

November/Dezember 2021

## Kernaussagen

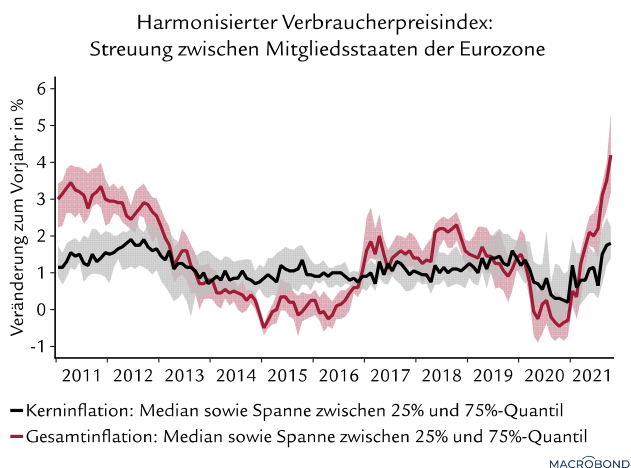
- USA: Verschlechterung des Wachstums-/Inflationsmix, aber keine Stagflation
- Eurozone: Frankreich und Italien wachsen stark, während Deutschland unter Industrie-Lieferengpässen leidet
- Inflation: Energie als Haupttreiber in Europa, steigender Lohndruck vor allem in den USA und Grossbritannien

## Prognosevergleich

	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	5.4% ↓	5.7% ↓	3.3% ↓	4.1% ↓	4.4% ↑	4.4% ↑	3.1% ↑	3.4% ↑
Eurozone	5.2% ↑	5.1% ↑	3.7% ↑	4.4%	2.4% ↑	2.3% ↑	2.0% ↑	2.0% ↑
Deutschland	2.9% ↑	2.8% ↓	3.6%	4.4%	3.1% ↑	3.0% ↑	2.3% ↑	2.2% ↑
Frankreich	6.8% ↑	6.1%	3.6% ↑	3.8%	1.6%	1.7% ↑	1.8% ↑	1.6% ↑
Grossbritannien	6.9% ↑	6.9% ↑	4.2% ↓	5.1% ↓	2.3% ↑	2.3% ↑	3.0% ↑	3.3% ↑
Schweiz	3.2%	3.4% ↓	2.7%	3.1% ↑	0.6%	0.5%	0.8%	0.6%
Japan	2.3% ↓	2.3%	2.1% ↑	3.0%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.5%
China	7.9% ↓	8.2% ↓	5.1% ↓	5.5% ↓	0.8% ↓	1.2%	2.0% ↓	2.1% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. Oktober 2021

## Grafik des Monats



Der Energiepreisschock trifft die Eurozone unterschiedlich hart, die Gesamtinflation reichte im Oktober von 1.4% in Malta bis 8.2% in Litauen; die Hälfte der Staaten verzeichnete Raten zwischen 3% und 5%. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, zog ebenfalls an, lag aber nur bei wenigen Staaten, die bisher Oktober-Daten publiziert haben, über der 2%-Marke. Deutschland ist mit 2.8% Kerninflation das prominenteste Beispiel, was Medienattacken auf die Währungshüter ausgelöst hat. Zinserhöhungen nützen aber kaum gegen höhere Energiepreise, und die Kerninflation wird in Deutschland ab Januar wieder tiefer ausfallen, wenn gewisse Basiseffekte auslaufen.

## USA Comeback der Stagflation?

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 5.5%	2021: 5.7%
2022: 3.4%	2022: 4.1%

Gemäss der ersten BIP-Schätzung für das dritte Quartal expandierte die US-Wirtschaft lediglich um 2.0% (annualisiert), eine deutliche Verlangsamung gegenüber dem Vorquartal und weniger als von uns und Konsensus erwartet. In Kombination mit überraschend hohen Inflationsraten kam unter Investoren vermehrt die Angst vor Stagflation auf, eine geldpolitisch schwer zu bekämpfende Situation, die wir zuletzt während des Ölpreisschocks in den 1970er-Jahren erlebt haben. Wir halten das Risiko für gering. Erstens sind die USA heute im Gegensatz zu den 1970er-Jahren nicht mit einem externen Energiepreisschock konfrontiert, da die Importabhängigkeit beim Rohöl drastisch gefallen ist und netto Erdgas exportiert wird. Das Verhältnis zwischen Export- und Importpreisen (sogenannte Terms of Trade) hat sich in den letzten zwei Jahren gar stark verbessert. Zweitens hat die hohe Inflation die durchschnittliche Kaufkraft nicht erodiert. Die realen Einkommen sind höher als vor der Pandemie, zudem haben die Haushalte in der Pandemie namhafte Ersparnisse angehäuft. Die Schwäche im dritten Quartal war nicht dem Privatkonsum anzulasten – der dynamisch wuchs –, sondern vielmehr steigenden Importen und schwachen Investitionen, vor allem bei Wohnimmobilien. Steigende Importe sind ein gutes Zeichen für die inländische Nachfrage, und wir erwarten bereits im vierten Quartal eine Rückkehr zu moderatem Wachstum.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 4.4%	2021: 4.4%
2022: 3.1%	2022: 3.4%

Während Stagflationsängste übertrieben sind, sind Inflationssorgen durchaus berechtigt. Im Oktober zog die Preisdynamik wieder an, insbesondere beim Index-Schwergewicht Wohnen. Zudem erhöhten sich die Lohnkosten der Unternehmen im dritten Quartal deutlich. Beim Arbeitsmarkt besteht immer noch die Erwartung, dass die Erwerbsbeteiligung in den nächsten Monaten anzieht und für eine gewisse Entspannung beim Lohndruck sorgt.

## Eurozone Inflation auf Mehrjahreshoch

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 5.2%	2021: 5.1%
2022: 3.7%	2022: 4.4%

Wir heben die Prognose zum BIP-Wachstum für 2021 und 2022 leicht an. Verfügbare Zahlen zum dritten Quartal zeichnen insgesamt ein überraschend positives Bild zur Verfassung der Wirtschaft in der Eurozone. Besonders robust fiel das Wachstum zuletzt in Frankreich und Italien aus, während das Wachstum in Deutschland weiterhin von den globalen Lieferengpässen in der Industrie zurückgehalten wird. In Deutschland wurde allerdings das Bruttoinlandsprodukt der ersten beiden Quartale revidiert, was netto eine Aufwärtsrevision fürs Gesamtjahr zur Folge hatte. Bisher verfügbare Zahlen für das Schlussquartal 2021 zeigen eine leicht abnehmende Konjunktdynamik an, die auf Lieferengpässe in der Industrie zurückzuführen ist. Gleichwohl verharren die Einkaufsmanagerindizes für Industrie und Dienstleister komfortabel im Wachstumsbereich. Hierbei sticht Italien hervor, wo der Einkaufsmanagerindex im Oktober sogar leicht anstieg. In Italien besonders ausgeprägt, aber auch andernorts, entfalten Geld- und Fiskalpolitik eine prozyklische Wirkung. Die behördlichen Massnahmen zur Stützung der Wirtschaft und des Finanzsystems haben die gewünschte Wirkung also gezeigt, nicht zuletzt ist dies auch an den Zahlen zum Arbeitsmarkt erkennbar. Die Arbeitslosenquote in der Eurozone liegt mittlerweile um mehr als einen Prozentpunkt unter ihrem Wert vom September 2020.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.4%	2021: 2.3%
2022: 2.0%	2022: 2.0%

Die gleichgerichtete Reaktion von Geld- und Fiskalpolitik auf den wirtschaftlichen Einbruch im Vorjahr ist ein Grund für den kräftigen Anstieg der Inflationsrate. Nach wie vor erklärt sich aber der Sprung auf inzwischen 4.1% zur Hälfte mit der Entwicklung der Energiepreise. Die Energiewende kommt mit einem Preisschild. Wohl wird die Inflationsrate 2022 deutlich niedriger ausfallen, im Jahresdurchschnitt dürfte aber eine 2 vor dem Komma stehenbleiben.

## Deutschland Auf in den zweiten Coronawinter

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.9%	2021: 2.8%
2022: 3.6%	2022: 4.4%

Die Covid-19 Fallzahlen stiegen zuletzt in Deutschland schneller als erwartet und erreichten das Niveau von Anfang November 2020. Auch die Hospitalisierungen und Todesfälle steigen, bleiben aber noch leicht unterhalb der Zahlen vom November 2020. Die Impfquote beträgt in Deutschland mittlerweile 66%. Bisher hat die SPD neue Einschränkungsmaßnahmen ausgeschlossen und angekündigt, dass sie die Notlage am 25. November auslaufen lassen will. Stattdessen setzt man auf Drittimpfungen, die nun für ältere und Risikogruppen empfohlen werden, aber auch anderen Bevölkerungsgruppen zur Verfügung stehen. Die Konsumenten zeigten sich bisher mit einer besseren Konsumentenstimmung und stabiler Mobilität eher unbesorgt. Die volatilen Detailhandelsumsätze waren aber im September erneut rückläufig. Auch der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor ging im Oktober stärker als erwartet zurück. Der PMI für die Industrie konnte sich trotz bestehenden Lieferengpässen auf hohem Niveau halten. Die Engpässe dürften das Wirtschaftswachstum aber auch im vierten Quartal belasten, nachdem sie für das enttäuschende Wachstum im dritten Quartal von 1.8% verantwortlich waren. Aufgrund von Aufwärtsrevisionen für die erste Jahreshälfte stieg unsere Wachstumsprognose für 2021 dennoch leicht an.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 3.1%	2021: 3.0%
2022: 2.3%	2022: 2.2%

Die Konsumentenpreis-inflation überraschte im Oktober erneut positiv und kletterte auf 4.5%. Solche Inflationsraten gab es zuletzt, als noch die Bundesbank am Ruder war. Mehr als die Hälfte des Anstiegs ist allerdings auf die Energiepreise zurückzuführen. Wir erhöhen unsere Inflationsprognose für 2021 und 2022, rechnen aber bereits im Verlauf von 2022 mit einer Normalisierung der Preisdynamik. Wir gehen also weiter davon aus, dass der derzeitige Anstieg ein temporäres Phänomen bleiben wird.

## Frankreich Zurück auf Vorkrisenniveau

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 6.8%	2021: 6.1%
2022: 3.5%	2022: 3.8%

Mit einem BIP-Wachstum von 3.0% gegenüber dem Vorquartal liess die französische Wirtschaft im dritten Quartal die anderen Schwergewichte der Eurozone, Deutschland, Italien und Spanien, hinter sich und erreichte als erstes Land dieser Gruppe wieder das Vorkrisenniveau beim BIP. Frankreich profitiert im Vergleich zu Deutschland von einem geringeren Sektorgewicht der Industrie. Letztere hat auch in Frankreich mit Lieferengpässen zu kämpfen und war jüngst gar mit fallenden Aufträgen konfrontiert. Der Dienstleistungssektor war hingegen dynamisch unterwegs; besonders die von der Pandemie hart getroffenen Sektoren übertrafen alle Erwartungen. Die Wertschöpfung des Hotellerie- und Restaurantgewerbes legte im dritten Quartal um 43% zu und verbuchte «nur» noch eine Lücke von 9% zum Vorkrisenniveau. Auch das Transportgewerbe boomte und verringerte den Abstand zum Vorkrisenniveau auf 4%. Das Wachstum wird nach wie vor durch massiven Fiskalstimulus getrieben. Bereits im August 2021 erreichte das Defizit des Zentralstaates die Rekordmarke des Jahres 2020 von EUR 178 Mrd. Die Schraube wird allerdings wie in vielen anderen Industrieländern im Jahr 2022 angezogen. Der Zentralstaat plant 3.5% tiefere Ausgaben, was angesichts der hohen Staatsquote das Wachstum spürbar bremsen dürfte.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.6%	2021: 1.7%
2022: 1.8%	2022: 1.6%

Die Hausse der Gaspreise, die vielerorts in Europa die Teuerung anfachen und den Privatkonsum belasten, ist in Frankreich ein geringeres Problem. Gas hat nur ein Gewicht von 1.1% im Warenkorb zur Berechnung der Inflation. Viel wichtiger: Gaskraftwerke tragen nur 6% zur Stromerzeugung bei, und Frankreich muss nicht zu steigenden Tarifen Strom bei den Nachbarn beziehen, da Nettoexporteur. Dies trägt dazu bei, dass die Inflation 2021 und 2022 im Jahresdurchschnitt unter 2% bleiben dürfte.

## Grossbritannien Der Mangelwirtschaft trotzen

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 6.9%	2021: 6.9%
2022: 4.2%	2022: 5.1%

Die britische Wirtschaft scheint bislang der «Mangelwirtschaft» in Form von leeren Regalen und Lieferengpässen sowie den negativen Schlagzeilen zu den europäischen Beziehungen zu trotzen. Die bisher verfügbaren monatlichen BIP-Zahlen für das dritte Quartal waren nicht berauschend, aber solide genug, dass wir unsere vorsichtige Prognose für 2021 nach oben korrigieren mussten. Die grösste Schwäche bleibt der Detailhandel, der seit dem Höhepunkt im April 2021 Monat für Monat Umsatzvolumen verliert. Der Privatkonsum hat sich in Richtung Dienstleistungen verlagert. So hat beispielsweise das Gastgewerbe im August das Vorkrisenniveau überraschend wieder übertroffen. Die Aktivität hat sich auch im Bereich Freizeit und Unterhaltung beinahe ganz normalisiert. Auch wenn die Konsumentenstimmung, wohl als Folge der steigenden Energiepreise, jüngst zurückgegangen ist, meldeten Dienstleister entgegen dem Trend in Kontinentaleuropa eine Beschleunigung der Aktivität im Oktober. Der Aufschwung dürfte aber 2022 an Dynamik einbüßen – unsere BIP-Prognose bleibt dabei vorsichtiger als Konsensus. Engpässe am Arbeitsmarkt könnten auf der Angebotsseite verhindern, dass Grossbritannien das volle Wachstumspotenzial ausschöpft, während nachfrageseitig die kommenden Zinserhöhungen der Bank of England für gewisse Brems Spuren sorgen könnten.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.3%	2021: 2.3%
2022: 3.0%	2022: 3.3%

Im September ging die Inflation leicht zurück, von 3.2% auf 3.1%, aber sie dürfte bereits im Oktober aufgrund des 12% höheren Preisdeckels für Strom und Gas wieder anziehen. Dieser regulatorische Eingriff hält die Energiepreise über die Wintermonate künstlich tief (die Grosshandelspreise sind deutlich stärker angestiegen). Bei der nächsten Anpassung im April 2022 dürfte der Deckel weiter angehoben werden. In Kombination mit steigenden Löhnen dürfte die Inflation im Jahresdurchschnitt 2022 bei rund 3% liegen.

## Schweiz Arbeitsmarkt beweist Flexibilität

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 3.2%	2021: 3.4%
2022: 2.7%	2022: 3.1%

Eine Reihe von Konjunkturindikatoren weist auf eine weitere Verlangsamung der Wachstumsdynamik im vierten Quartal 2021 hin. Gleichwohl ist bisher nicht davon auszugehen, dass die vierte Pandemiewelle zu einem erneuten Rückgang des BIP im laufenden Quartal oder zu Beginn des nächsten Jahres führt. Eindämmungsmassnahmen, wie sie zu Beginn des Jahres noch einmal erforderlich waren, scheinen selbst in Anbetracht erneut steigender Fallzahlen mittlerweile abgeschlossen. Nachfrageseitig ist eine ausgesprochen robuste Konsumnachfrage festzustellen, auch getragen von einer raschen Erholung am Arbeitsmarkt. Mittlerweile gehen wir davon aus, dass die Arbeitslosenquote 2021 im Jahresdurchschnitt auf 3.0% zu liegen kommen wird. Für 2022 erwarten wir einen Rückgang dieser Kennzahl auf 2.5%. Gemäss unseren Prognosen wird der Endjahreswert mit 2.4% noch leicht über dem Vorkrisenniveau von 2.3% liegen. Damit hat der Schweizer Arbeitsmarkt seine hohe Flexibilität einmal mehr unter Beweis gestellt, musste doch der Arbeitsmarkt in dieser Zeit unter anderem drei Jahrgänge von Lehrabgängern und Hochschulabsolventen absorbieren. Allerdings bleibt zu befürchten, dass die Erwerbslosenquote, die nicht nur registrierte Arbeitslose, sondern alle Stellensuchenden umfasst, sich nicht gleich rasch erholen wird.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 0.6%	2021: 0.5%
2022: 0.8%	2022: 0.6%

Bis Ende Oktober stiegen auch in der Schweiz die Endverbraucherpreise für fossile Energieträger weiter. Allerdings ist das Gewicht der Erdölprodukte mit 2.4% weniger hoch als in den Verbraucherpreisstatistiken der EU-Länder. Zudem wirken die anhaltende Marktöffnung im Schweizer Detailhandel und der starke Franken preisdämpfend. Selbst die rasche Erholung am Arbeitsmarkt dürfte keine nachhaltigen Inflationsrisiken bewirken: Mit durchschnittlich 0.8% bleibt das erwartete Lohnwachstum 2022 moderat.

## Japan Kontinuität nach den Wahlen

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.3%	2021: 2.3%
2022: 2.1%	2022: 3.0%

Die Unterhauswahlen vom 31. Oktober brachten ein überraschend starkes Mandat für den neuen Premierminister Fumio Kishida, dessen Liberaldemokratische Partei (LDP) die absolute Mehrheit im Unterhaus verteidigen konnte. Somit ist Kontinuität in der Wirtschaftspolitik gewährleistet, die auch nach dem Abgang von Shinzo Abe von dessen «Abenomics» geprägt geblieben ist. Es ist also weiterhin mit einer expansiven Geldpolitik und gelegentlichen Fiskalpaketen zu rechnen. Premier Kishida hat ein solches noch vor Ende 2021 in Aussicht gestellt: Zur Diskussion stehen eine Neuauflage des «Go To Travel»-Programms zur Stimulierung des Tourismus und gar direkte Geldtransfers an die Bevölkerung. Der Privatkonsum bleibt in der Tat das Sorgenkind. Im zweiten Quartal 2021 lag er noch immer 4.4% tiefer als 2019 und zeigte im dritten Quartal gemäss ersten Indikatoren kaum Erholung. Der Impffortschritt und tiefe Fallzahlen sorgten allerdings für eine Verbesserung der Konsumentenstimmung und könnten kurzfristig für eine Erholung des Konsums sorgen. Mittelfristig bleibt aber ein höheres Lohnwachstum der Schlüssel zu einem stärker vom Konsum getragenen Wachstum. Dies ist auch erklärtes Ziel von Premier Kishida, das er aber, wie bereits Shinzo Abe, wahrscheinlich verfehlen wird, da trotz Reformen, Aufrufen und Anreizen das japanische Prinzip «Lohnzurückhaltung gegen Jobsicherheit» fest verankert zu sein scheint.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: -0.3%	2021: -0.2%
2022: 0.4%	2022: 0.5%

Die Konsumentenpreis-inflation schaffte im September 2021 zum ersten Mal seit August 2020 den Sprung über die Marke von 0%, getrieben durch Energie und verderbliche Nahrungsmittel. Unter Ausschluss dieser beiden volatilen Gütergruppen verharrte die Kerninflation bei -0.5%. Wir rechnen 2021 nur mit einer geringfügigen Erholung der Gesamtinflation auf durchschnittlich 0.4%.

## China Wachstumsenttäuschung

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 7.9%	2021: 8.2%
2022: 5.1%	2022: 5.5%

Das reale Wirtschaftswachstum Chinas verlangsamte sich deutlich von 7.9% Jahreswachstum im zweiten Quartal auf 4.9% im dritten Quartal. Eine Mischung aus Energieengpässen, der Nulltoleranzpolitik gegenüber neuen Covid-19-Ausbrüchen und der Verlangsamung am Immobilienmarkt trugen dazu bei. Zahlen für September zeigten eine Verlangsamung des Wachstums in der Industrie. Die Detailhandelsumsätze erholten sich etwas von den enttäuschenden Vormonaten, bleiben aber deutlich unter Vorkrisentrend. Insgesamt fiel das BIP-Wachstum tiefer aus als von uns erwartet. Wir schreiben zudem einen Teil dieser zyklischen Schwäche in den nächsten Quartalen fort. Aus diesen zwei Gründen revidierten wir unsere Prognosen für 2021 und 2022 auf 7.9% (von 8.3%) und 5.1% (von 5.4%). Wir rechnen aber weiter nicht damit, dass die Verwerfungen am Immobilienmarkt eine Wirtschaftskrise bewirken werden. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Industrie sandten zuletzt unterschiedliche Signale aus. Während der breiter aufgestellte, offizielle Industrie-PMI mit 49.2 weiter unter die Wachstumsschwelle von 50 fiel, stieg der Caixin Industrie-PMI von 50.0 auf 50.6. Gemäss beiden Umfragen bleibt der Druck auf die Inputpreise hoch, und die Lieferengpässe bestehen weiter. Die aussenpolitische Lage spitzte sich zuletzt zu, nachdem US-Präsident Joe Biden erklärte, dass er Taiwan im Falle eines militärischen Angriffs durch China verteidigen werde.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 0.8%	2021: 1.2%
2022: 2.0%	2022: 2.1%

Bei der Konsumentenpreis-inflation bleibt China bei den grossen Volkswirtschaften die Ausnahme. Im September sank die Teuerung weiter auf 0.7%. Unsere Jahresprognosen 2021 und 2022 korrigierten wir weiter nach unten. Die Produzentenpreis-inflation stieg zwar auf 10.7%, dürfte sich aber nach wie vor nur sehr spärlich in den Konsumentenpreisen niederschlagen. Damit hat die Notenbank weiter genügend Spielraum, um die Geldpolitik expansiver zu gestalten.



## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
🐦 @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife.ch



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@swisslife.ch



### Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)



#### Erstellt und verabschiedet durch die Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt oder verwendet worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Haftung 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.

**Frankreich:** Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.