

Februar 2021

## Kernaussagen

- Mit dem Start der Impfkampagnen zeichnet sich 2021 der Anfang vom Ende der Pandemie ab
- Nach China erreichen die USA und die Schweiz als nächste Länder das Vorkrisenniveau
- Unterauslastung der Kapazitäten der Weltwirtschaft begrenzt Inflationsrisiken für den Moment

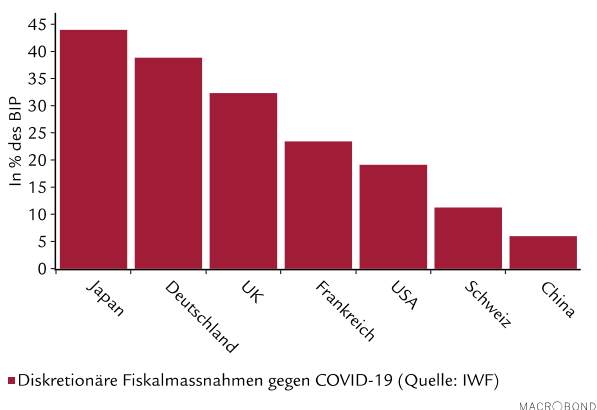
## Prognosevergleich

	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	4.8% ↑	4.4% ↑	3.2%	3.4%	2.2% ↑	2.1% ↑	2.2%	2.2%
Eurozone	4.6% ↑	4.4% ↓	2.4%	4.0%	1.0%	0.9%	1.5%	1.3%
Deutschland	3.7% ↑	3.7% ↓	2.4%	3.6%	1.7% ↑	1.5% ↑	1.6%	1.6%
Frankreich	6.8%	5.6% ↓	2.2%	3.8%	1.1%	0.8%	1.5%	1.1%
Grossbritannien	5.1% ↓	4.3% ↓	4.1%	5.8%	1.5%	1.5% ↓	1.6%	2.0%
Schweiz	3.5% ↑	3.2% ↓	2.2%	2.9%	0.5%	0.3% ↑	0.7%	0.5%
Japan	2.6%	2.4% ↓	1.4%	2.2%	0.0%	-0.1% ↓	0.4%	0.5%
China	8.3% ↑	8.3%	5.2%	5.4%	1.4%	1.4%	2.1%	2.1%

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

## Grafik des Monats

Fiskalmassnahmen in 2020 (Ausgaben, Darlehen und Garantien)



Noch nie dagewesene Geldbeträge wurden für fiskalpolitische Massnahmen zur Bewältigung der aktuellen Krise ausgegeben oder bereitgestellt. In der Schweiz übersteigt das Fiskalprogramm 2020 jenes der Finanzkrise 2008 um das 20-Fache, das deutsche Fiskalpaket wird auf das 10-Fache geschätzt. In Japan haben wir in der Vergangenheit gesehen, dass die angekündigten Ausgaben verglichen mit dem, was dann wirklich ausgegeben wird, oft übertrieben sind. Dennoch bleibt das Ausmass der diskretionären finanzpolitischen Reaktion auf die COVID-19-Pandemie gigantisch. Da Geld- und Fiskalpolitik in die gleiche Richtung gehen, sind die langfristigen Inflationsrisiken heute so hoch wie nie in den letzten 20 Jahren.

## USA Geldflut

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 4.8 %	2021: 4.4 %
2022: 3.2 %	2022: 3.4 %

Wie erwartet flauten die US-Wirtschaftsdaten Ende 2020 ab. Im Dezember führten neue Restriktionen zum ersten monatlichen Beschäftigungsrückgang seit April 2020, während die auslaufende Fiskalunterstützung im dritten Monat in Folge zu rückläufigen Einzelhandelsumsätzen beitrug. Das Wirtschaftsmomentum dürfte Anfang 2021 dank Fiskalimpulsen stark anziehen. Das überparteiliche Konjunkturpaket von Ende Dezember beinhaltet «Stimulus Checks» von USD 600 pro Person und verlängert die erhöhte Arbeitslosenentschädigung bis Mitte März. Präsident Biden schlug ein weiteres Finanzpaket von USD 1.9 Billionen (8.8% des BIP) vor, das weitere bedarfsabhängige «Stimulus Checks» von USD 1400 pro Kopf, eine Verlängerung der Arbeitslosenentschädigung bis September und, ganz wichtig, Beihilfen für Bundesstaaten und lokale Regierungen beinhaltet. Aufgrund der knappen Mehrheit im Senat dürfte das finale Paket eher USD 1.0 Billionen betragen, wobei der «Stimulus Check» am wenigsten umstritten ist. Laut einer Umfrage des New Yorker Fed sparten die Haushalte 36.4% ihres ersten «Stimulus Check» und nutzten weitere 34.5% für den Schuldenabbau. Die Befragten gaben zudem an, dass ihre Sparneigung durch weitere Finanzausgleiche zunehmen würde. Obwohl diese Checks den Privatkonsum 2021 sicherlich stützen werden, könnten Finanzmärkte und die Bilanzen der Haushalte am meisten von dieser «Geldflut» profitieren.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.2 %	2021: 2.1 %
2022: 2.2 %	2022: 2.2 %

In der Pandemie war die US-Kerninflation primär eine Funktion der Wirtschaftsdynamik. Somit fing auch die Kerninflation im vierten Quartal 2020 infolge der flauen Nachfrage zu schwächeln an. Die Gesamtinflation aber überraschte im Dezember aufgrund steigender Lebensmittel- und Energiepreise nach oben. Wir rechnen für 2021 mit einer Normalisierung der Kerninflation. Die Gesamtinflation wird zusätzlich von Basiseffekten angestossen.

## Eurozone Inflation feiert Comeback

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 4.6 %	2021: 4.4 %
2022: 2.4 %	2022: 4.0 %

Der Impfstart in allen Staaten deuten darauf hin, dass das Ende der Pandemie immer näher rückt. Derweil bedeuten verschärfte Massnahmen zur Bekämpfung der Gefahr einer zweiten Welle und von Virusmutationen, dass der Rückschlag in der wirtschaftlichen Erholung stärker ausfallen und länger anhalten wird als angenommen. Wie bei den ersten Lockdowns von Februar bis Mai 2020 leiden die Dienstleistungssektoren in ganz Europa stärker unter den Massnahmen, während Güterproduzenten mit einer globalen Kundenbasis von intakten Lieferketten profitieren. Dementsprechend signalisieren die Einkaufsmanagerindizes, dass die Produktionstätigkeit zu Beginn des Jahres weiter stieg, die Dienstleistungssektoren aber im fünften Monat in Folge schrumpften. Neben der individuellen Sektorzusammensetzung und dem fiskalischen Spielraum der Länder sind der Umgang mit der Pandemie und der Impferfolg entscheidend für das Tempo der künftigen wirtschaftlichen Erholung. Malta, Irland und Spanien begannen vergleichsweise schnell zu impfen. In Ländern wie Österreich, Griechenland und der Slowakei, wo die Impfungen nur langsam vorankommen und die Eindämmungsmassnahmen streng sind, ist die Erholung der Binnenkonjunktur besonders gefährdet. Ein hochfrequenter BIP-Tracker der Österreichischen Nationalbank deutet auf einen erneuten starken Rückgang der dortigen Wirtschaftsleistung seit Jahresbeginn hin.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.0 %	2021: 0.9 %
2022: 1.5 %	2022: 1.3 %

Die Inflation dürfte 2021 ein temporäres Comeback feiern. Ausgehend von einem Wert von -0.3% für Dezember 2020 dürfte die jährliche Gesamtinflation bis Oktober 2021 auf 1.8% steigen. Obschon sie sich dem EZB-Ziel von «nahe bei, aber unter 2%» nähert, erwarten wir keine geldpolitischen Massnahmen. Aufgrund von Energiepreisbasiseffekten oder des Wegfalls der temporären MWST-Senkung in Deutschland ist die Aufwärtsbewegung grösstenteils vorübergehend.

## Deutschland Einmaleffekte heben Inflation an

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 3.7%	2021: 3.7%
2022: 2.4%	2022: 3.6%

Der zweite Lockdown führte im letzten Quartal 2020 zu keinem neuen Konjunkturerinbruch. Aufgrund eingehender Daten hoben wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum im 4. Quartal vor der Publikation offizieller Zahlen am 29. Januar leicht an. Die Industrietätigkeit profitierte stark von der soliden Nachfrage aus Asien und den USA. Allerdings rechtfertigen die noch restriktiveren Massnahmen seit Jahresbeginn und die vermutliche Verlängerung des aktuellen Lockdowns eine Abwärtskorrektur der Prognose für das erste Quartal. Laut COVID-19 Containment Policy Stringency Index der Universität Oxford gehören die deutschen Massnahmen zu den schärfsten Europas. Daher flaute die Binnenkonjunktur im Januar ab. Die Konsumentenstimmung und der ifo-Geschäftsklimaindex sanken zuletzt deutlich. Die Aktivität im Dienstleistungssektor flaut gemäss vorläufigen Zahlen des Einkaufsmanagerindex ab. Wir gehen nun von einem BIP-Rückgang von 0.4% im ersten Quartal aus, bevor die Wirtschaftserholung wieder einsetzt. In unserem Basisszenario schliesst das reale BIP Deutschlands das Jahr 2021 nur leicht unter dem Vorkrisenniveau ab. Für Ende 2022 prognostizieren wir, dass das BIP das Vorkrisenniveau um 1.5% übertreffen wird. Grosse Unterstützung erwarten wir von der Fiskalpolitik (siehe S. 1): Die Regierungskoalition hat Interesse daran, bis zur Bundestagswahl im September 2021 ihre grosszügige Fiskalpolitik um jeden Preis beizubehalten.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.7%	2021: 1.5%
2022: 1.6%	2022: 1.6%

Mehrere Einmaleffekte werden den deutschen Verbraucherpreisindex 2021 markant anheben. Höhere globale Energiemarktpreise, die neue CO<sub>2</sub>-Steuer sowie die wegfallende temporäre MWST-Senkung führen zu einem Anstieg der Gesamtinflation von -0.7% im Dezember 2020 auf über 3.0% zum Jahresende. Dies ist zwar nur vorübergehend, dürfte aber reichen, um die Aufmerksamkeit der Medien zu erregen und die Diskussion um langfristige Inflationsrisiken zu befeuern.

## Frankreich Harziger Impfstart

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 6.8%	2021: 5.6%
2022: 2.2%	2022: 3.8%

Anders als Deutschland begann Frankreich im Dezember die Eindämmungsmassnahmen zu lockern. Folglich verbesserten sich die Indikatoren der Unternehmensstimmung, im Gegensatz zu den jüngsten Entwicklungen in Deutschland. Dementsprechend dürfte das BIP in Frankreich nach einem erneuten Rückgang im Schlussquartal 2020 bereits in diesem Quartal wieder anziehen. Wir rechnen für das erste Quartal mit einem Wirtschaftswachstum von 1.8%, für das zweite Quartal 2021 mit 2.1%. Eine Rückkehr auf das Vorkrisen-BIP vor dem zweiten Halbjahr 2022 ist unwahrscheinlich. Während die Unternehmensstimmung in der Produktion vergleichsweise solide ist, belastet der Lockdown die Dienstleister weiter. Frankreich als wichtiges europäisches Reiseziel sollte ein grosses Eigeninteresse an erfolgreichen Impfungen in ganz Europa haben, so dass eine Öffnung für internationale Reisen bis zum Sommer 2021 möglich ist. Doch der Start der nationalen Impfkampagne war sehr harzig. Laut Our World in Data, einer Initiative der Universität Oxford, haben bei Redaktionsschluss erst 1.61 von 100 Personen eine erste Impfdosis erhalten. Damit hinkt Frankreich anderen Ländern der Eurozone hinterher. Logistische Probleme sind ein Grund, doch auch Impfskepsis ist in Frankreich viel verbreiteter als anderswo in Europa. Ermutigend ist daher, dass die Impfbereitschaft in den letzten Wochen infolge positiver Meldungen aus Israel stark zugenommen hat.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.1%	2021: 0.8%
2022: 1.5%	2022: 1.1%

Die Gesamtinflation fiel im Dezember auf 0% und somit auf ihr zyklisches Tief. Unsere Inflationsprognose für 2021 und 2022 liegt über dem Konsens. Die Energiepreise stiegen zu Jahresbeginn weiter an. Je nachdem, wann die Binnenwirtschaft wieder geöffnet wird, erhalten Unternehmen aus dem Transport- und dem Beherbergungssektor wieder gewisse Preissetzungsmacht, sobald die Nachfrage nach Freizeit und Unterhaltung wieder befriedigt werden kann.

## Grossbritannien Verspätete Erholung

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 5.1 %	2021: 4.3 %
2022: 4.1 %	2022: 5.8 %

Nach endlosen negativen Wirtschaftsmeldungen brachten jüngste Zahlen für November und Dezember 2020 etwas Entspannung, was signalisiert, dass der wirtschaftliche Schaden der zweiten Welle weniger dramatisch war als erwartet. Besonders erfreulich war, dass sich die Produktion und das Baugewerbe trotz schlechterer gesundheitlicher Lage gut entwickelten. Der aufkeimende Optimismus wurde aber im neuen Jahr gedämpft. Neue Einschränkungen führten zu stark rückläufigen Mobilitätsindikatoren und der zusammengefasste Einkaufsmanagerindex (PMI) für Januar fiel auf den tiefsten Wert (40.6 Punkte) seit Mai 2020 und damit klar unter jenen der Eurozone (47.5) oder der USA (58.0). Dies war – wenig überraschend – vor allem auf den Dienstleistungssektor zurückzuführen, aber auch die Produktion verlor Momentum. Das Leid der britischen Wirtschaft wurde durch Störungen beim Übergang zum Post-Brexit-Handelsregime verstärkt. In der PMI-Umfrage vom Januar meldeten die Hersteller einen deutlichen Anstieg der Lieferzeiten und der Faktorpreise. Dennoch blieben sie bezüglich des Ausblicks optimistisch (die Komponente «zukünftige Produktion» lag über 70 Punkten), da sich die Grenzsituation verbessern dürfte. Aufgrund der zügig vorangehenden Impfkampagne – bei Redaktionsschluss bereits zehn Impfungen pro 100 Einwohner – dürfte sich die Wirtschaft nach einem BIP-Rückgang im ersten Quartal 2021 rasch erholen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.5 %	2021: 1.5 %
2022: 1.6 %	2022: 2.0 %

Nach einem Jahr mit einer Inflation meist unter 1% dürfte 2021 zu einer raschen Normalisierung der Inflation führen, besonders dann, wenn die Wirtschaftserholung im zweiten Quartal einsetzt. Lockdowns dämpfen zwar die Dienstleistungsinflation im ersten Quartal, dies könnte aber durch die Aufhebung der temporären MWST-Senkung, steigende Energiepreise und höhere Kosten für Importgüter infolge von Einschränkungen an den Grenzen gemildert werden.

## Schweiz «Long-COVID» Effekte

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 3.5 %	2021: 3.2 %
2022: 2.2 %	2022: 2.9 %

Normalerweise müssten wir bis zum 26. Februar auf die offiziellen BIP-Zahlen des SECO für das vierte Quartal 2020 warten. Heute aber ist in der Analyse von Wirtschaftsdaten nichts mehr, wie es mal war: Der neu eingeführte Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WWA) des SECO lässt bereits den Schluss zu, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen der neuen Eindämmungsmassnahmen im Schlussquartal 2020 und Anfang 2021 weit weniger dramatisch sind als von Februar bis Mai 2020. In unserem Basisszenario dürfte die Konjunktur anziehen, sobald die Eindämmungsmassnahmen ab März wieder gelockert werden. Die schrittweisen Fortschritte der Schweizer Impfkampagne dürften es betroffenen Dienstleistungssektoren erlauben, im zweiten Quartal wieder zu öffnen. Eine günstige Sektorzusammensetzung, vergleichsweise milde Eindämmungsmassnahmen und Exportindustrien, die stark von der raschen Erholung in Asien profitieren, sorgen dafür, dass sich das BIP der Schweiz schneller auf das Vorkrisenniveau erholt als im benachbarten Europa. Langzeit-COVID-Effekte wird aber auch die Schweizer Wirtschaft spüren. Die Arbeitslosigkeit dürfte bis April 2021 auf rund 3.8% steigen. Die Sektoren, in denen die meisten Arbeitsplätze verloren gehen, bleiben Beherbergung, Gastgewerbe, Reisebüros und Unterhaltung. Hier dürften die Firmenkurse in den kommenden Monaten stark zunehmen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 0.5 %	2021: 0.3 %
2022: 0.7 %	2022: 0.5 %

Seit Februar 2020 steckt die Schweiz in der vierten deflationären Periode der letzten 15 Jahre fest. Aufgrund steigender Energiepreise wird die jährliche Konsumentenpreis-inflation im zweiten Quartal 2021 wieder ins Positive klettern. Das sich verbessernde globale Wirtschaftsmomentum und ein wahrscheinlicher Anstieg der Preise für inländische Dienstleistungen nach der Wiedereröffnung dürften die Inflation Ende Jahr auf ein vorübergehendes Hoch von rund 1.0% anheben.

## Japan Steigende Fälle, keine Impfstoffe

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.6 %	2021: 2.4 %
2022: 1.4 %	2022: 2.2 %

2021 wurde in diversen Regionen Japans wieder der Ausnahmezustand verhängt. Die Pandemie wütet hier zwar weit weniger stark als in Europa, doch sind Infektionsraten und Sterblichkeit in Japan nun höher als in der ersten Welle und gehören zu den höchsten Asiens. Die Regierung befürchtet überfüllte Spitäler und forderte die Firmen erneut auf, die Büropräsenz zu reduzieren, und bat Bars, Restaurants und Fitnessstudios, ihre Öffnungszeiten einzuschränken. Sportveranstaltungen bleiben mit reduzierter Kapazität erlaubt. Anders als in der ersten Welle wurden Läden für Güter des täglichen Bedarfs und Schulen nicht geschlossen. Auch wenn es sich hierbei nicht um Verpflichtungen, sondern um Empfehlungen handelt, hatten sie bereits grosse Auswirkungen auf die Mobilität. Laut Google-Daten ist die Mobilität in Transitstationen 40% niedriger als sonst, im Einzelhandel und in der Freizeit 25% niedriger. Japan, eines der 2020 am wenigsten betroffenen Industrieländer, dürfte im ersten Quartal 2021 insbesondere im Privatkonsum flauere Daten aufweisen. Derweil dürfte gemäss Umfragen die Industrieproduktion dank der besseren Auslandnachfrage weiter steigen. Aufgrund der bereits relativ guten Ausgangslage, des geringen Potenzialwachstums und des verzögerten Impfverlaufs (alle Zulassungen stehen noch aus) erwarten wir nach dem ersten Quartal 2021 lediglich eine moderate Erholung.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 0.0 %	2021: -0.1 %
2022: 0.4 %	2022: 0.5 %

Im Dezember 2020 dürfte die Gesamtinflation in Japan mit -1.2% die Talsohle erreicht haben. Wir erwarten für das zweite Quartal aufgrund des Energiepreiseffekts eine schnelle Rückkehr auf 0%. Auch 2021 dürften der Preis- und Lohnruck tief bleiben, da sich die Produktionslücke nur langsam schliesst. 2022 könnte eine etwas positivere Preisdynamik bringen. Das Inflationsziel der Bank of Japan von 2% bleibt aber ausser Reichweite.

## China Virus trübt chinesisches Neujahr

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 8.3 %	2021: 8.3 %
2022: 5.2 %	2022: 5.4 %

China übertraf 2020 als einzige grosse Volkswirtschaft der Welt das Vorkrisenniveau. Das Gesamtjahres-BIP wuchs um 2.3% und lag damit über unseren und den Konsensschätzungen. Boomende Exporte von in China hergestellten Gütern – wie medizinischen Geräten oder Computern – stützten die starke Performance. Zudem erholte sich die Industrietätigkeit nach der Lockerung der Lockdowns im zweiten Quartal rasch und schloss das Jahr mit 7.3% über dem Vorkrisenniveau ab. Strenge Massnahmen und eine effiziente Tracing-Strategie konnten das Virus in Schach halten, so dass die Wirtschaft rasch wieder geöffnet werden konnte, während politische Impulse Industrie- und Immobilitätstätigkeit ankurbelten. 2021 dürfte Chinas Wirtschaft dank einer soliden Aussennachfrage und der globalen Erholung weiter expandieren. Allerdings dürften die Quartalswachstumsraten an Fahrt verlieren. Die geld- und fiskalpolitischen Massnahmen werden abnehmen, da sich der Fokus auf finanzielle Stabilität verlagert, nicht zuletzt im hoch verschuldeten Immobiliensektor. Zudem wird das erste Quartal 2021 aufgrund des jüngsten Anstiegs der COVID-19-Fälle in Nordchina schwierig sein – und dies kurz vor dem Chinesischen Neujahrsfest vom 13. Februar. Folglich will China Reisen während der Feierlichkeiten unterbinden, was die Konsumentenstimmung und Dienstleistungen wie Transport und Freizeit belasten wird.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.4 %	2021: 1.4 %
2022: 2.1 %	2022: 2.1 %

Chinas Verbraucherpreisindex kehrte im Dezember mit 0.2% in die Inflation zurück, nachdem er im November in eine Deflation gefallen war (-0.5%). Grund für den höheren Wert war eine Kältewelle, die die Lebensmittelpreise nach oben trieb. Im laufenden Quartal dürften die Schweinefleischpreise die Gesamtinflation wieder in eine Deflation fallen lassen. Derweil ging die Kerninflation (ohne Lebensmittel- und Energiepreise) von 0.5% auf 0.4% zurück.



## Economic Research



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



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch



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



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



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@swisslife.ch

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Switzerland 2019

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Euro zone 2019

### 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 Corpus Sireo Real Estate 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.