

Juni 2020

Kernaussagen

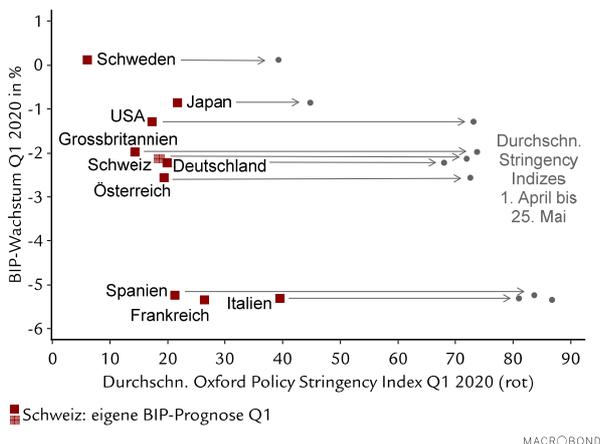
- Dank der schrittweisen Öffnung europäischer Länder und der USA beginnt die Wirtschaft sich zu erholen
- Unsere Prognosen sind relativ positiv, v.a. in der Schweiz dank der günstigen Sektorenzusammensetzung
- Die Inflationszahlen erfüllen die Erwartungen nur knapp, was zu Abwärtskorrekturen führt

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	-3.4% ↓	-5.4% ↓	3.7%	4.3% ↑	0.8% ↓	0.7% ↓	1.5%	1.8%
Eurozone	-6.2% ↓	-7.9% ↓	5.9%	6.2% ↑	0.4% ↑	0.3% ↓	1.3%	1.1% ↓
Deutschland	-4.7%	-6.3% ↓	3.9%	5.2% ↑	0.7% ↑	0.6% ↓	1.3%	1.4%
Frankreich	-7.3% ↓	-8.2% ↓	5.8% ↑	6.7% ↑	0.4% ↑	0.3% ↓	1.3%	1.2% ↓
Grossbritannien	-5.7% ↓	-7.9% ↓	4.6% ↑	6.1% ↑	0.9%	1.0%	1.7%	1.4% ↓
Schweiz	-3.1%	-5.5% ↓	3.6%	4.3% ↑	-0.8% ↓	-0.7% ↓	0.5% ↓	0.3% ↓
Japan	-4.7% ↑	-5.5% ↓	2.9% ↑	2.4% ↑	0.0% ↓	-0.4% ↓	0.2% ↓	0.1% ↓
China	1.2%	1.4% ↓	8.4%	8.1% ↑	3.0% ↓	3.1% ↓	2.0%	1.9% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. Mai 2020

Grafik des Monats



Erste Schätzungen zum BIP-Wachstum im Q1 2020 bestätigten den negativen COVID-19-Effekt, überraschten aber insgesamt positiv. Laut dem Oxford COVID-19 Stringency Index schrumpfte das BIP in Ländern mit strengeren Eindämmungsmassnahmen durchschnittlich stärker. Obwohl die Wirtschaft in diversen Ländern wieder öffnet, werden die Massnahmen im Q2 im Durchschnitt strenger sein als im Q1 und das BIP wird daher in den meisten Ländern stärker sinken. Dennoch deuten die Wirtschaftsdaten auf eine langsame Erholung in der zweiten Hälfte des Q2 hin und die Hürden für einen erneuten landesweiten Lockdown dürften künftig viel höher sein.

USA Arbeitslosigkeit: nur temporär?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.4 %	2020: - 5.4 %
2021: 3.7 %	2021: 4.3 %

Die April-Konjunkturdaten führten endlich die wahren Folgen des Coronavirus für die US-Wirtschaft vor Augen. Wie erwartet war der Dienstleistungssektor der Hauptleidtragende. Die Einzelhandelsumsätze brachen im Monatsvergleich um 16% ein, während die Industrieproduktion mit 11% etwas weniger stark abnahm. Das gab es noch nie und ist besonders für die Industrieproduktion bemerkenswert, bei der die Aufzeichnungen auf 1919 zurückgehen. Dennoch dürfte die Rezession in den USA aufgrund der weniger strikten Lockdowns weniger stark ausfallen als in Europa. Besonders stark betroffen ist in den USA der Arbeitsmarkt, weil es kein landesweites Kurzarbeitsprogramm gibt. Von Mitte März bis Mitte Mai beantragten 36 Mio. Amerikaner Arbeitslosenhilfe und ohne den deutlichen Rückgang der Erwerbsquote hätte die Arbeitslosenquote im April über 17% betragen. 78% der Arbeitslosen erwarten jedoch, in den nächsten sechs Monaten von ihrem ehemaligen Arbeitgeber wieder angestellt zu werden. Sie gelten also als vorübergehend arbeitslos. Ein Teil dieser Arbeitslosen wird 2020 zwar dauerhaft arbeitslos werden, aber Beschäftigung und Arbeitslosigkeit dürften schnell wieder zu normaleren Niveaus zurückkehren, sobald die Lockdowns gelockert werden. Wir gehen davon aus, dass sich die Arbeitslosenquote bis Dezember 2020 bei ca. 8% einpendeln wird.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.8 %	2020: 0.7 %
2021: 1.5 %	2021: 1.8 %

Der Kerninflationindex verzeichnete im April den grössten monatlichen Rückgang der Geschichte, weil die Konsumenten im Zuge der Krise von hohen Rabatten auf Gütern und Dienstleistungen profitierten. Zudem belasten tiefe Energiepreise die Gesamtinflation weiterhin. Mai und Juni dürften mit fast 0% Jahresinflation den Tiefpunkt markieren, bevor Lockdown-Aufhebungen und leicht höhere Energiepreise zu einer Normalisierung der Inflationsszahlen führen.

Eurozone Ja, wir haben geöffnet

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -6.2 %	2020: -7.9 %
2021: 5.9 %	2021: 6.2 %

Die Abwärtskorrekturen bei den BIP-Prognosen für das 2. Quartal 2020 zeigen, dass das Glas angesichts der schwersten Rezession seit Jahrzehnten halb leer bleibt. Aber es kann auch als halb voll angesehen werden, weil die Meldungen von der medizinischen Front klar positiver sind als letzten Monat. Die Verflachung der Ansteckungskurve ermöglicht eine schnellere Wiedereröffnung der Wirtschaft als gedacht. Sogar die Aufhebung des Reiseverbots noch vor den Sommerferien ist heute realistisch. Umfragen zum Geschäftsklima signalisieren, dass der grösste Pessimismus vorbei ist, und die effektiven Wirtschaftsdaten zeigen sich leicht besser als von Ökonomen erwartet. Die Einschränkungen werden unterschiedlich schnell aufgehoben und der Beginn der Erholung hängt stark von diesem Tempo ab. Gemäss dem letzten Stand des Oxford Policy Stringency Index (s. Grafik des Monats) lockerten Luxemburg, Slowenien und Österreich bisher die Lockdowns am weitesten. Italien hob überraschend diverse Einschränkungen auf, um die Wirtschaft vor noch grösserem Schaden zu bewahren. Spanien und Frankreich scheinen da viel zurückhaltender. Daher dürfte dort die Erholung verzögert einsetzen. Auf politischer Ebene ist der Wiederaufbauplan von Frankreich und Deutschland eine gute Neuigkeit, um eine «Eurokrise 2.0» mittelfristig zu verhindern.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.4 %	2020: 0.3 %
2021: 1.3 %	2021: 1.1 %

Hier sind wir wieder: Als die europäischen Behörden ihre Fiskal- und Geldpolitik auf die Bewältigung einer schweren Wirtschaftskrise abstimmten, ging es nicht lange, bis Marktbeobachter vor einer unkontrollierten Inflation warnten. Der Angebots- und der darauffolgende Nachfrageschock infolge der Lockdowns führen zu einer beispiellosen Unternutzung von sonst intakten Kapazitäten in der Infrastruktur, der Produktion und im Arbeitsmarkt. Die dadurch entstehende Produktionslücke muss geschlossen werden, bevor zunehmende Inflation ein potenzielles Risiko darstellt.

Deutschland Besseres Geschäftsklima

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.7 %	2020: -6.3 %
2021: 3.9 %	2021: 5.2 %

Deutschlands Wirtschaft fing an sich leicht zu erholen, weil mit der Öffnung der Binnenwirtschaft kein grosser Anstieg neuer COVID-19-Ansteckungen einherging. Trotz diesen ersten Anzeichen der Verbesserung dürfte das reale BIP im 2. Quartal vs. Vorperiode um 9.3% geschrumpft sein. Offizielle Daten bestätigten bereits einen Quartalsrückgang von 2.2%. Auch für Deutschland ist dies zweifelsohne eine schwere Rezession. Unsere Gesamtjahresprognose für 2020 ist jedoch im Vergleich zum Konsensus optimistisch und bedarf einer Erklärung: Unserer Ansicht nach trifft die Rezession Deutschland weniger stark als andere grosse Länder der Eurozone. Erstens musste Deutschland mit den Lockdowns nie so weit gehen wie Italien, Spanien oder Frankreich und konnte Teile der Wirtschaft schneller öffnen. Zweitens betrifft die Rezession v. a. den Dienstleistungssektor, der in Deutschland weniger wichtig ist als in Frankreich. Die Produktion, Deutschlands wirtschaftliches Rückgrat, dürfte sich schneller vom anfänglichen Angebotsschock erholen. Und drittens hat Deutschland grossen finanzpolitischen Spielraum. Jüngste Unternehmensumfragen im Mai scheinen zu bestätigen, dass der Tiefpunkt vorbei ist: Laut dem ifo-Geschäftsklimaindikator erholten sich die Unternehmenserwartungen auf ein 3-Monats-Hoch, während die Beschäftigungskomponente im Einkaufsmanagerindex der Produktion über ihren historischen Tiefs der grossen Rezession von 2008/2009 blieb.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.7 %	2020: 0.6 %
2021: 1.3 %	2021: 1.4 %

Europäische Statistikämter bekunden Mühe bei der Erhebung von Preisen für diverse Güter und Dienstleistungen während des Lockdowns. Dies könnte erklären, warum wir die monatlichen Inflationszahlen für Deutschland im April unterschätzt haben. Nimmt man die Entwicklung anderswo als Orientierung, dürften die tiefen Inflationszahlen im Mai/Juni den überraschend hohen April-Wert ausgleichen.

Frankreich Nur langsame Wiedereröffnung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -7.3 %	2020: -8.2 %
2021: 5.8 %	2021: 6.7 %

Im 1. Quartal 2020 fiel die Arbeitslosenquote auf dem französischen Festland auf 7.6%, den tiefsten Stand seit 2008. Hier sei daran erinnert, dass Macrons Wahlkampagne 2017 auf dem Versprechen beruhte, die Arbeitslosigkeit bis 2021 auf 7% zu senken. Dann kam COVID-19. Schon im März wurde die französische Wirtschaft stark getroffen, was das BIP im 1. Quartal 2020 um 5.8% einbrechen liess. Verglichen mit Italien und Spanien, wo die gesundheitlichen Auswirkungen des Virus gar schlimmer waren, waren die französischen Daten besonders schockierend. Die Art, wie das BIP für März geschätzt wurde, könnte eine Rolle spielen, denn das französische Statistikamt basierte seine Ad-hoc-Berechnungen offenbar v. a. auf Produktionszahlen. Die äusserst geringen Kapazitätsauslastungen im März/April waren dabei wohl wichtige Ankerpunkte. Sobald mehr Daten verfügbar sind, dürfte der ursprüngliche BIP-Bericht angepasst werden. Dennoch wird das BIP im 2. Quartal noch stärker schrumpfen. Wir erwarten einen Quartalsrückgang um 12%. Gemäss dem Oxford University Policy Stringency Index gehörten die Eindämmungsmassnahmen Frankreichs zu den restriktivsten. Noch wichtiger: Frankreich lockert diese Massnahmen viel zögerlicher als die meisten anderen Länder Europas. Die besonders grosse Abhängigkeit vom Dienstleistungssektor und die langsame Rückkehr zum Alltag bedeuten, dass Frankreich bei der wirtschaftlichen Erholung, die anderswo in Europa bereits eingesetzt hat, hinterherhinken wird.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.4 %	2020: 0.3 %
2021: 1.3 %	2021: 1.2 %

Tiefe Energiepreise bedeuten, dass die Inflation 2020 sehr gering ausfallen wird. Aber wie anderswo in Europa haben die Statistikämter Mühe, die aktuellen Konjunkturindikatoren richtig einzuschätzen. Bei den Preisen waren einige Daten von März bis Mai schlicht nicht verfügbar. Alternative Kennzahlen zur Preis-schätzung sind nur schwer zu antizipieren und lassen Raum für Prognosefehler auf kurze Sicht.

Grossbritannien Europas Nachzügler

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: - 5.7%	2020: - 7.9%
2021: 4.6%	2021: 6.1%

Als die Länder auf dem Kontinent im März rasch in eine Rezession rutschten, herrschte in Grossbritannien Ruhe vor dem grössten Sturm seit Jahrzehnten. Das britische BIP sank im 1. Quartal nur um 2.0% (weniger als erwartet) und die Arbeitslosenquote (3-Monats-Durchschnitt) ging sogar auf 3.9% zurück, anstatt anzusteigen, wie allgemein erwartet worden war. Viele Daten zur Lockdown-Phase gibt es nicht, aber wir wissen, dass die Konjunktur stark eingebrochen ist, weshalb wir unsere BIP-Prognose für 2020 von -4.3% auf -5.7% korrigierten. Im April kamen die Pkw-Neuzulassungen fast zum Erliegen (-97% vs. Vorjahr), die Einzelhandelsumsätze fielen um 18% vs. März und die Anträge auf Arbeitslosenhilfe stiegen um einen Rekordwert von 856 000. Gemäss dem Einkaufsmanagerindex (PMI) wurde es im Mai nicht besser. Mit 28.9 Punkten lag er weiterhin im Kontraktionsbereich und unter dem Wert von Deutschland, Frankreich oder den USA, wo die Lockerung der Einschränkungen weiter fortgeschritten ist. Die täglichen Neuansteckungen sinken im nun am stärksten betroffenen Land Europas in Sachen Corona-Toten nur schwach. Eine schnelle Rückkehr zur Normalität ist nicht in Sicht. Nicht wesentliche Läden dürfen erst am 15. Juni wieder öffnen und während andere Länder ihre Grenzen für Touristen wieder öffnen, führte Grossbritannien jüngst strenge Quarantäneregeln für Einreisende ein. Die Risiken für unsere Wachstumsprognose zeigen also nach wie vor nach unten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.9%	2020: 1.0%
2021: 1.7%	2021: 1.4%

Die Corona-Krise ist deflationärer Natur und der schwache Inflationsbericht im April bestätigte dies erneut. Die Kerninflation flaute auf 1.4% ab und die Gesamtinflation lag aufgrund der tiefen Energiepreise bei 0.8%. Wir erwarten einen weiteren starken Einbruch im Mai, bevor sich die Inflationszahlen durch eine Normalisierung der Konjunktur und potenziell höhere Energiepreise wieder regeln.

Schweiz Pharma: der Retter in der Not

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.1%	2020: -5.5%
2021: 3.6%	2021: 4.3%

Mehrere hochfrequente Indikatoren deuten im Einklang mit den Lockerungsmassnahmen im Mai auf eine langsame Erholung hin: TrendEcon, ein Indikator basierend auf Google-Suchttrends, kehrte auf das Niveau von Anfang März zurück; der Mobilitätsindex der KOF der ETHZ machte rund die Hälfte seines Rückgangs im März wett; die Bankkartennutzung in Läden erreichte ein neues Jahreshoch, was teilweise auf den Verzicht auf Bargeld und den unterbrochenen Einkaufstourismus im Ausland zurückzuführen ist. Die auf Finanzmarktdaten und Schlagzeilen beruhende Fieberkurve von Burri und Kaufmann der Universität Neuenburg ist nach wie vor hoch, nimmt aber seit dem Peak Mitte März laufend ab. Die Unsicherheit bleibt zwar sehr gross, aber solche Daten bestärken uns in unserer im Vergleich zum Konsensus optimistischen Sicht. Ausserdem legt der Anstieg der Industrieproduktion um 0.8% im Q1 vs. Vorjahr nahe, dass die Schweizer Industriezusammensetzung in der aktuellen Krise günstig ist: Die Pharmaproduktion legte um 26.7% zu und machte den Rückgang in allen anderen Produktionssegmenten wett. Zudem dürfte die Hürde für einen erneuten landesweiten Lockdown viel höher sein, besonders in der Schweiz, wo das Gesundheitssystem in den meisten Kantonen nie auch nur annähernd überlastet war. Trotz der allmählichen Konjunkturerholung im Mai dürfte die Arbeitslosenquote in der 2. Jahreshälfte 2020 aber auf 4.5% steigen und sich bis Ende 2021 nur auf ca. 4% erholen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -0.8%	2020: -0.7%
2021: 0.5%	2021: 0.3%

Die Verbraucherpreise sanken im April 2020 vs. April 2019 um 1.1%, mehr, als wir erwartet hatten. Ohne den Preisrückgang von -16.7% bei Erdölprodukten betrug die Deflation -0.6%. Die Preise von Gütern, v. a. jene importierter Güter, nahmen stärker ab als die Preise von Dienstleistungen. Laut Bundesamt für Statistik waren für einige Kategorien nur 25 bis 75% der normalerweise erfassten Preise verfügbar.

Japan Bewältigung der zweiten Welle

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.7 %	2020: -5.5 %
2021: 2.9 %	2021: 2.4 %

Der Balanceakt zwischen Eindämmung der Epidemie und Einschränkung des täglichen Lebens scheint Japan gelungen zu sein. Die zweite Welle im April ebbt schnell ab und die Regierung hebt nun den am 4. April ausgerufenen Notstand auf. Die meisten Eindämmungsmassnahmen waren freiwillig (auch aus verfassungsrechtlichen Gründen), aber die Bewältigung der zweiten Welle zeigt, dass die Empfehlungen des Staats sehr gut eingehalten wurden. Der negative Effekt auf die Wirtschaft wird im April/Mai dennoch beträchtlich sein. Während BIP und Umfragedaten zum 1. Quartal positiv überraschten, signalisieren Stimmungsindikatoren einen drastischen Einbruch des Produktions- und des Dienstleistungssektors im April/Mai. Japan scheint erstaunlicherweise noch nicht von der Normalisierung in China zu profitieren. Das Handelsdefizit mit China vergrösserte sich im April markant und die Komponente der Exportaufträge im PMI fiel im Mai auf ein Allzeittief von 30 Punkten. Die Juni-Daten dürften sich zwar verbessern, aber der Aufschwung dürfte enttäuschend ausfallen. Positiv ist, dass dies zu einer noch stärkeren fiskalpolitischen Reaktion führen könnte. Laut Medienberichten enthält das derzeit diskutierte zweite Zusatzbudget mehr direkte Staatsausgaben als ursprünglich geplant.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.0 %	2020: -0.4 %
2021: 0.2 %	2021: 0.1 %

Die Gesamtinflation Japans fiel im April auf 0.1% und wird in den nächsten Monaten ins Negative rutschen. Neben tieferen Energiepreisen führten die Pläne der Regierung für kostenlose Bildung zu einem Rückgang des Bildungspreisindex (nun bei -10% vs. Vorjahr), während der virusbedingte Nachfrageausfall die Preise v. a. in der Teilkomponente «Kultur und Freizeit» drückt. Die Monatsinflationen dürften im 2. Quartal 2021 wieder positiv sein.

China Wachstumsziel aufgeben

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.2 %	2020: 1.4 %
2021: 8.4 %	2021: 8.1 %

Zum ersten Mal seit Jahrzehnten gab China am Nationalen Volkskongress, an dem der wirtschaftliche und soziale Entwicklungsplan festgelegt wird, sein jährliches Wachstumsziel auf. Dies spiegelt die grosse Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie wider. Da ein robuster Arbeitsmarkt zentral ist, um die Nachfrage Chinas wieder auf Kurs zu bringen, konzentriert man sich v. a. auf die Stabilisierung der Beschäftigung. Daher wurde das Haushaltsdefizit-Ziel von 2.8 auf 3.6% angehoben und es wird eine COVID-19-Anleihe von 1 Billion Yuan begeben, um das Beschäftigungswachstum zu stützen. Zudem werden Investitionen in Projekte wie das 5G-Netzwerk und Elektroautos erhöht und dürften wieder zu Chinas Wachstumspfeiler werden. Während der wirtschaftliche Fahrplan des Landes nicht überraschte, beunruhigte Chinas Plan zur Einführung eines nationalen Sicherheitsgesetz in Hongkong schon mehr. Dies rief nicht nur neue Proteste in Hongkong hervor, sondern verschärft auch den bestehenden Konflikt mit den USA. Die Spannungen zwischen den USA und China nahmen jüngst zu. Neu stehen eher finanzielle, technologische sowie geopolitische Themen im Fokus. Die Anti-China-Rhetorik dürfte sich weiter anheizen, je näher die US-Wahlen rücken, weil die harte Haltung gegenüber China ein wesentlicher Bestandteil der Kampagne von Donald Trump bleiben dürfte.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 3.0 %	2020: 3.1 %
2021: 2.0 %	2021: 1.9 %

Weil die Nahrungsmittelpreise sanken, fiel Chinas Gesamtinflation im April stärker als erwartet. Besonders die Preise für Schweinefleisch sanken, weil sich der Bestand allmählich von der Afrikanischen Schweinepest erholt, die 2019 einen Drittel des Schweinebestands dahinraffte. Auch die Kerninflation ging von 1.2 auf 1.1% leicht zurück, was die weiterhin flauere Nachfrage widerspiegelt.

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.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research



Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department, 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 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.