

April 2020

## Kernaussagen

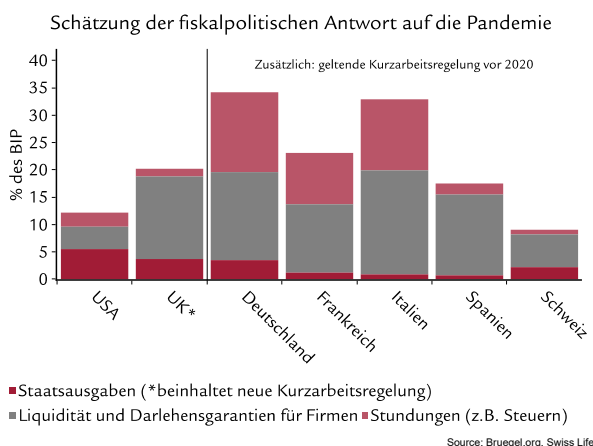
- In unserem Basisszenario erholt sich die Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr U-förmig von der Rezession
- Chinas Kohlekonsum, ein stellvertretender Indikator für die Industrietätigkeit, nimmt laufend zu
- Coronabonds? Die Eurozone wird eine Art Risikoverteilung vornehmen müssen

## Prognosevergleich

	2020 BIP-Wachstum		2021 BIP-Wachstum		2020 Inflation		2021 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	-1.0% ↓	1.6% ↓	3.2% ↑	2.0%	1.6% ↓	1.8% ↓	2.1%	2.1%
Eurozone	-2.0% ↓	0.6% ↓	2.8% ↑	1.3% ↑	0.6% ↓	1.1% ↓	1.4%	1.4%
Deutschland	-1.7% ↓	0.5% ↓	2.6% ↑	1.2% ↑	0.7% ↓	1.3% ↓	1.4%	1.5%
Frankreich	-1.6% ↓	0.8% ↓	2.5% ↑	1.2%	0.8% ↓	1.2% ↓	1.4%	1.1% ↓
Grossbritannien	-1.4% ↓	0.8% ↓	2.5% ↑	1.3% ↓	1.3% ↓	1.5% ↓	1.8%	1.8% ↓
Schweiz	-1.3% ↓	1.0% ↓	3.1% ↑	1.4% ↑	-0.3% ↓	0.2% ↓	0.6%	0.7%
Japan	-3.1% ↓	-0.7% ↓	2.3% ↑	1.1% ↑	0.3% ↓	0.4% ↓	0.3%	0.5% ↓
China	3.8% ↓	5.2% ↓	8.4% ↑	6.1% ↑	3.6% ↑	3.4% ↑	2.0%	2.2%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. März 2020

## Grafik des Monats



Durch die globale Ausbreitung des Coronavirus und die strikten Eindämmungsmassnahmen wird die Wirtschaftsleistung der meisten Länder stark einbrechen. Grosszügige Fiskal- und geldpolitische Massnahmen wurden bereits angekündigt, u. a. neue Staatsausgaben (dunkelrote Balken) sowie Liquiditätsversorgung und Darlehensgarantien für Firmen (graue Balken). Neben diesen Massnahmen sind bereits vor 2020 existierende Kurzarbeitsregelungen essenziell, um die Auswirkung auf die Arbeitsmärkte abzufedern. Grossbritannien führte eine solche Regelung im März 2020 ein. In den USA, wo es keine Kurzarbeit gibt, dürfte die Arbeitslosigkeit trotz des 2-Billionen-Hilfspakets stark ansteigen.

## USA Plötzliche Rezession

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.0 %	2020: 1.6 %
2021: 3.2 %	2021: 2.0 %

Seit der letzten Ausgabe wurde aus den USA, einem zuvor wenig betroffenen Industrieland, ein globaler Brandherd der Corona-Pandemie. Da die Testkapazitäten heraufgefahren wurden, sind die US-Fallzahlen nun zuverlässiger und zeigen per Redaktionsschluss, dass die Neuinfektionen unvermindert exponentiell wachsen. Die Entwicklung verläuft im Vergleich zu Italien etwa 15 und im Vergleich zur Schweiz etwas 9 Tage verzögert, was heisst, dass wohl noch strengere Einschränkungen folgen werden. Wir erwarten daher für das erste Halbjahr 2020 eine markante, aber kurzlebige Rezession. Anders als in europäischen Ländern gibt es in den USA keine Kurzarbeit. Deshalb mussten von Eindämmungsmassnahmen betroffene Firmen Massenentlassungen vornehmen. In der letzten März- und der ersten Aprilwoche beantragten 10 Millionen Personen Arbeitslosengeld (fast 6% der Beschäftigten) – der schnellste Anstieg der Geschichte. Wir wären nicht überrascht, wenn die Arbeitslosenquote im April/Mai bis auf 10 oder sogar 15% steigen würde, bevor sie nach der erwarteten Lockerung der Massnahmen wieder sinkt. Eine schnelle Rückkehr zur Normalität ist aber nicht zu erwarten. Im Basisszenario erwarten wir, dass einige Angebotsbeschränkungen im Dienstleistungssektor bestehen bleiben, während die Fiskalpolitik den Nachfrageausfall nicht voll kompensieren kann. Trotz der allmählichen Erholung im zweiten Halbjahr 2020 wird das Produktionsniveau erst Anfang 2021 wieder das Vorkrisenniveau erreichen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.6 %	2020: 1.8 %
2021: 2.1 %	2021: 2.1 %

Der Ölpreiskollaps könnte die Gesamtinflation im April vom Januarhoch von 2.5% auf 0.8% fallen lassen. Derweil überraschte die Kerninflation im Januar und im Februar positiv und wir erwarten für die nächsten Monate nur einen kleinen Rückgang auf ca. 2.1% bis 2.3%. Der disinflationäre Nachfrageausfall und die inflationären Angebotsengpässe dürften sich zumindest kurzfristig ausgleichen.

## Eurozone Nächster Halt: Coronabonds?

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -2.0 %	2020: 0.6 %
2021: 2.8 %	2021: 1.3 %

Das Coronavirus verursacht nicht nur menschliches Leid, sondern führt im ersten Halbjahr 2020 zu einem beispiellosen Einbruch der Konjunktur. Bei Redaktionsschluss waren noch wenig harte Daten vorhanden, aber Umfragen in der Eurozone zeichnen ein düsteres Bild. Im März sank der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor auf 26.4 Punkte – so tief wie noch nie, und weit unter die 40.9 Punkte während der Finanzkrise 2009. Der Industrie-PMI hielt sich mit 44.5 Punkten besser, dürfte aber im April aufgrund der sinkenden Nachfrage und der Schliessung aller nicht systemrelevanten Industriebetriebe Ende März in Spanien und Italien weiter abnehmen. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass die Konjunktur im Mai oder Juni wieder anziehen wird, sofern die Einschränkungen langsam gelockert werden können. Dennoch wird der wirtschaftliche Schaden insbesondere in Italien enorm sein und das hoch verschuldete Land wird bald vor Problemen der finanziellen Tragbarkeit stehen. Bis jetzt hat die Geldpolitik die sich ausweitenden Spreads auf Peripherieanleihen aufgefangen: Die EZB verstärkte ihre Anleihekäufe und lockerte dafür die bisherigen Grenzwerte. Mittelfristig wird die EU jedoch eine neue Risikoverteilung vornehmen müssen, um die Gefahr einer «Eurokrise 2.0» abzuwenden, sei es über etablierte Instrumente wie den europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) oder die Ausgabe sogenannter Eurobonds oder "Coronabonds".

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.6 %	2020: 1.1 %
2021: 1.4 %	2021: 1.4 %

Aufgrund der durch das Coronavirus verursachten Rezession werden es die geldpolitischen Entscheidungsträger noch schwerer haben, ihre Inflationsziele zu erreichen. Lieferengpässe bei bestimmten Produkten könnten zwar inflationären Aufwärtsdruck erzeugen. Diesem wirken aber unserer Meinung nach tiefere Energiepreise in der kurzen Frist und eine wachsende Produktionslücke in der mittleren Frist entgegen.

## Deutschland

### Das Ende der schwarzen Null

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.7 %	2020: 0.5 %
2021: 2.6 %	2021: 1.2 %

Bei etwas über 6000 Coronafällen erhöhte das Robert Koch-Institut am 17. März die Risikoeinschätzung für Deutschland auf «hoch». Die Fallzahl ist seither weiter gestiegen. Deutschland verzichtete zwar auf eine Ausgangssperre, verbot aber am 22. März Versammlungen von über zwei Personen bis mindestens zum 20. April. Infolge dieser Entwicklungen korrigierten wir unsere BIP-Prognose für 2020 stark nach unten. Wir rechnen im März und April mit einer stark schrumpfenden Wirtschaftsleistung. Insgesamt wird dieser Einbruch denjenigen während der Finanzkrise bei weitem übertreffen. Kurzarbeit wird den Effekt auf die Arbeitslosigkeit zwar abfedern, diese dürfte aber dennoch zunehmen. Die ifo-Umfrage vom März verzeichnete den bisher grössten Rückgang bei den Unternehmenserwartungen für die nächsten sechs Monate. Der Einbruch traf alle Sektoren, ausser Nahrungsmittel-, Getränke- und Toilettenartikel innerhalb des Einzelhandelssektors. Am stärksten betroffen war der Dienstleistungssektor, vor allem Reisebüros und -veranstalter sowie Hotellerie und Gastronomie. Angesichts des beispiellosen wirtschaftlichen Schocks legte Finanzminister Scholz schon am 13. März das Ende der schwarzen Null nahe. Am 25. März hob der Bundestag die Schuldenbremse auf und verabschiedete ein Konjunkturpaket von EUR 750 Milliarden, bestehend aus EUR 600 Milliarden an Darlehensgarantien (ca. 10% des BIP) und EUR 120 Milliarden für direkte Ausgaben. Der Fiskalimpuls wird die Erholung im zweiten Halbjahr 2020 unterstützen.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.7 %	2020: 1.3 %
2021: 1.4 %	2021: 1.5 %

Durch den Ölpreiskollaps sank die Inflation im März von 1.7% im Februar auf ein Viermonatstief von 1.3%. Der Preisdruck dürfte während der Quasi-Stilllegung der Wirtschaft tief bleiben. Der massive Fiskalimpuls und mögliche Lieferengpässe könnten aber im zweiten Halbjahr 2020 Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben.

## Frankreich

### Konjunkturreinbruch um 35%

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.6 %	2020: 0.8 %
2021: 2.5 %	2021: 1.2 %

Frankreich ist von der Pandemie viel stärker betroffen als Deutschland. In einigen Regionen im Osten Frankreichs ist das Gesundheitssystem durch die hohe Anzahl Hospitalisierungen überlastet, was wohl zur überdurchschnittlich hohen Todesrate von derzeit über 6% beiträgt. Die Regierung reagierte mit einer strikten Ausgangssperre und einem beträchtlichen Finanzpaket. Dieses beinhaltet höhere Staatsausgaben für Kurzarbeit, Steuerstundungen sowie Staatsgarantien für neue Firmenkredite (in der Höhe von EUR 300 Milliarden). Üblicherweise hält sich Frankreich wegen des grossen Anteils des Dienstleistungs- und des staatlichen Sektors in Rezessionen besser als andere europäische Länder. Der staatliche Sektor wirkt aktuell tatsächlich stabilisierend, aber die Ausgangssperre trifft den Dienstleistungssektor besonders stark. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor fiel im März auf 27.4, tiefer als in Deutschland, Japan, den USA oder Grossbritannien. Da ein historischer Präzedenzfall fehlt, ist eine Quantifizierung des Effekts umfassender Ausgangssperren auf das Bruttoinlandsprodukt schwierig, und Punktprognosen derzeit deshalb mit hoher Unsicherheit verbunden. Wir gehen davon aus, dass das BIP in europäischen Ländern im März und April auf 80% bis 90% des Vorkrisenniveaus sinken wird, was jedoch immer noch zu optimistisch sein könnte. Laut einer vorläufigen Schätzung des französischen Statistikamts INSEE lief die Wirtschaftsaktivität Frankreichs per Ende März nur auf 65% ihres Vorkrisenniveaus.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.8 %	2020: 1.2 %
2021: 1.4 %	2021: 1.1 %

Der unerwartet starke Ölpreyrückgang hatte eine deutliche Abwärtskorrektur unserer Inflationsprognose für 2020 von 1.4% auf 0.8% zur Folge. Die Inflation dürfte sich jedoch 2021 auf durchschnittlich 1.4% normalisieren, sofern im zweiten Halbjahr 2020 der erwartete allmähliche U-förmige Aufschwung eintritt, der die Produktionslücke in Frankreich verringert.

## Grossbritannien Niemand ist eine Insel

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.4 %	2020: 0.8 %
2021: 2.5 %	2021: 1.3 %

Eine Weile schien es, als schliege Grossbritannien einen anderen, weniger drastischen Weg im Umgang mit dem Coronavirus ein. Die Regierung musste aber schliesslich dieselben Massnahmen zur Eindämmung ergreifen wie das restliche Europa, als klar wurde, dass das Gesundheitssystem sonst überlastet würde. Die fiskalpolitische Antwort lässt sich sehen: zielgerichtete Massnahmen wie ein Kurzarbeitsprogramm, Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung auf Selbständige, Kreditgarantien, Steueraufschübe sowie Konsum- und Investitionsausgaben. Die Kosten dafür beziffert die Regierung auf 18% des BIP. Die finalen Kosten werden von der Dauer und dem Ausmass der Rezession abhängen. Die Konjunktur dürfte im März und April um mindestens 12% einbrechen, gefolgt von einer Erholung im Mai/Juni, sofern die Massnahmen gelockert werden. Die Krise verkompliziert diverse Fragen: Erstens trifft sie die Konsumenten zu einer Zeit, in der die Sparquote schon historisch tief ist (5% vs. ca. 7% vor der Finanzkrise). Zweitens erhöht das Fiskalpaket wegen des Leistungsbilanzdefizits den Aussenfinanzierungsbedarf (das Pfund gehörte seit Jahresbeginn zu den Verlierern unter den Hauptwährungen). Drittens dürften die Brexit-Verhandlungen mit der EU in den Hintergrund rücken. Boris Johnson schloss aber eine Verlängerung der Verhandlungsfrist bisher weiterhin aus. Daher dürfte die Ungewissheit über die Handelsbeziehungen im ganzen Jahr 2020 hoch bleiben.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.3 %	2020: 1.5 %
2021: 1.8 %	2021: 1.8 %

Wir senkten unsere Inflationsprognose für 2020 aufgrund tieferer Energiepreise von 1.5% auf 1.3%. Die Kerninflation dürfte aber dieses Jahr im Bereich zwischen 1.5% und 2.0% verharren. Die Rezession dürfte zwar den Trend abnehmenden Lohndrucks verstärken, aber die Pfundabwertung und die Angebotsengpässe werden positiv zur Kerninflation beitragen mit insgesamt neutraler Auswirkung auf unser Basisszenario.

## Schweiz Das Sicherheitsnetz ist gespannt

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -1.3 %	2020: 1.0 %
2021: 3.1 %	2021: 1.4 %

Wir haben wenig aktuelle Daten zur Verfügung, um den wirtschaftlichen Schaden der Pandemie und der Eindämmungsmassnahmen korrekt einzuschätzen. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass der Verlauf vom lokalen Ausbruch bis zur Lockerung der eingeführten Einschränkungen in entwickelten Ländern ähnlich sein wird wie in China. Kann man sich an China orientieren, gehen wir von einer schrittweisen Konjunkturerholung ab Mai aus. Bis dahin dürfte die Wirtschaftsleistung der Schweiz um 12% sinken. Dies würde gegenüber 2019 einen Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2020 von durchschnittlich 1.3% bedeuten. Die grössten Risiken für unser Szenario sind ein noch stärkerer Einbruch bis Mai, eine zweite Ansteckungswelle in Asien oder eine neue Schuldenkrise in Europa infolge der Lage in Italien und Spanien. Wir denken, dass die Schweiz ein effizientes Sicherheitsnetz gespannt hat, um die Gefahr eines längeren Nachfrageschocks zu mindern. Dennoch lässt der bereits sichtbare Schaden keinen Zweifel daran, dass sich die Schweiz derzeit in einer Rezession befindet. Daten des Staatssekretariats für Wirtschaft lassen eine erste Einschätzung der Folgen für den Arbeitsmarkt zu: Trotz Kurzarbeitsentschädigung registrierten die kantonalen Arbeitsämter einen starken Anstieg von Arbeitslosengeldanträgen. Die Arbeitslosenquote dürfte seit Februar, als die Weltwirtschaft noch eine andere war, von 2.5% auf 2.9% gestiegen sein.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -0.3 %	2020: 0.2 %
2021: 0.6 %	2021: 0.7 %

Verglichen mit Anfang Jahr ist Heizöl heute 25% billiger, was den Landesindex der Konsumentenpreise alleine schon um rund 0.2% senkt. Die Unsicherheit über den kurzfristigen Inflationsausblick ist gross, aber der disinflationäre Effekt von Rabatten im Einzelhandel dürfte steigende Preise für zeitweilig knappe Güter und Dienstleistungen ausgleichen. Ebenso werden die Mieten nicht inflationstreibend wirken.

## Japan

### Ist das Schlimmste vorüber?

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.1 %	2020: -0.7 %
2021: 2.3 %	2021: 1.1 %

Das Coronavirus traf Japan schon früh. In der letzten Ausgabe dieser Publikation war Japan das am viertstärksten betroffene Land betreffend Ansteckungen. Heute liegt es nicht einmal mehr in den Top 30. Dabei führte Japan nur wenige Einschränkungen des öffentlichen Lebens ein. Die Schulschliessungen waren die drastischste Massnahme. Die Regierung gab vor allem Empfehlungen ab, wie unnötiges Reisen zu vermeiden oder Grossanlässe abzusagen. Die Konjunkturdaten waren bis Februar erstaunlich gut: Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion erholten sich nach der Flaute durch die Konsumsteueranhebung im Oktober 2019. Dennoch hat sich der Ausblick verschlechtert. Erstens belastet die schnelle Ausbreitung des Virus in anderen Industriestaaten im zweiten Quartal den Ausenhandel. Zweitens wird das Wachstum im dritten Quartal durch die Verschiebung der Olympischen Spiele in Tokio in das Jahr 2021 ausgebremst. Drittens haben die Ansteckungen in Raum Tokio jüngst wieder zugenommen, was zu strikteren Massnahmen für Japans Wirtschaftsmotor führen könnte. Wir erwarteten zunächst eine Konzentration des wirtschaftlichen Schadens auf das erste Quartal. Nun gehen wir davon aus, dass sich der Einbruch auf zwei Quartale verteilt, mit neutralem Effekt auf das Jahreswachstum.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.3 %	2020: 0.4 %
2021: 0.3 %	2021: 0.5 %

Wie bei anderen Ländern passten wir unsere Inflationsprognose für Japan aufgrund tieferer Energiepreise an und erwarten nun für 2020 und 2021 einen Wert von durchschnittlich 0.3%. Interessanterweise wertete der Yen seit Jahresbeginn nur leicht auf, während die Lohnverhandlungen im Frühling (sog. Shunto) weiterhin auf moderates Lohnwachstum für japanische Arbeiter hindeuten. Somit dürfte die Rezession im Moment in Japan keine neue Deflation auslösen.

## China

### Milder Wirtschaftsaufschwung

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 3.8 %	2020: 5.2 %
2021: 8.4 %	2021: 6.1 %

Die drastischen Massnahmen zur Eindämmung des Coronavirus führten zu einem starken Einbruch der konjunkturellen Entwicklung in China. Alle Konjunkturindikatoren fielen im Januar und Februar gegenüber dem Vorjahr so stark wie noch nie: die Anlageinvestitionen um 24.5%, die Industrieproduktion um 13.5% und die Einzelhandelsumsätze um 20.5%. Dies wird einen deutlichen Rückgang der Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2020 zur Folge haben. Daher senkten wir unsere BIP-Wachstumsprognose für das Gesamtjahr deutlich von 5.4 auf 3.8%. Da neue inländische Coronafälle gemäss offiziellen Statistiken fast bei null liegen, lockerte die Regierung erste Einschränkungen und nimmt nun eine wachstumsfreundlichere Haltung ein. Hochfrequente Indikatoren wie der Kohlekonsum, ein stellvertretender Indikator für die Industrietätigkeit, verbessern sich laufend. Der Konsum erholt sich allerdings nur zögerlich, wie die verhaltenen wöchentlichen Autoverkäufe zeigen. Ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit könnte den Konsum im Verlauf des Jahres zusätzlich dämpfen. Zudem führte die Pandemie zu einer globalen Rezession, was die Nachfrage nach chinesischen Gütern verringert. Daher erwarten wir für China im zweiten Quartal nur eine langsame Konjunkturerholung.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 3.6 %	2020: 3.4 %
2021: 2.0 %	2021: 2.2 %

Die Inflation verharrte im Februar aufgrund steigender Lebensmittelpreise bei hohen 5.2%. Lebensmittelpreise stiegen aufgrund von Hamsterkäufen und Transporteinschränkungen zur Eindämmung des Coronavirus. Da die Zahl neuer Fälle mittlerweile markant abgenommen hat, werden gewisse Einschränkungen nun gelockert. Zusammen mit den tiefen Energiepreisen dürfte dies in den kommenden Monaten zu rückläufiger Inflation führen.

## 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

### 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 Garantie 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 die 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 Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, und die 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.