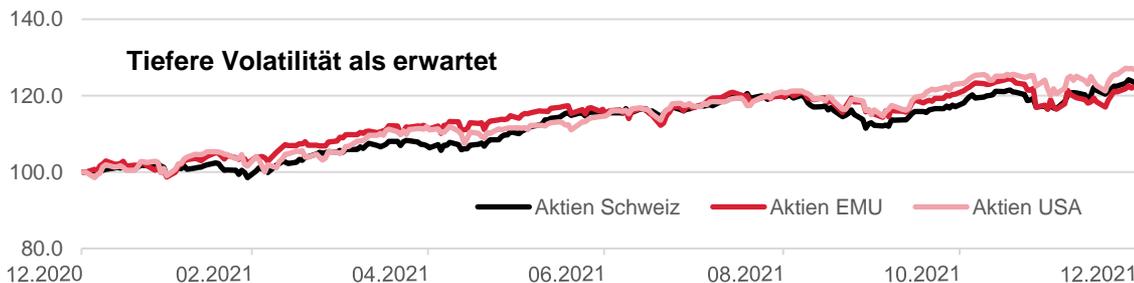
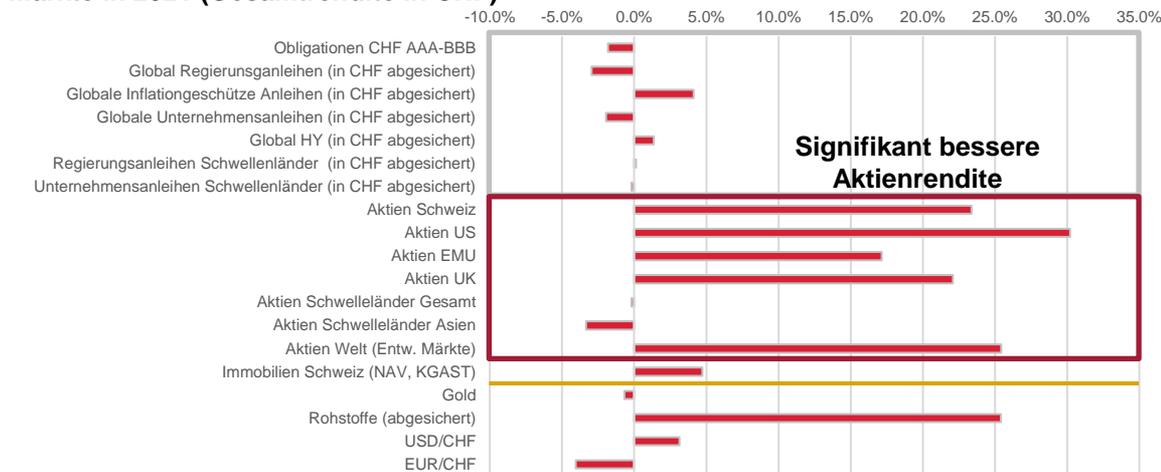
Wir rechnen damit, dass die EUR/CHF Parität mittelfristig durchbrochen wird

Ausblick 2022 – Anlageklassen

José Antonio Blanco, Head Investment Management,
Drittkundengeschäft

Was wir erwartet hatten – und was eingetreten ist

Märkte in 2021 (Gesamtrendite in CHF)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Unsere Einschätzungen vom 26.1.2021

- Aktien sollten 2021 eine bessere Rendite als Obligationen erzielen können.
- Es ist mit hoher Volatilität zu rechnen. Gute Diversifikation und eine teilweise Aktienabsicherung helfen, die Risiken zu kontrollieren.
- Anleger sollten vermehrt in «Real Assets», wie z.B. Immobilien oder Infrastruktur, investieren, um weiterhin Einkommen generieren zu können und sich mittelfristig vor Inflation zu schützen.

Implikationen unseres ökonomischen Hauptszenarios für die Finanzmärkte

Erwartete Entwicklung

- Schwächeres aber positives Wachstum
- Leicht ansteigende Inflation

Implikationen für Finanzmärkte

- Steigende Realzinsen
- Gewinnwachstum wegen wachsender Nachfrage
- Höhere Löhne / Kosten
- Steigende Zinsen (Inflationsprämie)
- Höhere Preisgestaltungsmacht der Unternehmen
- Höhere Löhne / Kosten

Positiv für
Aktien und
Sachwerte

Negativ für
Obligationen

Unser ökonomisches Hauptszenario beinhaltet auch für 2022 positive Ausblicke für Aktienmärkte und Sachwerte, während wir für Obligationen eher tiefe oder negative Renditen erwarten.

Welche Risiken spielen nebst Inflation ebenfalls eine Rolle?

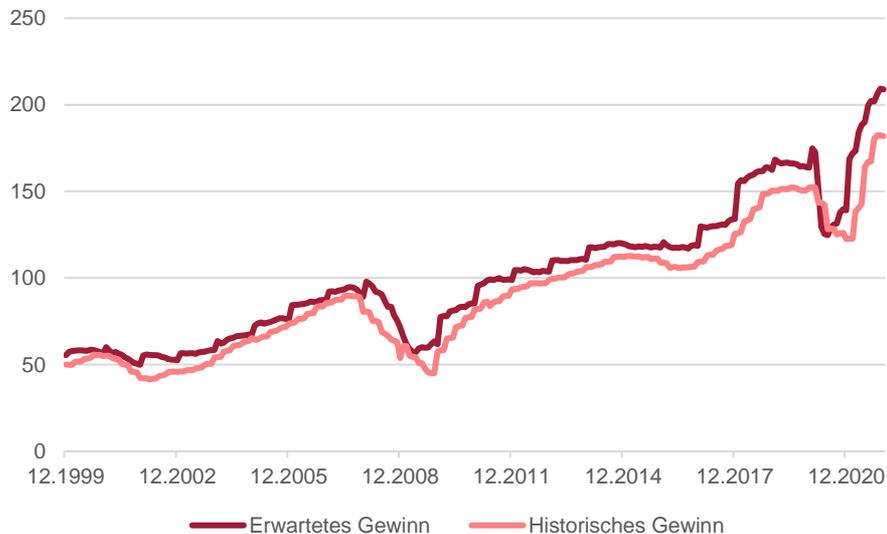
- **Hohe Marktbewertung bei allen Anlageklassen**
Eine hohe Bewertung löst i.d.R. keine Korrektur aus, erhöht allerdings die Sensitivität der Märkte auf schlechte Nachrichten und die Stärke der Korrektur.
- **Abrupte Richtungsänderung in der Geld- und Fiskalpolitik**
- **Geopolitische Risiken**
 - China (Verlust an Wirtschaftsdynamik aufgrund der direkteren Staatskontrolle. Territorialansprüche erhöhen das Risiko eines «kalten Krieges» ähnlichen Zustandes)
 - Ukraine (Risiko einer Konfrontation zwischen Russland und NATO)
 - Türkei (Hyperinflation, Staatsverschuldung, politische Instabilität einer regionalen Macht)
- **Corona-Pandemie**
- **Wirtschaftliche Risiken, die mit der Umstellung auf nachhaltige Energiequellen temporär auftreten können**
z.B. eine Erhöhung der Energiepreise

Hohe Bewertung birgt erhöhtes Risiko einer starken Aktienmarktkorrektur

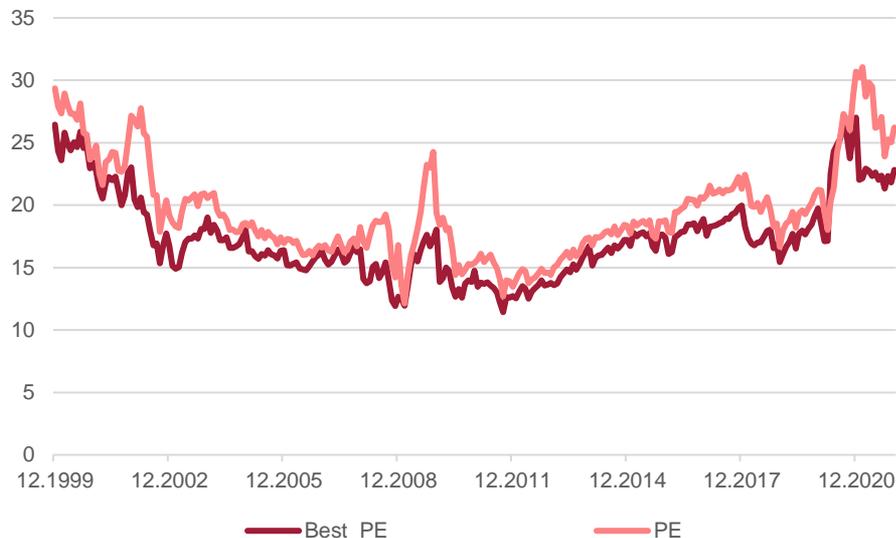
Der starke Anstieg der Gewinne (und der Gewinnerwartungen) in 2021 ist nicht nachhaltig...

... und die Bewertungen bleiben in den USA trotz der Marktkorrekturen in 2021 sehr hoch.

EPS S&P 500
(Bloomberg Konsens und letzte 12 Monate)



PE S&P 500
(Bloomberg Konsens und letzte 12 Monate)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

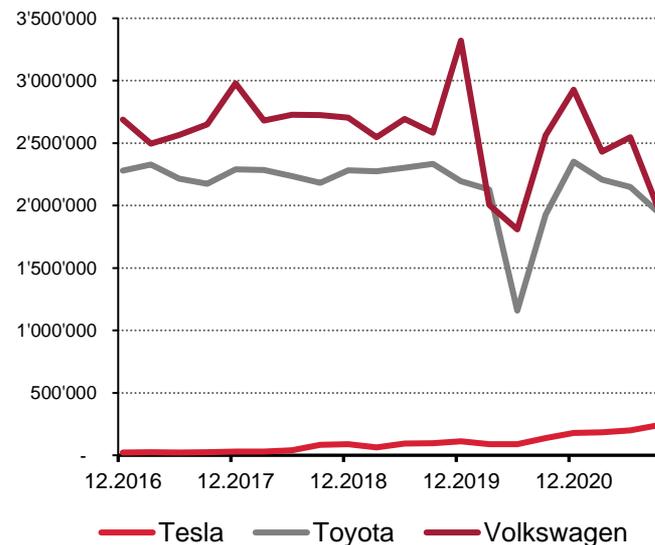
Übertriebene Gewinnerwartungen in Wachstumssektoren am Beispiel von Tesla

Umsatz und Börsenkapitalisierung grosser Autohersteller

Unternehmen	Weltweiter Umsatz ¹	Börsenkapitalisierung ²
Tesla Inc.	36'104	1'061'287
Volkswagen AG	223'366	127'688
Toyota Motor Corp	213'598	298'239
Daimler AG	139'131	81'819
Bayerische Motoren Werke AG	99'094	64'992
Ford Motor Co	98'663	83'002
Honda Motor Co Ltd	97'860	50'798
General Motors Co	93'420	85'123

Die Gesamtkapitalisierung dieser grossen Hersteller (~792 Milliarden USD) ist kleiner als die Börsenkapitalisierung von Tesla.

Weltweit verkaufte Neuwagen (Quartalsdaten Q4/2016 – Q3/2021)



¹ Erstausrüster In Millionen USD (Q1-Q3 2021)

² Millionen USD (Ende Jahr 2021)

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Regionale Überlegungen zur Entwicklung der Aktienmärkte

Europa

- **Kontinentaleuropa** hat eine attraktivere Bewertung als die USA und gute wirtschaftliche Aussichten. Die EZB hat weniger Anlass als das Fed, ihre Geldpolitik signifikant restriktiver zu gestalten. Der Aktienmarkt sollte sich deswegen relativ gut entwickeln. Eine Korrektur in den USA würde allerdings Europa vorübergehend mitreißen.
- Die **Schweiz** profitiert vom globalen Wachstum, ist aber teuer. Da der Markt jedoch defensiv ist, würde er in einem sehr volatilen Umfeld relativ zu den anderen Märkten gut performen.

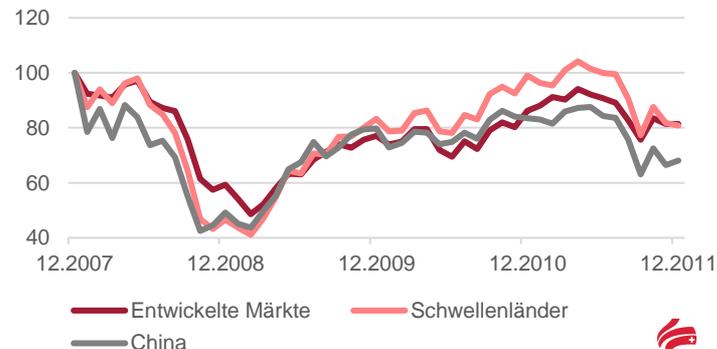
Schwellenländer

- **China** ist ein wichtiger geopolitischer Risikofaktor. Die Restauration der Staatsmacht könnte die Wirtschaftsdynamik drosseln. Die Rivalität mit den USA und die aggressiven Territorialansprüche könnten negative wirtschaftliche Folgen für die Region haben.
- Eine sehr restriktive Geldpolitik des Fed würde Schwellenländer negativ beeinflussen (höhere Zinsen, starker USD).

Historisches P/E
(monatlich, März 1995 – Dezember 2021)



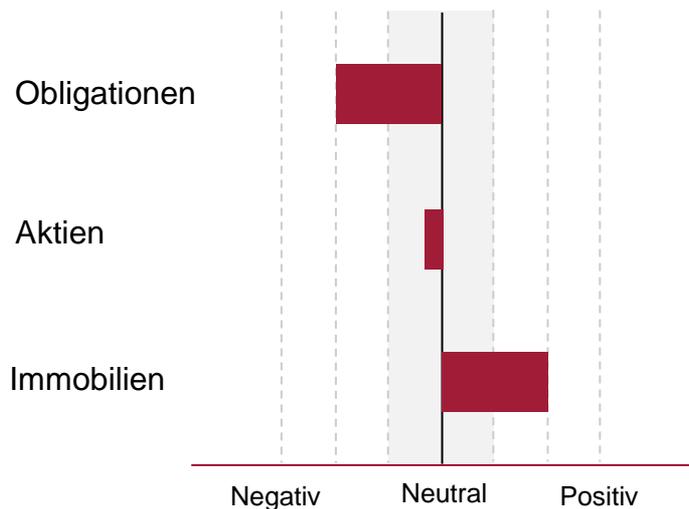
Kumulierte Aktienmarktperformance
(monatlich, Dez. 2007 – Dezember 2021)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

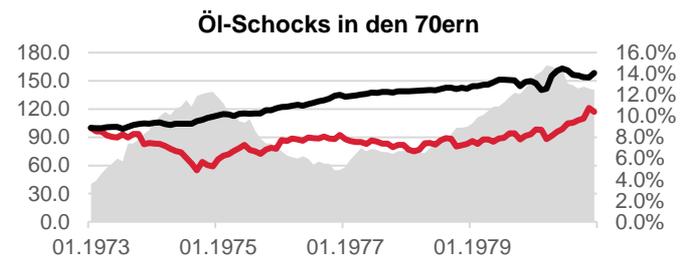
Inflation und Finanzmärkte: Evidenz

Korrelation verschiedener Anlagekategorien mit Inflation (in CHF, seit 1902)

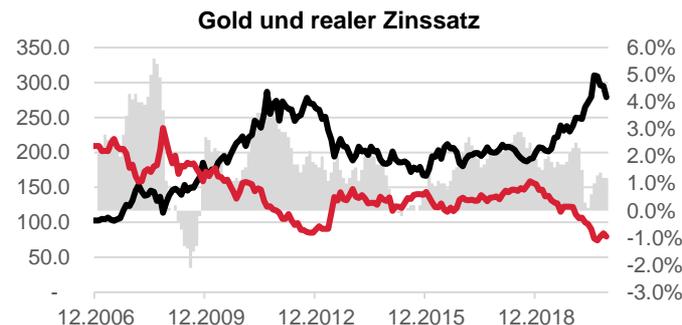


Quelle: Eigene Berechnungen

Einfluss anderer Faktoren



— Inflation (rechte Skala) — S&P 500 — US Treasury



— Inflation — Gold — Reale Rendite (10Yr)

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Inflation und Finanzmärkte: Implikationen für Anleger

- Auch wenn die Inflation nicht permanent auf dem jetzigen hohen Niveau bleibt, muss zukünftig mit höheren Inflationsraten als in den letzten Jahren gerechnet werden.
- So lange die realen Zinssätze tief bleiben bzw. nicht sprunghaft steigen, können sich Anleger mit **einem höheren Anteil an Aktien und anderen Sachwerten mindestens teilweise vor Inflation schützen**. Allerdings müssen sie berücksichtigen, dass damit **zusätzliche oder neue Risiken** verbunden sind. Zum Beispiel:
 - Aktien ▶ U.a. signifikant höhere Volatilität als Obligationen
 - Immobilien ▶ Tiefe Liquidität und Verfügbarkeit
 - Infrastruktur ▶ Sehr tiefe Liquidität und Verfügbarkeit, tiefere Diversifikation, Management der Kapitalabrufe
- Anlagen in Gold oder Rohstoffen sind weniger geeignet, da ihre Wertentwicklung stark von anderen Faktoren beeinflusst wird, die nicht direkt mit der Inflationsentwicklung korrelieren. Gleichzeitig bieten sie keine laufende Rendite an.

Fazit

- **Konjunktur**

- Die Gefahr einer nachhaltig höheren Inflationsrate ist in den USA grösser als in Europa
 - Stabilisatoren zur Dämpfung des Preisauftriebs entfalten 2022 ihre Wirkung
- Mittelfristig pendeln sich die Inflationsraten in der Nähe der Notenbankziele ein
 - Anstrengungen zur Dekarbonisierung der Wirtschaft sorgen für anhaltend erhöhte Energiepreise
 - Für die Schweiz erwarten wir eine dreimal höhere Inflationsrate als in den Jahren vor der Pandemie

- **Zinsen und Wechselkurse**

- Unser geldpolitischer Ausblick begünstigt einen moderaten Anstieg der US-Zinsen und in geringerem Ausmass der EUR- und CHF-Zinsen
- Solange der reale handelsgewichtete Wechselkurs stabil bleibt, rechnen wir damit, dass die EUR/CHF-Parität mittelfristig durchbrochen wird

- **Anlageklassen**

- Aktien (und Sachwerte wie Immobilien und Infrastruktur) sollten auch im 2022 besser rentieren als Obligationen
- Die hohe Bewertung der Aktienmärkte, besonders der Wachstumssektoren, erhöht das Risiko einer starken Korrektur

Appendix

Wachstums- und Inflationsprognosen

	2021 BIP-Wachstum				2022 BIP-Wachstum				2021 Inflation				2022 Inflation			
	Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus		Swiss Life AM		Konsensus	
USA	5.5%		5.6%	↑	3.4%		4.0%		4.7%	↑	4.6%	↑	4.3%	↑	4.2%	↑
Eurozone	5.2%		5.1%	↑	3.7%		4.2%	↓	2.6%	↑	2.5%	↑	2.4%	↑	2.5%	↑
Deutschland	2.9%		2.7%		3.6%		4.0%	↓	3.1%		3.1%	↑	2.5%	↑	2.7%	↑
Frankreich	6.8%		6.6%	↑	3.5%		3.8%		1.7%	↑	1.7%		1.9%	↑	2.1%	↑
UK	6.9%		7.0%	↑	4.2%		4.7%		2.5%	↑	2.5%	↑	3.7%	↑	4.1%	↑
Schweiz	3.5%	↑	3.5%	↑	2.4%	↓	3.0%		0.5%	↓	0.5%		0.8%		0.8%	↑
Japan	1.7%	↓	1.8%	↓	2.1%		3.2%	↑	-0.3%		-0.2%		0.5%		0.7%	
China	7.9%		8.0%		5.1%		5.1%		0.9%	↑	0.9%	↑	1.9%	↓	2.1%	

Durchschnittliche Jahresveränderungsraten – Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
 Quelle für Konsensus: Consensus Economics, London; 6. Dezember 2021

Kurz-CVs der Referenten



- **Marc Brüttsch** bekleidet seit März 2000 die Funktion des Chief Economist von Swiss Life Asset Managers. Er ist seit 1993 bei Swiss Life tätig. In den Jahren 1996 und 1997 lebte und arbeitete er in England. Anschliessend übernahm er die Verantwortung für die Konjunkturanalyse als Grundlage der gruppenweiten Anlageentscheide bei Swiss Life. Marc Brüttsch studierte Volkswirtschaftslehre und Publizistikwissenschaften an der Universität Zürich. Marc Brüttsch und sein Team wurden 2015, 2017, 2019 und 2020 mit dem «Forecast Accuracy Award» für die beste BIP- und Inflationsprognose für die Schweiz ausgezeichnet sowie 2019 erstmals auch für die beste Prognose in der Eurozone.



- **Daniel Rempfler** ist Head Fixed Income für das Drittkundengeschäft von Swiss Life Asset Managers. Seit 2011 war er zuerst auf Versicherungs- und später auf Drittkundenseite als Portfolio Manager für die Verwaltung von Obligationenportfolios verantwortlich. Zuvor war er in ähnlichen Funktionen bei der SNB und der Weltbank Gruppe tätig. Daniel Rempfler hat an der Universität St. Gallen BWL mit Vertiefung Finanzen und Kapitalmärkte studiert und ist CFA Charterholder.



- **José Antonio Blanco** leitet das Investment Management für das Drittkundengeschäft von Swiss Life Asset Managers seit Juni 2018. Bevor er zu Swiss Life kam, leitete er das Investment Management in der Division International Wealth Management von Credit Suisse und war regionaler Chief Investment Officer für EMEA bei UBS Global Asset Management. José Antonio Blanco hat seine Karriere vor fast 30 Jahren bei der Schweizerischen Bankgesellschaft als quantitativer Analyst angefangen. Er hat Volkswirtschaft an der Universität Zürich studiert und hält ein Doktorat in empirischer Wirtschaftsforschung.

Disclaimer

Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department Swiss Life Asset Management AG Zürich

Wir stützen uns in der Erstellung unserer Beurteilungen, Einschätzungen und Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.