

The Independent Credit View – 2022

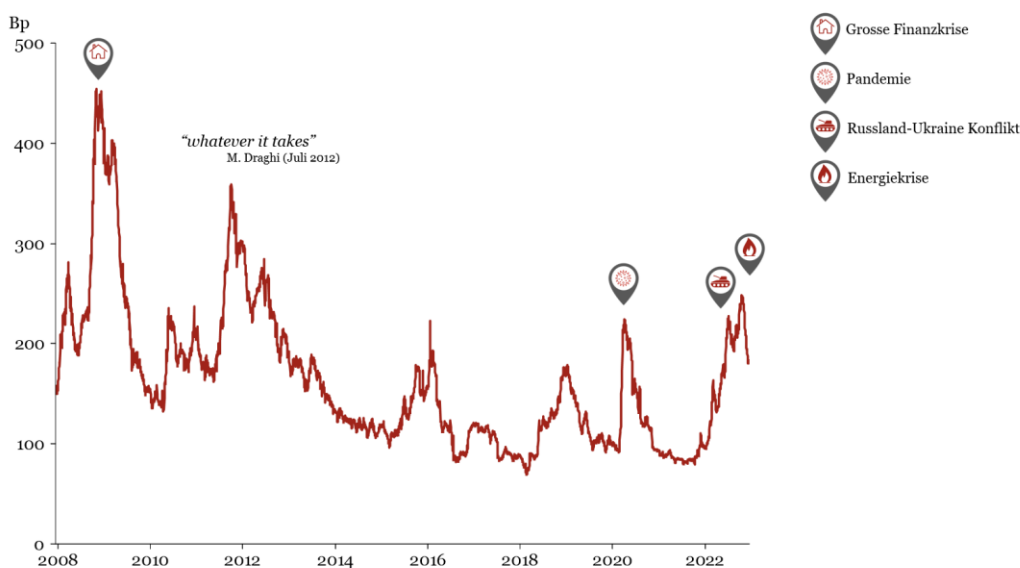
Dezember 2022

Das Wesentliche

Das auslaufende Jahr hat der postpandemischen Erholung ein jähes Ende gesetzt. Bereits 2021 waren aufgrund des Nachfrageüberhangs aus der Pandemie sowie gestörten Produktions- und Lieferketten steigende Inflationsraten zu verzeichnen. Der Konsensus verteidigte beharrlich die Ansicht, dass es sich dabei um ein «vorübergehendes» Phänomen handelt. Dieses Wunschenken liess sich nicht lange aufrechterhalten und die englische Notenbank startete noch im Dezember 2021 den Zinserhöhungsreigen in den entwickelten Nationen. Der Einmarsch von Russland in die Ukraine im Februar brachte den nächsten Schock. Auch hier entsprach es der Meinung des Mainstreams, dass es sich bei den Truppenbewegungen der russischen Armee an der ukrainischen Grenze um ein «strategisches Militärmanöver» handle. Auch diese Illusion verpuffte und seither befinden sich die Länder in einem verbitterten Krieg mit unsagbarem humanitärem Leid. Durch breitangelegte Sanktionen gegen Russland und Lieferung von Rüstungsgütern an die Ukraine versuchen die europäischen Staaten seither, das Kriegsgeschehen zu beeinflussen und Russland zu einem Sinneswandel zu bewegen. Dass Sanktionen jeweils negative Effekte für alle involvierten Parteien entfalten, wurde durch die explosionsartig steigenden Energiepreise (insbesondere Gas) einmal mehr verdeutlicht.

Eine weitere rasante Entwicklung war an der geldpolitischen Front zu verzeichnen. Zehn Jahre nach Mario Draghis «whatever it takes» Proklamation, welche die Bondmärkte in einen Tiefschlaf versetzte und zu Höhenflügen bei Aktien, Immobilien und Kryptos führte, kam mit der hohen Inflation auch die disziplinierende Wirkung des Zinses zurück. Notenbanken rund um den Globus, angeführt von den Schwellenländern, ziehen seither unerbittlich die Zinsschraube an in der Hoffnung, das Inflationsgespenst wieder in die Lampe zu verbannen – bisher mit mässigem Erfolg. Der Zinsanstieg und die Angst vor einer Rezession sowie einer Energiemangellage führten dieses Jahr zu einer breiten Verunsicherung an den Aktien- und Bondmärkten und zu einer substantziellen Ausweitung der Risikoprämien (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1: Entwicklung BBB-Risikoprämien (EUR 5 Jahre)



Quelle: Refinitiv Datastream

Schwerpunkte Analysetätigkeit & Projekte

Unsere Analysetätigkeit war geprägt durch die geopolitischen Entwicklungen an der Grenze zwischen der Ukraine und Russland. Schon früh hatten wir leider die Gefahr einer kriegerischen Eskalation richtig antizipiert und die Auswirkungen auf die Bonität und Risikoprämien russischer Emittenten in den Kundenportfolios abgeleitet ([Credit Insight](#)). Zusammen mit unseren Kunden haben wir versucht, nach Ausbruch des Kriegs Informationen zur Zahlungsfähigkeit und -bereitschaft auf allen erdenklichen Kanälen zu beschaffen sowie eine Meinung darüber zu bilden, ob trotz Sanktionen der etablierten Zahlungswege mit einer Rückzahlung der Schulden seitens russischer Emittenten gerechnet werden kann. Unsere Empfehlung, Anleihen russischer Emittenten (Gazprom, RZD), welche im CHF- und EUR-Markt vertreten waren, nicht bei 20 zu verkaufen, erwies sich als korrekt. Zusätzlich zur stark veränderten geopolitischen Lage haben wir uns auch mit dem Phänomen der beharrlichen Inflation sowie den Auswirkungen der Energiekrise ausgiebig befasst. Wir konnten uns dabei unser Instrumentarium zu Nutze machen, welches sich schon während der Pandemie bewährt hatte. Aufgrund von Simulationen haben wir maschinell die Kundenbestände auf ihre Widerstandsfähigkeit geprüft und nachgelagert von unseren Analysten qualitativ verifizieren lassen. So ist es uns gelungen, ausfallgefährdete Sektoren frühzeitig zu isolieren und unsere Kunden in dieser bewegten Phase tatkräftig zu unterstützen. Die volatile Entwicklung mit grossen Kurs- und Spreadbewegungen ohne Differenzierung ermöglichten es aber auch, verschiedene Kauf-Opportunitäten wahrzunehmen. Wir konnten dabei unsere Kunden zeitnah mit individuellen Empfehlungslisten versorgen.

Erfolge

Energiesicherheit: Als Konsequenz des Russland-Ukraine Konflikts haben sich unsere Analysten mit den Auswirkungen auf den Einfluss auf die Versorgungssicherheit vertieft befasst. Das Szenario eines Lieferstopps seitens Russlands, welches von unseren Spezialisten schon im März 2022 als realistisch eingeschätzt wurde, hat sich dann im September 2022 bewahrheitet. Wir waren mit unseren Einschätzungen bei den Kunden frühzeitig präsent und haben die Verlierer und Nutzniesser dieser Situation zeitnah isoliert. Generell hat sich unsere konstruktive Sicht auf den Versorgungssektor ausbezahlt.

Wohnimmobilienmarkt: Auch im Immobiliensektor, wo wir schon 2021 von einer Blase im Bereich Wohnimmobilien in Deutschland geschrieben haben ([Credit Insight](#)), kam es dieses Jahr zu ersten Verwerfungen und die Hiobsbotschaften reissen nicht ab. Unsere vorsichtige Positionierung bei den Ratings, reflektiert unsere Skepsis gegenüber den hohen Aufwertungsgewinnen auf den Bilanzen und Vorbehalten bei der Corporate Governance. Folglich haben sich die konkreten Verkaufsempfehlungen der Wackelkandidaten wie z.B. Adler Real Estate, Peach Property, Aroundtown aber auch Atrium European Real Estate bewährt. Bei Atrium lag unsere Einstufung mit B+ bereits im März 2022 substanziiell unter den seitens offiziellen Ratingagenturen vergebenen Bonitätsnoten (Moody's: Baa3), welche dann im Juli ein mehrstufiges Downgrade vollziehen mussten. Der Gegenpol dazu stellt unsere positive Einschätzung bei Exponenten wie Klepierre und Unibail im Bereich der kommerziellen Retailimmobilien dar.

Länderstudie 2022: Im September haben wir unsere jährliche Länderstudie publiziert und uns kritisch zu den mehrheitlich stabilen Ausblicken bei den Agenturen geäussert. Für uns ist klar, dass die Kombination aus Nachwehen der Pandemie, hoher Inflation, steigenden Zinsen und bewaffneten Konflikten für die Weltwirtschaft kein stabiles Vorzeichen aussenden kann.

Im Bereich der Banken hat unser schlagkräftiges Team von Bankenanalysten die Kantonbanken auf Herz und Nieren geprüft sowie die internationalen Grossbanken auf den Prüfstand gestellt. Das Urteil auch nach einem harschen Stresstest fiel mit wenigen Ausnahmen positiv aus. Die Banken sind stabil – auch dank grosszügigen Unterstützungsmassnahmen der Staaten – durch die Krise gekommen und stellen diesmal sogar einen Teil der Lösung dar.

ESG-Radar: Für die Beurteilung von ESG-Risiken haben wir mit unserem ESG-Radar in kürzester Zeit und in enger Zusammenarbeit mit unseren Kunden eine im Markt einzigartige Lösung entwickelt und zur Marktreife gebracht. Der ESG-Radar differenziert sich dahingehend von den vielen Produkten im Markt, dass die Funktionalitäten voll auf die Bedürfnisse des Investors ausgerichtet sind. Das erklärte Ziel ist, die Komplexität zu reduzieren. Im Gegensatz zu vielen Anbietern liegt der Fokus somit auch auf der Marktnähe und einer zukunftsgerichteten Betrachtung. Der ESG-Radar zeichnet sich durch hohe Benutzerfreundlichkeit aus – man braucht keinen Abschluss in Datenmanagement – und lässt sich über alle Anlageklassen konsistent einsetzen. Jeder Kunde kann zudem seinen eigenen Wertekompass hinterlegen und seine Anlagen so individuell ausrichten. Dies unterbindet, dass Wertvorstellungen unbesehen vom Anbieter übernommen werden und zu einem Herdentrieb bei überraschenden Veränderungen (forced selling) führen. Das Kundenportfolio ist im System erfasst und lässt sich einfach mit Benchmarks vergleichen. Zudem lassen sich die einzelnen Anlageentscheide konsistent abbilden und nachvollziehen. Wir sind besonders stolz darauf, dass wir bereits viele Kunden in der Schweiz und Deutschland gewinnen konnten. Als nächste Ausbauschritte werden die Swiss Climate Scores integriert sowie zusammen mit einem Partner eine 360° Betrachtung für jedes Unternehmen (aktuell über 20'000 verfügbar) implementiert.

Swiss Bond Congress 2022: Als weiteren Erfolg nehmen wir die erfolgreiche Durchführung der inzwischen zehnten Ausgabe des Swiss Bond Congress im September in Anspruch. Nach der pandemiebedingten Zwangspause durften wir den beliebten Anlass vor ausgebuchten Rängen abhalten. Das Jubiläumsprogramm war geprägt durch spannende Referate von externen Experten, einer lebendigen Podiums-diskussion zu den Immobilienmärkten sowie zahlreichen Beiträgen und Präsentationen unserer Analysten. Speziell gefreut haben wir uns über die zahlreichen Kunden, welche extra angereist sind.

Ausblick

Auch wenn die Höhe der Zinsschritte und das Tempo der Zentralbanken abnehmen, wird uns die straffe Geldpolitik noch eine Weile begleiten. Eine Normalisierung der hohen Inflation lässt sich nur über eine Drosselung der Nachfrage erreichen mit entsprechenden Auswirkungen auf Konsumentenstimmung und Arbeitsmärkte. Wir erwarten, dass das steigende Zinsniveau in Kombination mit einer globalen Wirtschaftsabschwächung, den mannigfaltigen Herausforderungen in China (Covid-Politik, Wachstum, Immobilien-Blase, Taiwan-Konflikt) sowie den vielschichtigen geopolitischen Risiken dazu beitragen, dass die Märkte auch 2023 immer wieder von Phasen hoher Volatilität bestimmt werden.

Diese Situation bietet für Bondinvestoren aber auch wieder Opportunitäten. Obwohl die Rezessionsgefahr nur zum Teil eingepreist ist, beobachten wir aktuell Risikoprämien auf sehr attraktiven Niveaus, welche viele schlechte Nachrichten bereits eskomprieren. Während wir jahrelang unsere Kunden von einer unzureichenden Differenzierung an den Bondmärkten gewarnt haben, so präsentiert sich aktuell ein diametral anderes Bild. Anleihen sind so attraktiv wie schon lange nicht mehr. Investoren werden grosszügig entschädigt und bauen als Konsequenz ihre Direktbestände wieder aus, während illiquide und riskantere Anlageklassen inzwischen nicht mehr in der Gunst der Anleger stehen.

Die Normalisierung der Geldpolitik sowie die für 2023 erhöhte Rezessions- bzw. Stagflationsgefahr lassen steigende Ausfallraten und tendenziell schwächere Finanzprofilen erwarten. Deshalb empfehlen wir defensive Sektoren sowie Schuldner mit robuster Bilanzstruktur, starker Marktposition und Preismacht (Pharma, Nahrungsmittel, Telekom, Versorger). Bei Finanztiteln bevorzugen wir nach wie vor nachrangige Emissionen von höher eingestuften Banken gegenüber gleich bewerteten senior non-preferred Emissionen von schwächeren Instituten. Wir favorisieren Anleihen von Banken in strukturell profitablen Märkten (USA, Frankreich und Benelux).

Corporate Hybridanleihen bieten zurzeit Risikoprämien auf attraktiven Niveaus und sind im Vergleich zum HY-Segment weniger verletzlich hinsichtlich einer möglichen Rezession, weil sich das Bonitätsrisiko an IG-Emittenten orientiert. Grundsätzlich bevorzugen wir solide IG-Schuldner in defensiven bzw. selektiv auch in zyklischen Sektoren mit klarem Bekenntnis zu Hybridinstrumenten als Teil der Kapitalstruktur. Wir empfehlen Instrumente mit First Call Daten im Zeitraum von 2024-2028 sowie hohen Reset Spreads als Schutz vor möglichen Verlängerungsrisiken, welche im 2H22 insbesondere im Immobiliensektor aufgrund der stark gestiegenen Zinsen und ökonomischen Überlegungen akut wurden. Gerade vor diesem Hintergrund bleibt eine umsichtige «bottom-up» Auswahl zwingend. Opportunitäten sehen wir beispielsweise bei AT&T, Iberdrola oder VW resp. für Non-IG Instrumente bei Telefónica.

Wir bedanken uns für die sehr angenehme Zusammenarbeit im vergangenen Jahr und freuen uns darauf, Sie auch 2023 mit unserer Erfahrung und Expertise in der Bonitätsanalyse sowie den damit zusammenhängenden regulatorischen Anforderungen zu unterstützen. Gerne stehen wir für Fragen und Ihre Anliegen zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen und Ihrer Familie einen guten Start in ein erfolgreiches neues Jahr!

Ihr I-CV Analysten-Team



Vorschau zu ausgewählten Sektoren

Industrie	Aktuelle Situation
Automobil (-zulieferer) 	Länger als erwartete Lieferkettenprobleme beschränken die Volumina und höhere Rohmaterialpreise belasten die Margen. Die inflationsbedingte Eintrübung der Konsumentenstimmung dürfte sich mittelfristig auf die Auftragsbücher respektive den Produktmix auswirken. Zudem bleibt die strukturelle Transformation des Sektors die grosse Herausforderung, welche nicht alle Marktteilnehmer gleich gut meistern werden.
Kapitalgüter 	Die Unternehmen in der Kapitalgüterindustrie operieren in einem anspruchsvollen Marktumfeld (Lieferkettenprobleme, Kosteninflation, geopolitische Risiken, potenzielle EU-Energiemangellage etc.). Die Margenspitze wurde bereits Ende 2021 überschritten und obwohl die meisten Kapitalgütergesellschaften im I-CV Universum noch gute 3Q22 Resultate rapportierten, bleiben die Wirtschaftsaussichten fürs 2023 ungewiss. Der bisher vorteilhafte Kreditzyklus droht zu drehen und Unsicherheiten bleiben bezüglich der Auswirkungen einer potenziellen Rezession. Wir bevorzugen breit diversifizierte Emittenten mit Preismacht, führender Marktstellung oder hohem Service-Anteil.
Pharma 	Nach einer zuletzt geringen M&A-Aktivität im Pharmasektor, erwarten wir eine Zunahme der Übernahmen. Die meisten Unternehmen sind gut positioniert und können auch grössere Zukäufe gut verkraften. Gleichzeitig erwarten wir weiterhin starke freie Cashflows, welche finanzielle Flexibilität bieten. Die Medikamentenpipelines sind gut gefüllt und der Fokus auf profitable Therapiegebiete wie die Onkologie bietet langfristiges Wachstumspotential.
Energie 	Die integrierten Öl- und Gasunternehmen profitieren infolge des Russland-Ukraine Kriegs von hohen Notierungen für Öl und Gas. Die wirtschaftliche Eintrübung könnte zu einer Normalisierung der Nachfrage und des Preisumfelds führen. Dennoch erscheint uns ein dauerhafter Rückgang der Energiepreise aufgrund der aktuellen geopolitischen Lage unwahrscheinlich, weshalb wir weiterhin konstruktiv für den Sektor bleiben.
Rohstoffe 	Der Rohstoffsektor profitiert von einem pandemiebedingten Nachholbedarf mit historisch gesehen hohen Rohstoffpreisen, welche zum Teil durch den Russland-Ukraine Krieg noch befeuert wurden. Zudem werden mehrere Basismetalle aufgrund der Dekarbonisierung von einer Nachfrageverschiebung begünstigt. Auch bei einer Konjunkturverlangsamung gehen wir von einer stabilen Entwicklung der Finanzprofile aus und erwarten, dass global zunehmende Investitionen für Rüstung, Transport und Energiewende stützend wirken.
Chemie 	Das Jahr 2022 wurde im Bereich der Spezialitätenchemie vor allem durch die Inflation und die Energiekrise geprägt, was zu einigen Gewinnwarnungen im Sektor geführt hat. Auch 2023 werden die Unternehmen vor grosse Herausforderungen gestellt. Die hohen Kosten und die sich eintrübende Konjunktur führen zu einem Nachfragerückgang, Margendruck und einer Schwächung der Finanzprofile.
Utilities 	Bei den Stromversorgern hat die Eskalation im Russland-Ukraine Krieg zu exorbitanten Strompreisen geführt, welche trotz jüngster Entspannung weiterhin auf sehr hohen Niveaus verharren. Dabei zeigen sich im volatilen Preisumfeld Vermarktungsrisiken. Im Allgemeinen profitieren Stromerzeuger von hohen Grosshandelspreisen. Bei vielen europäischen Versorgern beobachten wir einen Trend zu defensiveren Geschäftsrisikoprofilen, weshalb wir konstruktiv für den Sektor bleiben.
Nahrungsmittel 	In einem rezessionären Umfeld ist im Getränke- und Nahrungsmittelsektor verstärkt mit Konsumverschiebungen hin zu kostengünstigeren Alternativen zu rechnen. Entsprechend erwarten wir u.a. bei Fleischproduzenten erhöhten Druck auf Umsatz und Margen. Währenddessen kann bei Anbietern von Grundnahrungsmitteln und Getränken von einer anhaltend hohen Nachfrage ausgegangen werden. Gleichzeitig dürften diese Unternehmen Preiserhöhungen weiterhin relativ einfach auf die Kunden überwälzen können.
Lebensmittelhandel 	Im Lebensmittelhandel werden Discounter weiterhin davon profitieren, dass die Kundschaft im derzeitigen Wirtschaftsumfeld preisbewusster einkauft. Die Weitergabe höherer Inputpreise ist i.d.R. gut möglich, während neu ausgehandelte Verträge mit Produzenten die Margen stützen. Die meisten Unternehmen investieren weiterhin kräftig in den Ausbau des Onlinegeschäfts, ein Unterfangen, welches auch künftig einen Grossteil der freien Mittel beanspruchen wird.

Industrie	Aktuelle Situation
Einzelhandel 	Die bereits tiefen Gewinnspannen im Einzelhandel werden nächstes Jahr zusätzlich unter Druck geraten, da Konsumenten ihre Ausgaben verstärkt in Richtung Verbrauchsgüter steuern. Zusätzlich besteht die Gefahr, dass Retailer auf den derzeit erhöhten Lagerbeständen sitzen bleiben und die Ware mit hohen Abschlägen abstossen müssen. Dies wird die Profitabilität abschwächen.
Software & Services 	Nach zwei Jahren mit rasantem Umsatz- und Gewinnwachstum sehen sich Software & Services Unternehmen einem ungewohnt raueren Umfeld mit vorsichtigeren IT-Ausgaben und schwächeren Werbeeinnahmen gegenüber. Mit flexiblen Kostenstrukturen haben speziell die grossen Softwarefirmen aber genug Handlungsspielraum, dies auszusitzen, um mittelfristig vom strukturellen Rückenwind durch die Digitalisierung profitieren zu können.
Halbleiter 	Im Bereich der Halbleiter verzeichneten im 2022 speziell die Hersteller von Industriehalbleitern Absatzrekordwerte, während die Nachfrage bei den Konsumhalbleitern im Laufe des Jahres rückläufig war. Der Nachfragezyklus dürfte sich 2023 weiter abschwächen und die Bilanzqualität der Unternehmen auf die Probe stellen. Zusätzlich sieht sich der Sektor durch die technologischen Streitigkeiten zwischen den USA und China, Spannungen rund um Taiwan und Nationalisierungstendenzen mit hohen Unsicherheiten konfrontiert.
Technologie & Hardware 	Die pandemiebedingt hohe Nachfrage im Technology Hardware Sektor hielt bei Unternehmen mit industriellen Abnehmern im GJ22 an, drehte sich aber im Konsumbereich in einen deutlichen Angebotsüberhang. Im kommenden Jahr rechnen wir branchenübergreifend mit tieferen Absätzen. Dies in Kombination mit Inventarkorrekturen und tieferer Preissetzungsmacht wird in einer rückläufigen Profitabilität resultieren.
Telekommunikation 	Die Telekommunikationsunternehmen investierten im GJ22 weiterhin stark in ihre Mobil- und Breitbandnetzwerke und finanzierten dies oft durch den Verkauf von Infrastruktur (u.a. Funktürme). Wir rechnen im kommenden Jahr mit anhaltend hohen Netzwerkinvestitionen und Kostendruck. Da sich die Nachfrage konjunkturresistent verhält und Preiserhöhungen mehrheitlich von den Marktteilnehmern getragen werden, erwarten wir eine stabile Entwicklung des Sektors.
Banken 	Die Zahlen der Grossbanken in den USA und Europa sind nach 9M22 (noch) besser als die allgemeine Lage. Für 2023 gehen wir für die Banken von einer nochmals schwächeren konjunkturellen Entwicklung aus, gleichwohl mit Vorteilen für die US-Wirtschaft. Ein schlechteres Investitions- und Konsumklima und steigende Unternehmensinsolvenzen lassen höhere Problemkreditquoten und Risikokosten erwarten, jedoch immer noch von historisch günstigen Niveaus ausgehend. Die positive Entwicklung beim Zinsertrag dämpfen diese Belastung und die Auswirkung der Inflation, womit die konjunkturelle Belastung daher gut verkraftbar sein sollte. Die Kapitalquoten dürften sich nach dem Rückgang 2022 nächstes Jahr auf robustem Niveau stabilisieren.
Versicherungen 	Nachdem die Versicherungsindustrie lange von tiefen Zinsen und Überkapazitäten geprägt war, setzte sich 2022 die Trendwende fort. Prämienerrhöhungen liessen sich gut durchsetzen und die technische Profitabilität entwickelte sich mehrheitlich erfreulich. Die steigenden Zinsen liessen zwar die hohen unrealisierten Kapitalgewinne rapide abschmelzen, was zu tiefen Spuren im buchhalterischen Eigenkapital führte. Wir gehen jedoch davon aus, dass die meisten Versicherer dies aussitzen können und, abhängig von der Duration der Anlagen, mittelfristig von höheren Anlagerenditen profitieren werden. Anfällig sind Unternehmen mit riskanten, illiquiden Anlagen, rückkaufgefährdeten Lebensversicherungsbeständen sowie einseitigen Geschäftsprofilen.
Immobilien 	Der Zinsanstieg hat weltweit die Trendwende an den Immobilienmärkten eingeläutet. Insbesondere Wohnimmobilienunternehmen mussten 2H22 bereits erste Wertberichtigungen verbuchen, wobei aufgrund der starken Überhitzung der Immobilienmärkte weitere Anpassungen unvermeidlich sind. Aggressiv gewachsene Unternehmen wie CPI, Aroundtown, SBB Norden, Peach Property, Adler oder Signa wurden vom Markt abgestraft. Retail- und Büroliegenschaftsunternehmen haben sich relativ gut gehalten, wobei diese während der Pandemie unter Druck kamen. Zusammenfassend prognostizieren wir branchenweit schwächere Finanzprofile. Unternehmen, welche vorsichtig gewirtschaftet haben und über bessere Geschäftsrisikoprofile verfügen (langfristige Refinanzierung, weniger aggressive Aufwertungen, Fokus auf bessere Lagen, etc.) werden die Krise meistern können.

Weitere Informationen sowie Termine zu Veranstaltungen und Analysen finden sich auf unserem [I-CV Research Portal](#)

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichens dieses Dokuments ist nicht gestattet.