

Mai 2021

Kernaussagen

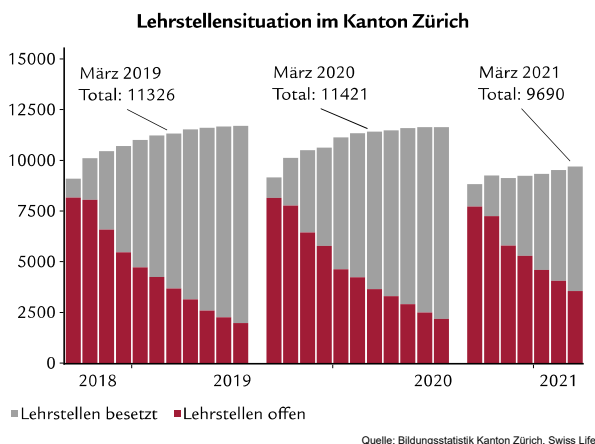
- USA: «Überschüssige» Ersparnisse der Haushalte halten den Konsummotor am Laufen
- In der Eurozone richtet sich das Augenmerk auf Italiens Investitionspläne
- Der starke, aber vorübergehende Anstieg der Inflationsraten bleibt vorherrschendes Marktthema

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	5.6% ↑	6.2% ↑	3.3%	4.1% ↑	2.7% ↑	2.6% ↑	2.2%	2.3% ↑
Eurozone	4.4%	4.2% ↓	3.0%	4.3% ↑	1.5%	1.6% ↑	1.2%	1.3%
Deutschland	3.5%	3.3% ↓	3.0%	4.1% ↑	2.1%	2.1% ↑	1.2%	1.6%
Frankreich	6.3%	5.3% ↓	2.9%	3.9% ↑	1.3%	1.2% ↑	1.3%	1.1%
Grossbritannien	5.3%	5.4% ↑	4.3%	5.6% ↓	1.4%	1.6%	1.6%	2.1% ↑
Schweiz	3.6%	3.3% ↑	2.2%	2.9%	0.5%	0.4% ↑	0.7%	0.5%
Japan	2.9%	2.8%	1.8%	2.4% ↑	0.1%	0.0% ↑	0.4%	0.5%
China	8.2% ↓	8.7%	5.4% ↑	5.5% ↑	1.4%	1.5%	2.1%	2.2% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12. April 2021

Grafik des Monats



Im Gegensatz zu früheren Rezessionen trat der zyklische Wendepunkt bei der Arbeitslosigkeit früh ein – in der Schweiz bereits im Januar 2021 bei 3.5%. Zudem sorgten grosszügige Kurzarbeitsprogramme in Europa für einen erstaunlich kleinen Ausschlag der Arbeitslosenzahlen, und Frühindikatoren deuten darauf hin, dass Dienstleister wieder Stellen aufbauen. Dennoch rechnen wir auch in dieser Krise mit strukturellen Schäden am Arbeitsmarkt, vornehmlich in den hart getroffenen Sektoren. Zudem dürften Studien- und Schulabgänger die Leidtragenden einer vorsichtigeren Rekrutierungspolitik sein. Im Kanton Zürich beispielsweise liegt die Zahl der gemeldeten Lehrstellen in diesem Schuljahr deutlich unter den Vorjahren.

USA Hohe Sparquote als «Munition»

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 5.6%	2021: 6.2%
2022: 3.3%	2022: 4.1%

Die USA sind 2021 das Zugpferd der Weltwirtschaft. Während in China das Wachstum politisch gebremst wird und Europas Wirtschaft unter den anhaltenden Eindämmungsmassnahmen ächzt, verzeichnen die USA seit dem Einbruch im ersten Halbjahr 2020 durchwegs robuste Wachstumszahlen. Das Vorkrisenniveau beim BIP dürfte bereits im laufenden Quartal übertroffen werden. Dafür sorgen rasante Impffortschritte und eine Serie von Konjunkturpaketen. Die Detailhandelsumsätze scheinen dabei richtiggehend am Tropf der «Stimulus Checks» an die US-Haushalte zu hängen – deren vermehrter Versand im Januar und März 2021 sorgte für Wachstumsraten von 8% respektive 10%. Die Gefahr eines Strohfeuers scheint uns jedoch gering. Die monatliche Sparquote betrug seit März 2020 durchschnittlich 17.5% des verfügbaren Einkommens. Verglichen mit der Sparquote der Jahre 2018–2019 von durchschnittlich nur 7.7% haben die US-Haushalte somit seit Beginn der Pandemie kumulativ 1.9 Billionen USD (8.9% des BIP) an «überschüssigen» Ersparnissen angehäuft. Selbst wenn diese Ersparnisse ungleich verteilt sind und teilweise für Schuldenabbau oder Investitionen verwendet wurden, handelt es sich doch um eine namhafte «Munition», um den privaten Konsum in den nächsten Monaten am Laufen zu halten. Das Gewicht dürfte sich allerdings nach den Öffnungen weg vom Detailhandel hin zu Konsumsektoren wie Reisen, Freizeit oder Gesundheit bewegen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.7%	2021: 2.6%
2022: 2.2%	2022: 2.3%

Die steigenden Energiepreise wirkten sich im März noch stärker aus als erwartet, insbesondere via höhere Preise für Transportdienstleistungen. In Kombination mit einem deutlichen Basiseffekt – im Vorjahr brachen die Preise im März massiv ein – stieg die Inflationsrate von 1.7% im Februar auf 2.6% im März an. Wir rechnen mit einem weiteren Anstieg auf deutlich über 3% im zweiten Quartal, bevor eine Entspannung eintritt.

Eurozone Alle Augen auf Italien gerichtet

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 4.4%	2021: 4.2%
2022: 3.0%	2022: 4.3%

Die Einigung auf den Wiederaufbaufonds im Sommer 2020 war neben den Stützungsmaßnahmen der Geldpolitik und den Kurzarbeitsprogrammen der einzelnen Teilnehmerländer die wichtigste Massnahme, um den wirtschaftlichen Schaden der Pandemie zu begrenzen. Sie war auch ein Versuch, frühzeitig Folgeschäden, wie sie nach der globalen Finanzkrise auftraten, zu vermeiden. Fast zwölf Monate später kann festgestellt werden, dass sich für Europas südliche Peripherie die schlimmsten Befürchtungen nicht bewahrheitet haben. Weder ist die Arbeitslosigkeit in ähnlichem Ausmass angestiegen wie nach 2008 noch weitete sich der Risikoaufschlag auf Staatsanleihen Italiens oder Spaniens erneut deutlich aus. Dennoch richtet sich das Augenmerk der Investoren dieser Tage weiterhin auf Italien. Dessen Regierung unter Mario Draghi hat inzwischen den Investitionsplan zur rund 200 Milliarden Euro schweren Wiederaufbauhilfe vorgelegt. Die zur Verfügung stehenden Mittel machen rund 11% des nominalen Bruttoinlandsprodukts 2021 aus und sollen über fünf Jahre verteilt vornehmlich in Projekte zur Verbesserung der medizinischen Versorgung, Eisenbahninfrastruktur und Digitalisierung fliessen. Zudem werden ökologische Sanierungsprojekte im Baubereich gefördert. Auch Spanien bereitet ähnliche Programme vor. Verglichen mit der jüngeren Vergangenheit werden diese Staaten in den kommenden Jahren ihre Investitionsausgaben um rund einen Drittel erhöhen können.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.5%	2021: 1.6%
2022: 1.2%	2022: 1.3%

Der Anstieg der Inflationsraten setzt sich im zweiten Quartal fort. Mittlerweile liegt die Jahreststeuerung in vier Mitgliedsländern der Währungsunion bei 1.8% oder höher und damit nahe oder oberhalb des von der EZB angestrebten Richtwerts. Für die Eurozone insgesamt rechnen wir bis zum vierten Quartal mit einem zwischenzeitlichen Anstieg der Inflationsrate auf 1.8%.

Deutschland Rückkehr zu Wachstum

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 3.5%	2021: 3.3%
2022: 3.0%	2022: 4.1%

Während vielerorts in Europa Lockerungen der Eindämmungsmassnahmen beschlossen oder wenigstens in Aussicht gestellt wurden, verschärfte Deutschland die Massnahmen zuletzt. Inwieweit diese auf eine bundesweite Vereinheitlichung zielenden Massnahmen die wirtschaftliche Erholung bremsen werden, bleibt abzuwarten. Zu Beginn des zweiten Quartals präsentieren sich die traditionellen Indikatoren zur Unternehmerstimmung in robuster Verfassung. Insbesondere der Einkaufsmanagerindex für die Industrie deutet gemäss vorläufigen Werten auf eine sehr starke Belebung des Auftragseingangs hin, und zwar gleichermassen aus dem In- und dem Ausland. Bei den stärker binnenwirtschaftlich orientierten und von den Eindämmungsmassnahmen ungleich härter getroffenen Dienstleistern dürfte sich der Aufschwung allerdings erneut etwas verzögern. Am 30. April werden die offiziellen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt für das erste Quartal 2021 vorgelegt. Wir rechnen im Vorquartalsvergleich mit einem Rückschlag um 1.5%, dies entspricht exakt dem Konsensus gemäss einer Umfrage von Bloomberg. Zum laufenden Quartal gehen wir weiterhin von einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3.3% aus. Untermauert wird diese Einschätzung durch hochfrequente Konjunkturdaten. So weist der wöchentliche Aktivitätsindex (WAI) der Bundesbank für die Woche bis zum 25. April erstmals seit der Kalenderwoche 4 wieder ein Wachstum für die rollende Quartalsperiode aus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.1%	2021: 2.1%
2022: 1.2%	2022: 1.6%

In Deutschland werden in den kommenden Monaten wieder einmal jene Kommentatoren Gehör finden, welche stets vor Inflation warnen. Tatsächlich sind die Inflationsrisiken in der entwickelten Welt aufgrund der koordinierten Geld- und Fiskalpolitik so hoch wie wohl nie in den vergangenen zwanzig Jahren. Der Anstieg der Inflationsrate in Deutschland auf etwas unter 3% per Ende 2021 ist allerdings nur temporärer Natur.

Frankreich Fiskalpolitische Intensivmedizin

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 6.3%	2021: 5.3%
2022: 2.9%	2022: 3.9%

Frankreichs Impfkampagne nimmt Fahrt auf. Gemessen an der Zahl verabreichter Impfdosen auf 100 Einwohner zählt das Land nun zum Kreis der 30 Staaten mit dem schnellsten Impffortschritt. Derzeit gelten im europäischen Vergleich noch strikte Eindämmungsmassnahmen, doch Lockerungen sind nun in Aussicht. Die Umfragewerte zur Unternehmerstimmung fördern eine erstaunlich robuste konjunkturelle Lage zu Tage. Wenig überraschend blieb die Industrietätigkeit während des zweiten Lockdowns in weit geringerem Umfang von den Massnahmen betroffen, da auch in Frankreich darauf geachtet wurde, die Lieferketten aufrechtzuerhalten. Gemäss einer Umfrage des nationalen Statistikamts INSEE ist die Stimmung der Industrieunternehmen auf den höchsten Wert der letzten zwei Jahre geklettert. Sie liegt damit deutlich über dem langjährigen Mittelwert. Die grosse Überraschung ist allerdings die Dynamik im Dienstleistungsbereich: Gemäss vorläufigen Zahlen zum Einkaufsmanagerindex legte dieser Sektor im April gesamthaft erstmals seit August 2020 wieder zu. Diese Entwicklung begrenzt das Risiko einer erheblich steigenden Arbeitslosigkeit bis zu den Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr. Nach wie vor geltende Ausnahmeregelungen bei den Insolvenzverfahren und die zwischen staatlichen Stellen und der Privatwirtschaft koordinierte Vergabe von Krediten an Unternehmen machen aber deutlich, dass die fiskalpolitischen Anstrengungen zur Bekämpfung der Krise weiterhin erheblich sind.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.3%	2021: 1.2%
2022: 1.3%	2022: 1.1%

Wir belassen unsere Prognose zur durchschnittlichen Jahresteuern unverändert bei 1.3%. Nach wie vor werden die Inflationszahlen stark durch den Basiseffekt auf den Energiepreisen beeinflusst. Zudem bleibt es schwierig, die Preise in den Bereichen Beherbergung und Gastronomie richtig zu erfassen, solange diese Angebote nicht im üblichen Rahmen bereitgestellt werden können.

Grossbritannien Die Vorlage für Europa

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 5.3%	2021: 5.4%
2022: 4.3%	2022: 5.6%

Die britische Impfkampagne geriet im März etwas ins Stocken, weil sich Lieferungen verzögerten und jüngere Menschen von Impfungen mit dem AstraZeneca-Vakzin ausgenommen wurden. Nichtsdestotrotz bleibt die Impfkampagne ein grosser Erfolg. Bei Redaktionsschluss hatten 50% der Bevölkerung bereits eine Erstdosis erhalten, mehr als in jedem anderen Land Europas, wenn man vom Kleinststaat San Marino absieht. Die mutige Strategie von Grossbritannien, möglichst vielen Leuten rasch eine Erstdosis zukommen zu lassen, hat sich bisher ausbezahlt. Die Hospitalisierungen sind bei der älteren, prioritär geimpften Bevölkerung deutlich stärker zurückgegangen als bei der jüngeren. In Kombination mit bis zuletzt harschen Eindämmungsmassnahmen sind Neuinfektionen und Todesfälle regelrecht zusammengebrochen. Grossbritannien legt damit vor, was andere Länder Europas im Verlauf des zweiten Quartals erwartet. Dies gilt nicht nur in medizinischer, sondern auch wirtschaftlicher Hinsicht. Die Stimmung im Dienstleistungssektor hat im April weiter angezogen; der entsprechende Einkaufsmanagerindex lässt alle anderen europäischen Länder hinter sich und notiert auf dem höchsten Stand seit 2013. Damit ist auch die Trendwende am Arbeitsmarkt eingeläutet. Im Februar ging die Arbeitslosenquote – die in Grossbritannien als Dreimonatsdurchschnitt publiziert wird – zum ersten Mal seit Beginn der Pandemie zurück, von 5.1% auf 4.9%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.4%	2021: 1.6%
2022: 1.6%	2022: 2.1%

Wie im Februar fiel die Inflation auch im März 2021 mit 0.7% überraschend schwach aus, im März hauptsächlich aufgrund tieferer Nahrungsmittelpreise. Die kommenden Öffnungsschritte der Wirtschaft dürften allerdings für eine schnelle Normalisierung der Inflation sorgen – wir rechnen im zweiten Quartal mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1.5%.

Schweiz Flirt mit dem Vorkrisenniveau

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 3.6%	2021: 3.3%
2022: 2.2%	2022: 2.9%

Die seit März vollzogenen Öffnungsschritte sorgen für eine weitere Beschleunigung der binnenwirtschaftlichen Dynamik. Die positiven Konjunkturdaten häufen sich zuletzt: So scheint am Arbeitsmarkt der Höchststand der Arbeitslosenquote mit 3.5% bereits im Januar überschritten worden zu sein. Bisher erwarteten wir diesen Wendepunkt für den Monat April. Auch unsere Schätzung zur durchschnittlichen Arbeitslosenquote für 2021 revidierten wir von bisher 3.6% auf jetzt 3.2%. Dass die Krise weniger Arbeitsplätze als ursprünglich befürchtet kosten dürfte, deckt sich mit Beobachtungen in anderen Ländern Europas und geht auf die massive fiskalpolitische Reaktion zurück. Offene Fragen bleiben: Noch ist nicht klar, wie gut der Arbeitsmarkt die Lehrabgänger und die Hochschulabsolventen aufnehmen wird (siehe Seite 1) oder ob die Beendigung der Massnahmen im Bereich der Kurzarbeit nicht doch zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen wird. Wir gehen weiterhin davon aus, dass das reale Bruttoinlandsprodukt der Schweiz im dritten Quartal bereits wieder den Wert des Schlussquartals 2019 erreichen wird. Neben der erstaunlichen Resilienz weiter Teile der inländischen Dienstleistungswirtschaft profitiert das verarbeitende Gewerbe von starker Nachfrage aus dem Ausland. Wie andernorts in Europa bewegt sich der Einkaufsmanagerindex für die Industrie nahe an historischen Höchstwerten. Zu diesem Bild passt, dass im März die Ausfuhren nach China einen neuen Rekordstand erzielten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 0.5%	2021: 0.4%
2022: 0.7%	2022: 0.5%

Das Risiko steigender Inflation ist auch in der Schweiz ein Marktthema. Im ersten Quartal schnellte gemäss Google das Suchvolumen nach dem Begriff «Inflation» auf den höchsten Wert seit 2011. Die Inflationsrate wird bis Dezember 2021 tatsächlich auf 1.0% steigen. Wir gehen aber von einer vorübergehenden Entwicklung aus, hauptsächlich genährt durch den Anstieg der Energiepreise und durch angestaute Nachfrage.

Japan Dritter Ausnahmezustand

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.9%	2021: 2.8%
2022: 1.8%	2022: 2.4%

In Japan wurde in mehreren Präfekturen erneut der Ausnahmezustand ausgerufen, da die Neuinfektionen seit März wieder deutlich angezogen haben. Diese dritte Welle ist besonders problematisch, weil die Immunität in der älteren Bevölkerung noch völlig unzureichend ist – Japans Impfkampagne steckt erst in den Kinderschuhen – und erste Fälle der vermutlich problematischeren indischen Virusmutation aufgetaucht sind. Wie in Europa hat auch die japanische Regierung die Impfziele nach hinten geschoben, aber unter den aktuellen Vorzeichen – Personalangel und fehlende Impfstoffe – scheint selbst das Ziel, bis Ende Juli zumindest die älteren Bevölkerungsgruppen zu impfen, zunehmend ambitioniert. Die jüngste Entwicklung bringt Abwärtsrisiken für unsere BIP-Prognose, die nach einem Rückschlag im ersten Quartal von robustem Wachstum im zweiten Quartal ausgegangen ist. Mobilitätsindikatoren, die relativ gut mit Konsumindikatoren korrelieren, gingen im April deutlich zurück, nach einer schnellen Erholung in den beiden Vormonaten. Die Industrie bleibt der grosse Hoffnungsschimmer. Die Auftragseingänge – besonders aus dem Ausland – zogen im April deutlich an, und im Gegensatz zu Europa und den USA scheinen Lieferengpässe weniger stark auf der Industrieproduktion zu lasten. Gemäss der jüngsten Umfrage bei Einkaufsmanagern sind Lieferzeiten und Preise für Inputgüter weniger stark gestiegen als anderswo.

Inflation

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

Nach sechs Monaten Deflation zeichnet sich ab April eine Entspannung an der Preisfront ab. Dazu tragen nicht nur positive Energie-Basiseffekte und der schwächere Yen bei, sondern auch der Umschwung am Arbeitsmarkt, der bereits für etwas höhere Produzentenpreise von Dienstleistern gesorgt hat. Der Anstieg wird allerdings bescheiden ausfallen, wir rechnen mit einem zyklischen Hoch der Inflation von nur 0.8% im Dezember 2021 und mit einer Abschwächung im Jahr 2022.

China Wandelnde Wachstumstreiber

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 8.2%	2021: 8.7%
2022: 5.4%	2022: 5.5%

Chinas Wirtschaft ist im ersten Quartal um 18.3% gewachsen. Dieser Rekordwert ist jedoch nur bedingt aussagekräftig, da er einen Vergleich mit der sehr niedrigen Basis des letzten Jahres darstellt, als das Land auf dem Höhepunkt des Pandemieausbruchs in einen landesweiten Lockdown ging. Das Wachstum im Quartalsvergleich deutet hingegen auf eine nachlassende Dynamik hin. Die sequenzielle Abschwächung wurde von zwei Hauptfaktoren getrieben: Mobilitätseinschränkungen während des chinesischen Neujahrsfests im Februar, um ein Wiederaufflammen des Virus einzudämmen, sowie eine Normalisierung der Fiskal- und der Geldpolitik, welche auf die Investitionen drückten. Über die nächsten Quartale sollte das chinesische Wachstum wieder an Schwung gewinnen. Verbesserte Arbeitsmarktbedingungen, überschüssige Ersparnisse sowie eine geringere Unsicherheit bezüglich der Pandemie sollten den Konsum in den kommenden Monaten vorantreiben. Die Einzelhandelsumsätze vom März zogen bereits deutlich an und übertrafen die Konsenserwartungen. Gleichzeitig wird die Erholung der Weltwirtschaft chinesische Exporte unterstützen. Die Investitionen – Hauptwachstumstreiber im 2020 – werden sich hingegen weiter abschwächen, da die chinesische Regierung ihr Augenmerk darauf richtet, finanzielle Risiken einzudämmen und die Kreditvergabe, insbesondere für den hochverschuldeten Immobiliensektor, einzuschränken.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.4%	2021: 1.5%
2022: 2.1%	2022: 2.2%

Die Inflation in China stieg im März leicht an auf 0.4% von zuvor 0.3%. Auch die Kerninflation zeigte eine positive Dynamik, insbesondere da die Preise für kulturelle Dienstleistungen und inländische Flugtickets anzogen, was auf eine Erholung der Konsumnachfrage hindeutet. Die Produzentenpreise beschleunigten sich stark auf 4.4%, angetrieben von höheren Rohstoffpreisen, dürften sich aber im Verlauf der zweiten Jahreshälfte wieder abschwächen.

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 Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch



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

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: 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.