

Economic Insight

19. April 2021

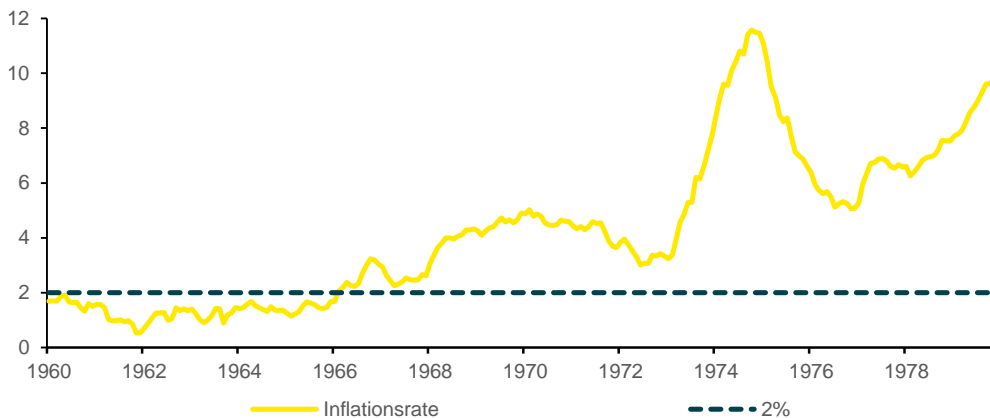
Inflation – Die Lehren aus den USA der 60er Jahre

Mitte der 60er Jahre begann die US-Inflation zu steigen – lange vor dem Ölpreisschock von 1973. Die Parallelen zur Gegenwart sind beunruhigend.

Die Geldmengen steigen rasant, die Staaten weisen horrende Haushaltsdefizite auf, und ordnungspolitisches Denken ist aus der Mode gekommen. In diesem Umfeld fürchten viele Anleger eine Rückkehr der Inflation. Dass diese Ängste durchaus berechtigt sind, zeigen die Erfahrungen der USA in den 60er Jahren. Nachdem die US-Inflation bis Mitte des Jahrzehnts wie heute stabil unter der Marke von zwei Prozent gelegen hatte, begann sie deutlich zu steigen. Ende der 60er Jahre, also lange vor dem Ölpreisschock von 1973, betrug die Teuerungsrate bereits fünf Prozent (Grafik 1)

Grafik 1: Mitte der 1960er beginnt die "Große Inflation"

Deflator der Konsumausgaben, Veränderung gg. Vorjahr in %, Monatsdaten.



Quelle: Global Insight, Commerzbank-Research

Warum die US-Inflation Mitte der 60er zu steigen begann

Der unerwartete Anstieg der Inflation geht vor allem auf drei Faktoren zurück:

Erstens kosteten der Vietnamkrieg und der Ausbau des Sozialstaates unter Präsident Johnson viel Geld. Der zuvor weitgehend ausgeglichene US-Bundshaushalt drehte ins Minus. Trotz der boomenden Konjunktur betrug dieses mehr als ein Prozent des Bruttoinlandsprodukts, was für damalige Verhältnisse hoch war.

Zweitens finanzierte die US-Notenbank einen Teil der Staatsausgaben mit der Notenpresse. So musste sie damals während der Emission neuer Staatsanleihen deren Kurse stabil halten, was sie häufig zu umfangreichen Anleihekäufen zwang. Dadurch gelangte viel Geld in Umlauf, die Geldmenge M2 wuchs gemessen am Produktionspotential zu stark (Grafik 2).[1] Die Zentralbank ließ das zu – auch weil sie sich verpflichtet fühlte, der klammen Regierung zu helfen. Der US-Ökonom Allan Meltzer hat die Gemütslage der damaligen Zentralbanker in einem [Aufsatz](#) detailliert beschrieben.

Autor

Dr. Jörg Krämer

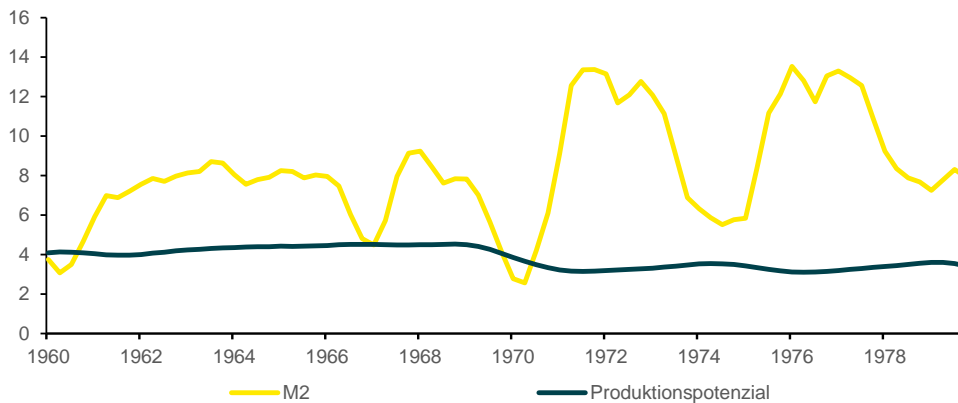
Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Grafik 2: Geldmenge wuchs zu schnell

Geldmenge M2 und reales Produktionspotenzial, Veränderung gg. Vorjahr in %, Quartalsdaten.

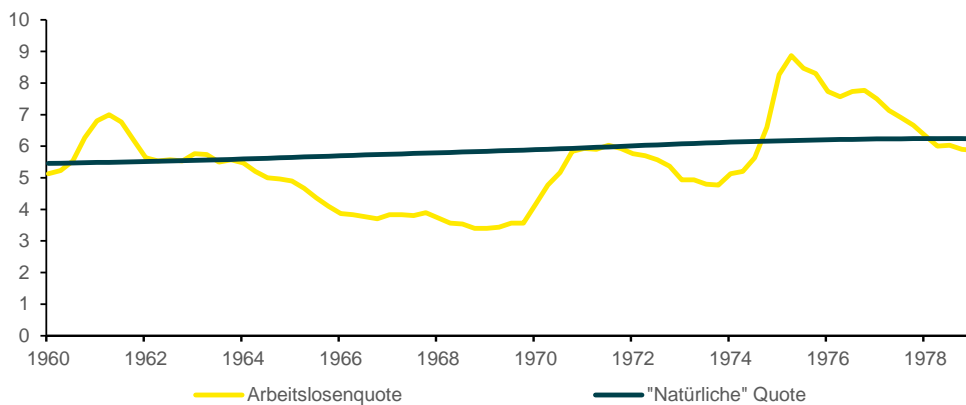


Quelle: Global Insight, Commerzbank-Research

Drittens war die Arbeitslosenquote außergewöhnlich niedrig. Die Wirtschaft verfügte kaum noch über freie Kapazitäten, was die im keynesianischen Denken der Zeit verhafteten Verantwortlichen aber nicht erkannten (Grafik 3). Nach einer Weile begannen die Arbeitskosten kräftig zu steigen. Das Zuviel an Geld begann sich in einer steigenden Inflation niederzuschlagen.

Grafik 3: US-Arbeitsmarkt lief in den 1960ern heiß

Arbeitslosenquote und CBO-Schätzung der "natürlichen" Arbeitslosenquote. Quartalsdaten in %.



Quelle: Global Insight, Commerzbank-Research

Die Parallelen zur Gegenwart stechen ins Auge

Vergleicht man die USA der 60er Jahre mit der Gegenwart, stechen die Parallelen ins Auge. In vielen westlichen Ländern ist der Kredithunger der Staaten auch heute sehr hoch – und dabei dürfte es bleiben, weil die Menschen nach der Erfahrung der Corona-Krise einen größeren Staat akzeptieren. Wie damals kooperieren die Zentralbanken wieder eng mit den Regierungen. Das gilt besonders für den Euroraum, wo die EZB mit ihren Anleihekäufen die Haushaltsdefizite der Euro-Staaten im vergangenen Jahr fast vollständig finanziert hat.

Was noch fehlt, ist eine niedrige Arbeitslosigkeit

Das einzige, was dies- und jenseits des Atlantiks noch fehlt, ist eine niedrige Arbeitslosigkeit. Deshalb droht in diesem und im kommenden Jahr abgesehen von Sondereffekten noch kein echtes Inflationsproblem. Aber in vielleicht vier oder fünf Jahren könnten die Arbeitsmärkte angetrieben von einer lockeren Geldpolitik wieder eng sein und die Lohnkosten deutlich steigen. Dazu wird beitragen, dass der Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter in den wirtschaftlich aktiven Weltregionen zunehmend sinkt.^[2] Außerdem wird sich China, dessen steigendes Güterangebot die Inflation weltweit lange gedämpft hatte, schrittweise aus der internationalen Arbeitsteilung zurückziehen. Leider sind die weitverbreiteten Inflationsorgen zumindest auf die längere Sicht berechtigt.

[1] Die Geldumlaufgeschwindigkeit war damals anders als heute weitgehend stabil. [\[Zurück zum Text\]](#)

[2] Charles Goodhart, ein ehemaliges Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England, betont dieses Argument in seinem neuen Buch "The Great Demographic Reversal". [\[Zurück zum Text\]](#)

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 19/4/2021 08:39 CEST fertiggestellt und am 19/4/2021 08:39 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

Sofern diese Ausarbeitung eine Analyse eines oder mehrerer Beteiligungspapiere enthält, sei darauf hingewiesen, dass die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) ist (sind) nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Solche Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der FINRA Rule 2241 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: [https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action*](https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action)

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

Deutschland: Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

Großbritannien: Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Die Commerzbank AG, Filiale London, bietet weder Handel, Beratung noch andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischem Recht können Informationen, die CMLLC-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich an "US Institutional Investors" und "Major US Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bankdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG, Filiale New York, erbracht. Wertpapieraktivitäten in den USA werden über die CMLLC abgewickelt, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen. Einige Produkte oder Dienstleistungen sind in den USA gegebenenfalls nicht verfügbar.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektpflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden.

Schweiz: Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbung im Sinne des FIDLEG. Die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente stellen keine Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage im Sinne des schweizerischen Kollektivanlagengesetzes (KAG) dar. Diese Publikation, die hierin enthaltenen Informationen sowie alle anderen Publikationen im Zusammenhang mit den hierin erwähnten Finanzinstrumenten dürfen ausschließlich an qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gemäß KAG weitergegeben werden und sind nur solchen qualifizierten Anlegerinnen und Anlegern zur Verfügung zu stellen.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren oder akkreditierten Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Hongkong: Dieses Dokument darf in Hongkong nur von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt werden, und zwar für „professionelle Anleger“ im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen sowie für Personen, deren gewöhnliche Geschäftstätigkeit im Kauf oder Verkauf von Aktien oder Schuldverschreibungen besteht.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. Die in dieser Ausarbeitung empfohlenen Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für Institute bestimmt, die Finanztransaktionen durchführen dürfen. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Derivatetransaktionen von VRC-Personen dürfen nur von VRC-Finanzinstituten eingegangen werden, denen Derivategeschäfte in der VRC gestattet sind und die alle notwendigen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen in der VRC eingeholt haben.

© Commerzbank AG 2021. Alle Rechte vorbehalten. Version 21.01

Commerzbank Group
Management

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	71, Robinson Road, #12-01	15th Floor, Lee Garden One
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	Singapore 068895	33 Hysan Avenue,
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050		Causeway Bay
				Hong Kong
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000	Tel: +852 3988 0988