

Juni 2022

## Kernaussagen

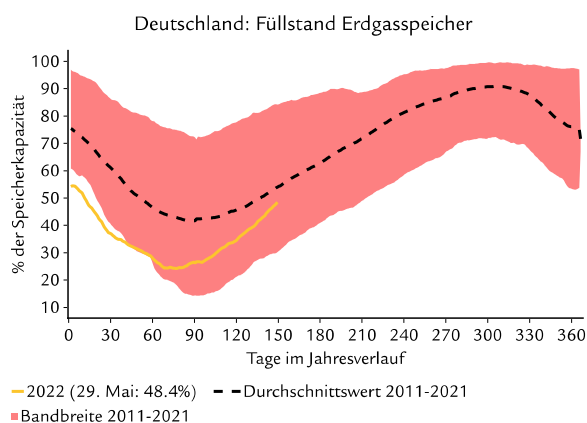
- Unser mittelfristiges Basisszenario enthält den Beginn einer milden Rezession in den USA im Jahr 2023
- Abkehr Chinas von Null-Covid-Politik ab 2023 wirkt sich zwischenzeitlich positiv für Europa und Japan aus
- Der Inflationshöhepunkt ist in den USA wohl überschritten, Europa folgt mit Verzögerung im dritten Quartal

## Prognosevergleich

	2022 BIP-Wachstum		2023 BIP-Wachstum		2022 Inflation		2023 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	2.7% ↓	2.8% ↓	1.5% ↓	2.1% ↓	7.4% ↑	7.2% ↑	3.2% ↑	3.3% ↑
Eurozone	2.6% ↓	2.7% ↓	2.0%	2.2% ↓	6.3% ↑	6.8% ↑	2.5% ↑	2.6% ↑
Deutschland	1.9% ↓	2.0% ↓	2.2%	2.4% ↓	6.4% ↑	6.6% ↑	2.9% ↑	3.0% ↑
Frankreich	2.9% ↓	2.9% ↓	1.5%	1.7% ↓	4.2% ↑	4.5% ↑	2.3% ↑	2.3% ↑
Grossbritannien	3.9% ↓	3.8% ↓	0.9% ↓	1.0% ↓	7.3% ↑	7.8% ↑	4.0% ↑	4.3% ↑
Schweiz	2.5%	2.6%	1.2% ↓	1.8%	2.1% ↑	2.1% ↑	1.1% ↑	1.0% ↑
Japan	1.6% ↓	2.0% ↓	1.6%	1.9% ↑	1.7%	1.7% ↑	0.7%	1.1% ↑
China	4.3% ↓	4.7% ↓	5.2%	5.1%	2.3%	2.2% ↑	2.0%	2.3% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. Mai 2022

## Grafik des Monats



Jegliche Szenarien zur Inflation und zur weiteren Konjunktur­dynamik in Europa hängen in hohem Mass mit dem Krieg in der Ukraine und mit der Verfügbarkeit von Gas zusammen. Die europäischen Abnehmerländer streben die Unabhängigkeit von russischen Gaslieferungen an. Hierfür müssen Voraussetzungen zur Einfuhr von Flüssiggas geschaffen werden. Kurzfristig ist sicherzustellen, dass die Erdgasspeicher vor der kommenden Heizperiode ausreichend gefüllt sind. Der Füllstand der deutschen Erdgasspeicher zeigt den Erfolg der bisherigen Bemühungen: Per 29. Mai waren die Speicher zu 48.4% gefüllt. Für die Jahreszeit entspricht dies immer noch einem leicht unterdurchschnittlichen Wert.

## USA

### Weiche Landung oder Rezession?

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.7%	2022: 2.8%
2023: 1.5%	2023: 2.1%

Trotz deutlich gestiegenen Zinsen, insbesondere auch am Hypothekemarkt, befindet sich die US-Wirtschaft unserer Meinung nach nicht unmittelbar vor der nächsten Rezession. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor überstrapaziert, die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion waren zuletzt robust und der Einkaufsmanagerindex bleibt im Wachstumsbereich. Historisch betrachtet konnte das Fed jedoch in rund 80% der Zinserhöhungszyklen keine Rezession vermeiden. Den letzten Erfolg im Jahr 1994 verzeichnete es in einer Zeit strukturell abnehmender Inflation und steigender Produktivität, beides Faktoren, die heute fehlen. Unterstützende Faktoren heute könnten die robuste Verfassung der Haushaltsfinanzen, der Spielraum am Arbeitsmarkt, sowohl via Normalisierung bei der Erwerbsbeteiligung als auch bei der Nachfrage nach Arbeitnehmenden, sowie eine rasche Entspannung bei den Lieferengpässen und den Energiepreisen sein. Gerade die Verfassung der Haushalte und des Arbeitsmarkts könnten das Fed aber auch zwingen, die Zinsen stärker als geplant anheben zu müssen, um die gewünschten Effekte zu erzielen. Aufgrund dieser Abwägungen halten wir eine milde Rezession ohne Kreditkrise in den nächsten zwei Jahren für wahrscheinlich. Als Blaupause stützen wir uns auf die Entwicklung von 2001.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.4%	2022: 7.2%
2023: 3.2%	2023: 3.3%

Die US-Inflation sank im April auf 8.3% und dürfte damit ihren zyklischen Höhepunkt hinter sich gelassen haben. Auch die Kerninflation sank weiter auf 6.2% und die Energiepreise verzeichneten ihren ersten Rückgang seit April 2021. Allerdings zog die Inflation der Kerndienstleistungspreise, jener Komponente, auf welche die Geldpolitik Einfluss nehmen kann, weiter an und betrug im April 9.0%.

## Eurozone

### Lohndruck nimmt zu

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.6%	2022: 2.7%
2023: 2.0%	2023: 2.2%

Europas Wirtschaft sieht sich mehrfachem Gegenwind ausgesetzt. Als Spätfolge der Pandemie und der anhaltenden Null-Covid-Politik der chinesischen Regierung kämpfen die Industriefirmen weiterhin mit Lieferkettenproblemen. Gleichzeitig bleibt die Nachfrage aus China gedämpft. Mit dem Krieg in der Ukraine verschärfen sich die Probleme zusätzlich, aus Unternehmenssicht besonders deutlich in Form nochmals höherer Energiepreise. Die Länder der Währungsunion werden unterschiedlich rasch unabhängig von russischen Gaslieferungen werden (siehe Grafik des Monats auf Seite 1). Die steigende Inflation zwingt die Europäische Zentralbank (EZB), im Laufe des Sommers erste Zinserhöhungen vorzunehmen. Von höheren Finanzierungskosten sind private und staatliche Schuldner innerhalb der Währungsunion ähnlich wie bei einem möglichen Energieembargo unterschiedlich betroffen. Zehn Jahre nach Mario Draghis Versprechen als damaliger EZB-Präsident, den Euro zu retten, steht er jetzt als Ministerpräsident Italiens dem Land vor, das durch höhere Zinsen unmittelbar am stärksten gefährdet wäre. Auf der positiven Seite dürfte Europa über einen Zeitraum von zwölf Monaten von einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in China profitieren. Nach einem Zwischenhoch in der ersten Jahreshälfte 2023 dürften die Rezessionsrisiken aber auch in Europa allmählich zunehmen.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.3%	2022: 6.8%
2023: 2.5%	2023: 2.6%

Die vorläufigen Schätzungen zur Inflationsrate für den Monat Mai zeigen mit Ausnahme der Niederlande in allen Mitgliedsstaaten der Währungsunion einen nochmaligen Anstieg der Jahreststeuerung an. Auch unter Ausschluss der besonders stark gestiegenen Preise für Energie nimmt der Inflationsdruck weiter zu. Es wird immer deutlicher, dass die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik rascher normalisieren muss als bisher beabsichtigt.

## Deutschland Industrie schwächelt weiter

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.9%	2022: 2.0%
2023: 2.2%	2023: 2.4%

Deutschlands Industrie brach im März um 3.9% ein und enttäuschte damit die Erwartungen von -1%. Haupttreiber des Rückgangs war das verarbeitende Gewerbe. Insbesondere der Automobilssektor büsste 14% ein. Damit liegt die deutsche Industrie nun wieder rund 10% unter dem Vorpandemieniveau und ist das Schlusslicht unter den grösseren entwickelten Volkswirtschaften. Treiber dafür sind der Krieg in der Ukraine, weiterhin bestehende Lieferengpässe und hohe Energiepreise. Die jüngsten Unternehmensumfragen stimmen allerdings positiver. Das ifo-Geschäftsklima überraschte nach oben, vor allem getrieben durch eine bessere aktuelle Lage als erwartet. Auch die Erwartungen verbesserten sich insgesamt leicht, bleiben aber tief. Eine der stärksten Verbesserungen verzeichneten die Autoproduzenten. Nach dem rasanten Einbruch ihrer Erwartungen im März schwang das Pendel nun ähnlich deutlich in die Gegenrichtung. Auch der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie überraschte in Deutschland mit einem leichten Anstieg auf 54.7. Ein höherer Output- und Beschäftigungsindex waren die Treiber hierfür. Die Bestellungseingänge verweilten aber den zweiten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Insgesamt bleibt die Lage in naher Zukunft herausfordernd. Mittelfristig dürfte Deutschland aber von einer Abkehr Chinas von der Null-Covid-Politik profitieren.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.4%	2022: 6.6%
2023: 2.9%	2023: 3.0%

Nachdem die Inflation im April bei 7.4% lag, zeigen vorläufige Zahlen für den Monat Mai in Deutschland einen Anstieg der Gesamtinflation auf 7.9% an, höher als von uns erwartet. Energie- und Nahrungsmittelpreise dürften erneut die Haupttreiber gewesen sein. Gemäss PMI nahm der Druck bei den Input- und Outputpreisen auf sehr hohen Niveaus weiter ab und der Anteil der Unternehmen, die gemäss ifo-Umfrage in den nächsten drei Monaten ihre Preise erhöhen wollen, sank erstmals seit Monaten leicht.

## Frankreich Robuste Binnenkonjunktur

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 2.9%
2023: 1.5%	2023: 1.7%

Auch Frankreichs Wirtschaft kann sich dem geopolitischen Gegenwind nicht entziehen. Eine revidierte Schätzung zum Bruttoinlandsprodukt während der ersten drei Monate des Jahres zeigt einen Rückgang gegenüber dem Vorquartal an. Trotzdem ist Frankreichs Binnenwirtschaft widerstandsfähiger als beispielsweise diejenige Deutschlands. So korrigierte der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Dienstleistungssektoren im Mai nur unwesentlich vom zyklischen Höchstwert aus dem Vormonat. Von der robusten Inlandsnachfrage profitiert auch die Industrie. Gemäss PMI erfuhren Industriefirmen zwar einen Rückgang der Bestellungen aus dem Ausland, die Bestellungen aus dem Inland stiegen aber weiterhin an. Die unternehmerische Zuversicht bleibt auch am Arbeitsmarkt erkennbar. Gemäss Manpower Arbeitsmarktbarometer verbesserten sich die Beschäftigungsaussichten für das dritte Quartal 2022 erneut. Es darf davon ausgegangen werden, dass Frankreich im laufenden Jahr überproportional von der Belebung des grenzüberschreitenden Tourismus profitieren wird. Wie andernorts in Europa auch, belastet der Kaufkraftverlust die französischen Haushalte. Auch wenn die Regierung die Benzinpreise vorübergehend deckelt, liegt die Teuerung weit über dem nominalen Lohnwachstum. Die bevorstehende Normalisierung der Geldpolitik dürfte die Investitionsbereitschaft zudem mittelfristig dämpfen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.2%	2022: 4.5%
2023: 2.3%	2023: 2.3%

Auch wenn die Teuerung unterhalb derjenigen in Deutschland oder Italien liegt, war der Kaufkraftverlust während des Wahlkampfs zur französischen Präsidentschaft bereits ein Thema. Seither ist die Inflationsrate weiter gestiegen. Gemäss harmonisiertem Index der Verbraucherpreise erreichte die Jahresteuierung im Mai einen Wert von 5.8%. Ein ähnlich hoher Wert wurde im Vierteljahrhundert seit Bestehen dieses Teuerungsmasses noch nie erreicht.

## Grossbritannien Pessimistische Zentralbank

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.9%	2022: 3.8%
2023: 0.9%	2023: 1.0%

Die Bank of England überraschte die Märkte im Mai mit stark nach unten revidierten Wachstumsprognosen einschliesslich eines negativen Wachstums im vierten Quartal 2022. Ebenfalls im vierten Quartal sieht die Zentralbank die Höchstinflation bei 10%. Über den Prognosehorizont bis 2025 soll die Arbeitslosenquote ausserdem auf 5.5% ansteigen. Mit anderen Worten: Die Zentralbank glaubt nicht daran, dass ihr eine weiche Landung in diesem Zinszyklus gelingen wird. Die Fiskalpolitik versucht derweil mit Unterstützungsmassnahmen die wirtschaftlichen Konsequenzen speziell für die ärmsten Haushalte abzufedern. Wir bleiben in unseren Prognosen etwas konstruktiver, gehen aber ebenfalls von einer Wachstumsabschwächung in den kommenden Quartalen aus. Insbesondere dürfte das laufende Quartal mit 0.1% schwach ausfallen, nachdem bereits das erste Quartal mit 0.8% negativ überraschte. Trotz weiterhin robusten Arbeitsmarktzahlen fiel die Konsumentenstimmung im Mai auf den tiefsten Wert in ihrer Geschichte. Die gestiegenen Lebenshaltungskosten dürften hauptverantwortlich dafür sein. Auch der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Dienstleister hat im April einen starken Einbruch erlitten, bleibt aber im Wachstumsbereich. In der Industrie setzte sich der Abwärtstrend des PMI fort, jedoch immer noch auf komfortablem Niveau. Der Druck auf die Lieferfristen nahm weiter ab.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.3%	2022: 7.8%
2023: 4.0%	2023: 4.3%

Anders als die Bank of England rechnen wir damit, dass die Gesamtinflation mit 9.0% im April ihren Höchststand erreicht hat und sich danach bis Ende Jahr auf rund 7% reduzieren wird. Auch bei der Kernrate der Inflation gehen wir von einer sehr graduellen Entspannung in den kommenden Monaten aus. Ein Aufwärtsrisiko unserer Prognose in der zweiten Jahreshälfte stellt die Anhebung des Energiepreisdeckels durch den britischen Energieregulator Ofgem im Oktober dar.

## Schweiz Gemischte Konjunktursignale

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.6%
2023: 1.2%	2023: 1.8%

Die erste offizielle Schätzung zum Bruttoinlandsprodukt der Schweiz im Laufe des ersten Quartals wies ein Wachstum von 0.5% gegenüber dem Vorquartal aus. Damit bewies die schweizerische Volkswirtschaft einmal mehr eine höhere Widerstandsfähigkeit gegenüber geopolitischen Risiken als die der grossen Nachbarländer. Die aktuellen Signale zur Konjunkturdynamik sind zunehmend uneinheitlich: Hochfrequente Indikatoren wie der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität WWA des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) oder die Bewegungsdaten des Flughafens Zürich zeigen seit Mitte April einen deutlichen Aufschwung an. Der Dienstleistungsbereich allgemein und gerade auch der Tourismus im Besonderen blicken zuversichtlich auf die Sommersaison. Die Inlandsnachfrage wird zudem vom äusserst robusten Arbeitsmarkt gestützt. Eine Verlangsamung der Wachstumsdynamik scheint dagegen das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich vorwegzunehmen. Dieses fiel im Mai markant und liegt nun unter dem langjährigen Durchschnittswert. Dieser Indikator berücksichtigt auch Finanzmarktvariablen. Unter diesen sind besonders die Hypothekarzinsen seit Jahresbeginn erheblich angestiegen. Die Bautätigkeit kühlte sich bereits im ersten Quartal 2022 ab. Die Fortsetzung dieses Trends über die kommenden Quartale ist wahrscheinlich.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.1%	2022: 2.1%
2023: 1.1%	2023: 1.0%

Der mit 26% ausgesprochen hohe Anteil administrativ festgelegter Preise im Warenkorb zur Messung der Konsumentenpreise bedeutet, dass die Weitergabe gestiegener Einkaufspreise erst mit Verzögerung erfolgt und daher die Teuerung auch 2023 spürbar bleiben wird. So werden die Schweizer Haushalte erst im nächsten Jahr zu spüren bekommen, dass die Preise für Strom um bis zu 20% gestiegen sind. Wir tragen diesem Umstand mit einer Erhöhung der Inflationsprognose über den ganzen Zeitraum bis Mitte 2023 Rechnung.

## Japan Weitere Erholung prognostiziert

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 2.0%
2023: 1.6%	2023: 1.9%

Das reale Bruttoinlandsprodukt ging in Japan im ersten Quartal um 0.2% zurück. Der Rückgang war insbesondere auf ein hohes Importwachstum zurückzuführen, ein Zeichen robuster inländischer Nachfrage. Dies spiegelt sich auch in relativ stabilen Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen wider. Für das zweite Quartal rechnen wir erneut mit einem positiven Quartalswachstum. Auch danach dürfte sich die wirtschaftliche Erholung, wenn auch in abschwächender Form, fortsetzen. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie verweilte im Mai bei 53.2, wenn auch leicht abgeschwächt, im Wachstumsbereich und der PMI des Dienstleistungssektors erholte sich weiter über die 50-Punkte Schwelle. Allerdings verschärfte sich die Situation bei den Lieferfristen erneut. Die Null-Covid-Politik in China dürfte hier eine grosse Rolle spielen. Sie erklärt auch einen Teil des Einbruchs Japans realer Exporte im April um 5.5%. Einerseits wirkte sich die reduzierte Nachfrage aus China direkt aus, andererseits konnte wohl wegen fehlender chinesischer Zwischen Güter weniger in andere Länder exportiert werden. In unseren Basisannahmen wird China im Verlauf von 2023 von seiner strikten Covid-Politik wegkommen, wovon Japan profitieren dürfte. Japan selbst dürfte spätestens nach den Oberhauswahlen im Juli 2022 die strengen Covid-Massnahmen im Tourismusbereich lockern. Ein solcher Schritt wird sich insbesondere auf den Dienstleistungssektor positiv auswirken.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.7%	2022: 1.7%
2023: 0.7%	2023: 1.1%

Erstmals seit 2014 stieg die Gesamtinflation über das Zentralbankenziel von 2% auf 2.5% im April. Auch die Kerninflation kletterte auf 2.1% von 0.8% im Vormonat. Wir rechnen damit, dass die Gesamtinflation im Mai auf ähnlichem Niveau verharren, aber spätestens im Juli 2022 wieder unter die Marke von 2% fallen wird. Damit besteht für die japanische Zentralbank unmittelbar kein Handlungsbedarf.

## China Null-Covid bleibt 2022 bestehen

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.3%	2022: 4.7%
2023: 5.2%	2023: 5.1%

Die chinesischen Konjunkturdaten für den Monat April spiegeln die Auswirkungen der jüngsten Omikron-Welle und der strikten Null-Covid-Strategie auf die chinesische Wirtschaft wider. Die Industrieproduktion schrumpfte um 2.9% gegenüber dem Vorjahr, und das Wachstum der Einzelhandelsumsätze lag mit -11.1% deutlich unter den Konsensschätzungen. Gleichzeitig hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt deutlich verschlechtert, da die Arbeitslosenquote in den Städten von 5.8% im März auf 6.1% angestiegen ist. Weil der Lockdown in Shanghai bis in den Mai hinein verlängert wurde, erwarten wir einen weiteren schwachen Monat, der unsere Einschätzung einer BIP-Kontraktion im zweiten Quartal bestätigen wird. Positiv zu vermerken ist, dass die Zahl der Covid-Fälle seit dem Höchststand Mitte April deutlich zurückgegangen ist und dass Shanghai einen Zeitplan für eine schrittweise Wiedereröffnung seiner Wirtschaft angekündigt hat. Zudem halten sich die Covid-Fälle in anderen Provinzen in Grenzen, da die Behörden Vorsichtsmassnahmen ergreifen, um nicht in eine solch chaotische Situation wie in Schanghai zu geraten. Damit sinkt das Risiko einer landesweiten Ausbreitung des Virus. Dennoch belasten die harten Massnahmen und das Festhalten an der Null-Covid Strategie bis mindestens nach dem Parteikongress im Herbst 2022 die chinesische Wirtschaft und stellen ein Abwärtsrisiko für unsere aktuelle Prognose dar.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.3%	2022: 2.2%
2023: 2.0%	2023: 2.3%

Die Inflation in China stieg im April von 1.5% auf 2.1%, aufgrund höherer Lebensmittel- und Energiepreise. Ausserdem führen die Omikron-bedingten Lieferunterbrechungen zu steigenden Transportkosten. Gleichzeitig dämpft aber die Abriegelung die Kerninflation, die bei nur 0.9% lag, da die Unsicherheit bezüglich Einkommensaussichten auf die Stimmung drückt und den Konsum schwächt.

## Economic Research



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



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
🐦 @kunzi\_damian



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



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife-am.com  
🐦 @f\_boucard



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

### 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/research](http://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, 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. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.