

April 2023

Kernaussagen

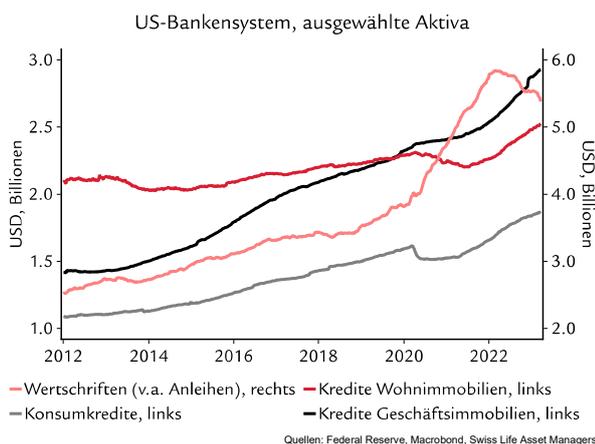
- USA: Banken könnten bei der Kreditvergabe vorsichtiger werden und Finanzierungsbedingungen verschärfen
- Eurozone: Starke Wirtschaftszahlen und resilienter Bankensektor, aber Wachstumstreiber laufen aus
- China: Einzelhandelsumsätze sowie der Immobiliensektor zeigen erste Anzeichen einer Stabilisierung

Prognosevergleich

	2023 BIP-Wachstum		2024 BIP-Wachstum		2023 Inflation		2024 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	0.9%	1.0% ↑	0.6%	0.9% ↓	4.2%	4.2% ↑	2.5%	2.6% ↑
Eurozone	0.7% ↑	0.6% ↑	0.9% ↓	1.1% ↓	5.9% ↓	5.6% ↑	2.6% ↑	2.4%
Deutschland	0.3% ↑	0.0% ↑	0.8% ↓	1.3% ↓	6.0%	6.0% ↓	2.4% ↑	2.7%
Frankreich	0.5%	0.5% ↑	1.0% ↓	1.1% ↓	4.8%	4.9% ↑	2.2% ↓	2.5% ↑
Italien	0.6% ↑	0.6% ↑	0.6% ↓	1.0%	6.5%	6.2% ↓	2.1% ↑	2.4% ↑
Spanien	1.2%	1.3% ↑	1.3% ↓	1.8% ↓	4.8% ↓	4.1% ↑	2.7% ↑	2.7%
Grossbritannien	-0.3% ↑	-0.5% ↑	0.6%	0.7%	6.7% ↑	6.4% ↓	2.7%	2.9%
Schweiz	0.7%	0.7% ↑	1.5%	1.6%	2.3%	2.5% ↑	1.5%	1.4% ↑
Japan	0.9% ↓	1.0% ↓	0.6%	1.1%	2.4%	2.3% ↑	0.7%	1.3% ↑
China	5.0% ↑	5.3% ↑	5.2%	5.2% ↑	2.2% ↓	2.3% ↓	2.4%	2.4% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 13. März 2023

Grafik des Monats



US-Banken verzeichnen aufgrund des Zinsanstiegs grosse Buchverluste auf sichere Anleihen – ausgerechnet bei der Anlageklasse, in der die Banken 2020 und 2021 viel Geld «parkierten». Korrekt abgesichert sind diese Zinsrisiken kein Problem, da die Qualität dieser Anlagen selbst in einer Rezession hoch bleiben sollte. Viel problematischer sind in Abschwungphasen Einbussen bei der Qualität von Krediten oder gar eine Kreditkrise. Der grösste Kreditboom fand in den letzten zehn Jahren im Bereich Geschäftsimmobilien statt – in einem Bereich, in dem Regionalbanken sehr aktiv sind. Folglich dürfte sich der Fokus der Finanzmärkte in nächster Zeit stark auf diesen Sektor richten.

USA Restriktivere Kreditvergabe

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.9%	2023: 1.0%
2024: 0.6%	2024: 0.9%

Sind die jüngsten Turbulenzen im US-Bankensystem Ausdruck einer systemischen Banken- oder Finanzkrise? Unseres Erachtens nicht, da die Wertberichtigungen nicht das Kreditbuch der Banken betreffen (siehe «Grafik des Monats») und die Depositenabflüsse mit geeigneten Massnahmen (höhere Zinsen auf Einlagen, Liquiditätsspritzen der Notenbank) unter Kontrolle gebracht werden können. Das grösste konjunkturelle Risiko geht von der Tatsache aus, dass Banken bei der Kreditvergabe deutlich vorsichtiger werden könnten und sich damit die bereits straffen Finanzierungsbedingungen für Firmen und Haushalte verschärfen. Das ist Teil unseres Basisszenarios und bestärkt uns in der Ansicht, dass die USA auf eine Rezession zusteuern. In den bisher publizierten Wirtschaftszahlen, die einen Blick in den Rückspiegel darstellen, sind aber noch keine Schwächezeichen zu sehen. Die Arbeitsmarktzahlen blieben solide und die vorläufigen März-Zahlen des Einkaufsmanagerindex haben sich insbesondere im Dienstleistungssektor verbessert. Selbst der gebeutelte Immobiliensektor zeigte jüngst gewisse Lebenszeichen. Die guten Zahlen erschweren in Kombination mit dem anhaltenden Inflationsdruck die Arbeit der US-Notenbank, die wohl erst zu einer rhetorischen Trendwende ansetzen wird, sobald sich die Rezessionszeichen verdichten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.2%	2023: 4.2%
2024: 2.5%	2024: 2.6%

Die Inflationszahlen vom Februar brachten noch keine Entwarnung. Während die Energiepreise im Monatsvergleich zurückgingen, stiegen Dienstleistungs- und Nahrungsmittelpreise weiter an. Überraschend ist insbesondere die anhaltend hohe Wohnkosteninflation trotz tieferen Neumieten und fallenden Immobilienpreisen. Damit der Rückgang der Gesamtinflation von 6.0% im Februar auf 3.2% im Dezember 2023 (unsere Prognose) gelingt, ist weiterhin eine deutliche Abkühlung der US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr nötig.

Eurozone Resilientere Banken?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.6%
2024: 0.9%	2024: 1.1%

Die EZB befindet sich zwar in ihrem Zinszyklus etwas hinter der US-Notenbank, allerdings haben sich die Finanzierungsbedingungen auch in der Eurozone deutlich verschärft. Die EZB-Umfrage zur Änderung der Kreditstandards in den letzten drei Monaten erreichte im ersten Quartal 2023 den Höchstwert seit 2012, und immer mehr Firmen geben die Finanzierung als produktionshindernden Faktor an. Der europäische Bankensektor gilt als resilienter als das US-Pendant. Kundengelder werden tendenziell weniger schnell abgezogen, die Liquiditätsregulierung ist gerade für kleinere Banken strikter und die Auflagen für das Zinsmanagement sind restriktiver. Trotzdem dürften die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor auch in der Eurozone für eine weitere Verschärfung der Finanzierungsbedingungen sorgen. Mit realwirtschaftlichen Auswirkungen davon rechnen wir ab der zweiten Jahreshälfte 2023. Obwohl die neusten Umfragewerte die jüngsten Turbulenzen wohl erst teilweise widerspiegeln, geben sie aus unserer Sicht Anlass zu Optimismus in der kurzen Frist. Der Einkaufsmanagerindex der Dienstleister liegt auf einem 10-Monate-Hoch und die Erwartungen über zwölf Monate bleiben sowohl bei Dienstleistern als auch in der Industrie aufgrund tieferer Rezessionsrisiken, der Lieferkettennormalisierung und des Energiepreistrückgangs relativ hoch.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.9%	2023: 5.6%
2024: 2.6%	2024: 2.4%

Die Gesamtinflation ging im Februar weniger als erwartet von 8.6% auf 8.5% zurück und die Kerninflation verharrte bei 5.6%. Die Preise sowohl für Nahrungsmittel als auch für Dienstleistungen und Nicht-Energiegüter stiegen stärker als erwartet an. Während wir bei der Nahrungsmittelinflation von einem baldigen Höhepunkt ausgehen, sehen wir bei der Kerninflation einen weiteren Anstieg in den nächsten Monaten und danach eine nur langsame Abschwächung. Für die EZB dürfte damit die Inflationsbekämpfung im Vordergrund bleiben.

Deutschland Doch keine Rezession?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.3%	2023: 0.0%
2024: 0.8%	2024: 1.3%

Aufgrund solider Daten für das laufende Quartal rechnen wir nun damit, dass auch Deutschland einer technischen Winterrezession knapp entgehen wird. Insbesondere Umfragen aus dem Dienstleistungssektor zeichneten zuletzt ein optimistisches Bild. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für diese Branche überraschte mit dem höchsten Wert seit Mai 2022 positiv, getrieben durch einen starken Beschäftigungsindex. Gemäss ifo-Umfrage bleiben die Dienstleistungserwartungen für die nächsten sechs Monate zwar leicht negativ, erholten sich aber im März auf den höchsten Wert seit einem Jahr. Für die Industrie bleibt das Bild eingetrübter. Zwar überraschte das Monatswachstum der Industrieproduktion im Januar mit 3.5% nach oben, jedoch war dies teilweise durch wetterbedingte Schwankungen im Baugewerbe getrieben. Die starke Verschlechterung des Industrie-PMI überzeichnet hingegen die Eintrübung, da sie grösstenteils auf die weitere Normalisierung der Lieferfristen zurückzuführen ist. Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen sind in den Umfragen nur teilweise berücksichtigt und könnten in den nächsten Monaten für Unsicherheit sorgen. Banken dürften in ihrer Kreditvergabe insgesamt vorsichtiger werden. Kurzfristig dürfte der Rückenwind aufgrund der entspannteren Energiesituation allerdings stärker ausfallen als der Gegenwind strafferer Finanzierungsbedingungen. Wir sehen aber eine deutliche Wachstumsverlangsamung gegen Ende des Jahres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.0%	2023: 6.0%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Die Gesamtinflation verharrte im Februar auf hohem 8.7%. Wir rechnen in den kommenden Monaten mit einem deutlichen Rückgang, getrieben durch Basiseffekte bei den Energiepreisen. Allerdings sehen wir bei der Kerninflation weiteres Aufwärtspotenzial. Firmen scheinen weiterhin eine hohe Preissetzungsmacht zu geniessen und der Lohndruck dürfte gerade im Dienstleistungsbereich erhöht bleiben.

Frankreich Die Früchte früherer Reformen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.5%
2024: 1.0%	2024: 1.1%

Bilder brennender Müllcontainer und die breite Ablehnung der Rentenreform bestätigen auf den ersten Blick langgehegte Klischees zur vermeintlichen Unbeweglichkeit der französischen Gesellschaft. Dabei geht leicht vergessen, dass über die vergangenen Jahre wichtige Voraussetzungen für eine Stärkung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen geschaffen wurden. Die Digitalisierung schreitet rasch voran. Nicht zuletzt sorgte die Pandemie für einen breiten Schub im Onlinehandel. Hybrides Arbeiten reduziert zudem die Verletzbarkeit des Dienstleistungssektors durch Arbeitsniederlegungen im Transportsektor. Umfangreiche Infrastrukturprojekte im öffentlichen Verkehrswesen stehen kurz vor ihrem Abschluss. Herauszustreichen sind auch die Erfolge einer vorangegangenen Arbeitsmarktreform. Die Beschäftigtenquote in der Altersgruppe der 15- bis 64-Jährigen stieg gegenüber der Zeit vor der Pandemie um zwei Prozentpunkte an. Trotz weltweit nachlassender Konjunktdynamik und erhöhter Finanzierungskosten für den Privatsektor halten die Unternehmen gemäss Einkaufsmanagerindex an ihren expansiven Beschäftigungsplänen fest. Gemäss der Online-Stellenplattform Indeed wurden im ersten Quartal 2023 nur in 5 von 36 Wirtschaftsbereichen weniger Stellen ausgeschrieben als im Schlussquartal 2022. Damit bleibt eine Wachstumspause im Winter gefolgt von moderatem Wachstum weiterhin das wahrscheinlichste Szenario für 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.8%	2023: 4.9%
2024: 2.2%	2024: 2.5%

Die Inflationsprognose bleibt vorerst unverändert. Die Preise für Energie und Nahrungsmittel sind auf den Weltmärkten zwar rückläufig. Es bleibt aber nicht auszuschliessen, dass die Benzinpreise für Frankreichs Verbraucher in den nächsten Wochen streikbedingt wieder ansteigen. Ausserdem rechnen wir über die kommenden Monate mit einem weiteren Überschwappen der Preisdynamik auf die Dienstleistungskategorien.

Italien

Ende des Investitionsbooms?

Italien war im Februar eines der wenigen Industrieländer, wo der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie in der Wachstumszone lag. Im Dienstleistungssektor war die Dynamik etwas schwächer, aber insgesamt deuten die Umfragedaten darauf hin, dass Italien nach dem BIP-Rückgang im vierten Quartal 2022 einer technischen Rezession entgehen könnte. Wichtiger Wachstumstreiber dürften 2023 die Investitionen bleiben. Nach der Pandemie ist dank EU-Geldern (Next Generation EU) und Steueranreizen für energetische Sanierungen («Superbonus») ein regelrechter Bauboom ausgebrochen, und auch Anlageinvestitionen in der Industrie liegen weit über den (zugegebenermassen schwachen) Vor-Pandemie-Niveaus. Anhaltende EU-Geldflüsse und die erstaunlich stabile politische Situation sprechen zwar für eine Fortsetzung des Investitionszyklus, aber die Risiken für eine Abschwächung im Jahr 2024 nehmen aufgrund der steigenden Leitzinsen in der Eurozone und des Auslaufens des Superbonus-Programms zu. Folglich rechnen wir 2024 im Gegensatz zu Konsensus nicht mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums.

Spanien

Steigende Lebensmittelpreise

Spaniens Inflation ist im Februar unerwartet angestiegen. Höhere Energie- und Lebensmittelpreise waren die Hauptgründe für den Anstieg. Die Lebensmittelpreise stiegen, obwohl die Regierung die Mehrwertsteuer auf verschiedene Grundnahrungsmittel im Januar gesenkt oder ganz ausgesetzt hatte. Beispielsweise wurde die Mehrwertsteuer auf Öl und Pasta halbiert, für Gemüse, Getreide, Früchte und Brot wurde sie ganz ausgesetzt. Der sogenannte Paella-Index, der die Einkaufskosten der Hauptzutaten einer Paella misst, zeigt, dass die spanischen Haushalte für eine Paella im Februar 15.6% mehr bezahlt haben als im Vorjahr. Die Haupttreiber waren Reis und Olivenöl: Der Preis für Reis stieg um 20%, während Olivenöl im Vergleich zum Vorjahr um 30.5% gestiegen ist. Trotz der hohen Lebensmittelpreise liegt die Gesamtinflation in Spanien weiterhin unter der Durchschnittsinflation der Eurozone. Die Kosten für Grundnahrungsmittel dürften in Spanien jedoch ein Politikum bleiben, besonders im Hinblick auf die Parlamentswahlen Ende dieses Jahres, wo erwartet wird, dass Premier Pedro Sánchez zur Wiederwahl antritt.

Schweiz

Nicht nur auf die Banken gebaut

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 1.5%	2024: 1.6%

Mit der Erschütterung am Finanzplatz werden die Unsicherheiten zum Konjunkturausblick nochmals grösser. Nach einer ersten Abwägung sehen wir vorerst von einer Revision unserer kurzfristigen Wachstumsprognose ab. Mit der forcierten Übernahme der Credit Suisse durch ihre Konkurrentin UBS blieb das Funktionieren des Finanzplatzes jederzeit gewährleistet. Die Bedeutung der (Gross-)Banken für die Schweiz wird oft überschätzt. Für sich genommen, tragen sie nur rund 5% zur Bruttowertschöpfung der schweizerischen Volkswirtschaft bei. Von allen Arbeitsplätzen ausserhalb der Landwirtschaft sind lediglich rund 2% den Banken anzurechnen. Sollte die Entstehung einer übermächtigen Marktführerin den Wettbewerb nachhaltig beschränken, entstehen mittelfristig allenfalls Probleme in zu hohen Finanzierungskosten gerade für international tätige Unternehmen und in der fehlenden Innovationskraft im Finanzsektor. In der Kreditvergabe im Inlandsgeschäft und in der Vermögensverwaltung herrscht dagegen intensive Konkurrenz und dort werden auch weiterhin Fachkräfte gesucht. Ein Risikoszenario für die mittlere Frist ergäbe sich aus der Kombination von geringen Impulsen aus der Bauwirtschaft, einer Bankenlandschaft im Umbruch und wiederkehrenden Unsicherheiten im Verhältnis zu Europa. Diese drei Faktoren und ein vorgängiger Zinsanstieg waren vor 30 Jahren für eine mehrjährige Phase von schwachem Wachstum mitverantwortlich.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.3%	2023: 2.5%
2024: 1.5%	2024: 1.4%

Die Konsumentenpreise werden der rückläufigen Entwicklung auf Produzentenstufe mit einer Verzögerung folgen. Im dritten Quartal wird die Inflationsrate wieder unter 2% zu liegen kommen. Allerdings gilt es zu beachten, dass die Vermieter ihre Mieten auf laufenden Verträgen aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen erst auf Oktober 2023 anheben können. Im Anschluss daran wird die Inflationsrate zwischenzeitlich erneut über 2% klettern.

Grossbritannien Mildere Rezession

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.3%	2023: -0.5%
2024: 0.6%	2024: 0.7%

Nachdem die Einkaufsmanagerindizes (PMI) im Februar stark gestiegen sind, deuten die vorläufigen Zahlen auf eine Abschwächung des Stimmungsaufschwungs im März hin. Der Rückgang ist der Industrie geschuldet, während der Dienstleistungssektor weiterhin stark bleibt. Trotz des leichten Rückgangs bleibt der PMI für die Gesamtwirtschaft über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2023 erneut leicht nach oben korrigiert, gehen jedoch weiterhin von einer milden Rezession aus. Das monatliche BIP-Wachstum für Januar zeigt einen weiterhin robusten Haushaltskonsum, was doch erstaunlich ist, drückt doch die hohe Inflation auf die Kaufkraft. Es könnte jedoch momentan eine gewisse Vorverlagerung des Konsums geben, wenn die Haushalte davon ausgehen, dass Konsumgüter nur noch teurer werden. Diese Konsumausgaben dürften dann aber im Verlauf des Jahres fehlen. Das Frühlingbudget der britischen Regierung beinhaltet ein etwas grösser als erwartetes kurzfristiges Stimuluspaket, u. a. eine einjährige Einfrierung der Kraftstoffsteuer, Verzicht auf die Erhöhung des Energiepreisdckels im April sowie eine dreijährige Steuerbefreiung für Unternehmensinvestitionen. Zudem wurden verschiedene Massnahmen vorgestellt, um Nichterwerbstätige in den Arbeitsmarkt zu locken. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum dürften jedoch bescheiden sein.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.7%	2023: 6.4%
2024: 2.7%	2024: 2.9%

Die Inflation zog im Februar überraschend an, nachdem sie über die letzten drei Monate deutlich gefallen war. Besonders Preissteigerungen im Dienstleistungssektor sowie bei Kleidern und Lebensmitteln trugen zum starken Anstieg bei. Das Lohnwachstum bleibt weiterhin hoch, weshalb wir zwar mit einem Rückgang der Inflation im Jahresverlauf rechnen, das 2%-Inflationsziel der Bank of England bis Ende Jahr jedoch ausser Reichweite bleiben dürfte.

China Wachstum inmitten von Hürden

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.0%	2023: 5.3%
2024: 5.2%	2024: 5.2%

Die ersten offiziellen Wirtschaftsindikatoren für die Monate Januar und Februar zusammengenommen zeigen eine deutliche Erholung der chinesischen Wirtschaft. Die Einzelhandelsumsätze stiegen im Vergleich zu den ersten beiden Monaten des Vorjahres um 3.5% und der Immobiliensektor, der im vergangenen Jahr die Wirtschaftstätigkeit stark gebremst hat, zeigt erste Anzeichen einer Stabilisierung. Nebst positiven Immobilienverkäufen verzeichneten die Fertigstellungen von noch nicht abgeschlossenen Immobilienprojekten eine Wachstumsrate von 8%. Letztere Entwicklung ist auch mittelfristig von grosser Bedeutung, da die Fertigstellung und Lieferung vorverkaufter Immobilienprojekte ein Schlüsselfaktor ist, um das Vertrauen der Bevölkerung wiederherzustellen und eine Stabilisierung in diesem wirtschaftlich wichtigen Sektor zu gewährleisten. Das diesjährige von der Regierung gesetzte Wachstumsziel von 5% bleibt unterdessen moderat, was auch mit unserer eigenen Einschätzung im Einklang ist. Es liegen nämlich diverse Hürden für das Wirtschaftswachstum vor, wie eine schwache globale Nachfrage sowie eine noch immer schlechte Konsumentenstimmung. Ausserdem signalisiert das moderate Wachstumsziel, dass Peking nicht beabsichtigt, ein starkes Stimulus-Programm im Infrastruktur- oder Immobiliensektor zu lancieren.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.2%	2023: 2.3%
2024: 2.4%	2024: 2.4%

Chinas Inflationsrate fiel im Februar mit 1.0% äusserst tief aus. Einerseits ist dieser tiefe Wert mit einer hohen Basis im letzten Jahr zu erklären, da das chinesische Neujahrsfest letztes Jahr im Februar, dieses Jahr aber im Januar stattfand. Andererseits war auch die Wachstumsrate gegenüber dem Vormonat sehr gering, was aufzeigt, dass sich die wirtschaftliche Erholung und der Nachfrageschub noch im Anfangsstadium befinden.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

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/research



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, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.