

September 2022

## Kernaussagen

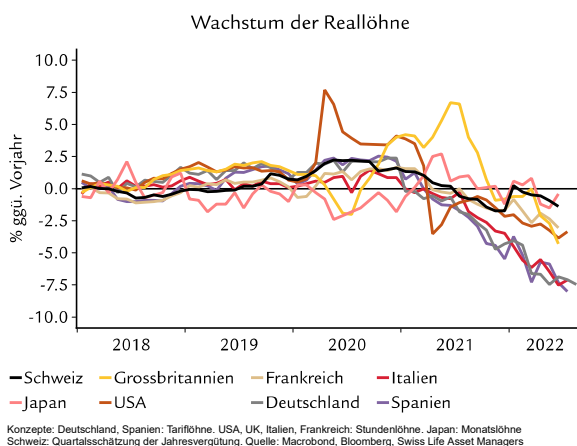
- Steigende Energiepreise in Europa dürften die Inflation weiter in die Höhe treiben, trotz politischen Eingriffen
- Die US-Wirtschaft legte bisher abgesehen vom Immobilienmarkt ein solides drittes Quartal hin
- China mit weniger Schwung als erwartet unterwegs, Konsumenten bleiben pessimistisch

## 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	1.6% ↓	1.7% ↓	0.6% ↓	0.7% ↓	8.2% ↓	8.1% ↑	3.9% ↑	3.8% ↑
Eurozone	3.0% ↑	2.8% ↑	0.9% ↓	0.9% ↓	7.9% ↑	7.8% ↑	4.3% ↑	4.1% ↑
Deutschland	1.6%	1.5% ↓	0.6% ↓	0.7% ↓	7.7% ↑	7.5% ↑	4.8% ↑	4.2% ↑
Frankreich	2.4%	2.4% ↑	1.0% ↓	1.2% ↓	5.4% ↑	5.5% ↑	3.5% ↑	3.2% ↑
Grossbritannien	3.5%	3.4% ↑	0.1%	0.1% ↓	9.1% ↑	9.1% ↑	6.8% ↑	6.7% ↑
Schweiz	2.5%	2.5%	1.1% ↓	1.2% ↓	2.8% ↑	2.7% ↑	1.7% ↑	1.6% ↑
Japan	1.3%	1.4% ↓	1.4% ↓	1.6% ↓	2.0%	2.0%	1.2%	1.4% ↑
China	3.3% ↓	3.7% ↓	5.3%	5.4%	2.2% ↓	2.4% ↑	2.0%	2.5% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 8. August 2022

## Grafik des Monats



Die Nominallöhne halten in allen Industrieländern nicht mit der Inflation Schritt. Am stärksten sind die Reallohnneinbussen in Deutschland und Südeuropa, wo die Volkswirtschaften mit einem externen Energiepreisschock konfrontiert sind und bei Lohnverhandlungen oft Arbeitsplatzsicherheit höher als Lohnsteigerungen gewichtet werden. Frankreich, die Schweiz und Japan konnten dank geringerer Inflation und die angelsächsische Welt dank stärkerem Lohnwachstum die Kaufkraft etwas besser erhalten als die Schlusslichter. Nach einem dank Nachholeffekten überraschend starken Wachstum im ersten Halbjahr in der Eurozone ist deshalb eine deutliche Abschwächung des Privatkonsums über die kommenden Quartale absehbar.

## USA Zwischenspur

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.7%
2023: 0.6%	2023: 0.7%

In den USA waren die Aktivitätszahlen für das dritte Quartal bisher erstaunlich solide. Ausnahme ist der Häusermarkt, der im Juli weiter eingebrochen ist. Detailhandelsumsätze und Industrieproduktion sind auf realer Basis weiter angestiegen und die Arbeitsmarktzahlen im Juli übertrafen die Erwartungen deutlich. Bei Redaktionsschluss zeigte der Echtzeitindikator «GDPNow» des Atlanta Fed ein annualisiertes BIP-Wachstum von 1.6% für das dritte Quartal an. Dies entspricht unserer Erwartung, dass es sich beim BIP-Rückgang im ersten Halbjahr 2022 um eine vorübergehende Schwäche und noch nicht um den Beginn einer ausgewachsenen Rezession gehandelt hat. Nichtsdestotrotz, das Wachstum ist fragil und schwächt sich tendenziell ab. Die Konsumentenstimmung hat sich zwar unter dem Einfluss sinkender Benzinpreise und der temporären Erholung an den Börsen von rekordtiefen Niveaus aus etwas erholt. Aber genau diese Lockerung der Finanzbedingungen dürfte die US-Notenbank dazu verleiten, noch stärker auf die Bremse zu treten, um den Inflationsdruck zu mindern. In Kombination mit sich eintrübenden Unternehmensumfragen sowie der Tatsache, dass die US-Haushalte die Sparquote auf unterdurchschnittliche 5% runterfahren mussten, um den Konsum aufrechtzuerhalten, rechnen wir nach wie vor mit einer Rezession im nächsten Jahr.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.2%	2022: 8.1%
2023: 3.9%	2023: 3.8%

Zum ersten Mal seit Februar 2021 überraschte die Inflation in den USA negativ. Die Gesamtinflation fiel aufgrund tieferer Benzinpreise im Juli von 9.1% auf 8.5% – erwartet wurden in den Umfragen von Bloomberg 8.7%. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, ging ebenfalls zurück. Alternative Indikatoren für die Breite des Inflationsdrucks wie die Medianinflation, die die Inflation des mittleren Konsumguts misst, sowie die starke Entwicklung bei Mieten und Eigenmietwerten legen aber nach wie vor grossen geldpolitischen Handlungsbedarf nahe.

## Eurozone Rezession ohne Jobverluste?

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.0%	2022: 2.8%
2023: 0.9%	2023: 0.9%

Reihum fallen die Werte der Einkaufsmanagerindizes für die Industrie in der Eurozone unter den kritischen Schwellenwert von 50 Punkten. Dies ist gleichbedeutend mit einem Rückgang der Aktivität gegenüber dem Vormonat. Die Mehrzahl der Firmen berichtet, dass der Bestellungseingang rückläufig ist. Damit stirbt die Hoffnung allmählich, dass eine Entspannung der Lieferprobleme zumindest kurzfristig für eine Belebung im Industriebereich sorgen könnte. Die Verfassung der Dienstleistungsindustrie ist weniger einheitlich. Sie bleibt insbesondere in Frankreich und Spanien robust. Was in allen Umfragen auffällt: Trotz eingetrübter Geschäftsaussichten geben die Unternehmen an, von einem Stellenabbau derzeit abzusehen. Frühere Zyklen kannten das Phänomen von Erholungen ohne Arbeitsplatzwachstum. Im Unterschied dazu steht jetzt die These im Raum, dass der demografische Wandel und der allorten beklagte Fachkräftemangel dazu führen könnten, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt von der rezessiven Dynamik abkoppelt. Nur die Zeit wird zeigen, ob die Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten weniger ansteigen wird als in vorangegangenen Zyklen, da die Arbeitslosigkeit ein nachlaufender Indikator ist. Bis dahin richtet sich unser Augenmerk auf die Bewältigung der Energiekrise und die Wahlen in Italien.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.9%	2022: 7.8%
2023: 4.3%	2023: 4.1%

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wurden die ersten Daten zur Inflation auf Verbraucherstufe veröffentlicht. Die Inflationsraten liegen in der gesamten Eurozone weit über dem Zielwert der EZB. Länder mit besonders hohem Anteil an Energiekomponenten im Verbraucherpreisindex weisen die höchsten Inflationsraten aus, derweil jene Länder mit einem hohen Anteil staatlicher Intervention bei der Preisfestlegung eine tiefere Inflationsrate ausweisen. Mehr und mehr wird der schwache Euro zu einem zusätzlichen Inflations-treiber.

## Deutschland

### Energiepreispolitik netto neutral

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.5%
2023: 0.6%	2023: 0.7%

Das erste Halbjahr fiel nach einer Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums im ersten Quartal auf 0.8% und einem Wachstum von 0.1% im zweiten Quartal robuster aus als erwartet. Insbesondere der private Konsum leistete einen überdurchschnittlich positiven Beitrag. Gerade für die Konsumenten wird es aber im zweiten Halbjahr zunehmend ungemütlich, da die Lohnanstiege nicht mit der zunehmenden Inflation Schritt halten können. Entsprechend erreicht das Konsumklima derzeit von Monat zu Monat neue Rekordtiefstände. Der steigende Pessimismus ist auch bei den Dienstleistern zu beobachten. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für diesen Sektor sank zuletzt weiter unter die Wachstumsmarke. Gemäss ifo-Umfrage verschlechterten sich die Erwartungen und die Beschäftigungsabsichten insbesondere in der Gastronomiebranche deutlich. Nach dem pandemiebedingten Aufholbedarf über die Sommermonate sieht man dem Winter nun besorgt entgegen. In der Industrie waren die Umfragewerte zuletzt sowohl gemäss PMI also auch bei den ifo-Erwartungen überraschend stabil, allerdings auf eher tiefen Niveaus. Auch hier ist in den kommenden Monaten aufgrund der schwierigen Energielage sowie der nationalen und der globalen zyklischen Abschwächung mit abnehmendem Momentum zu rechnen.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.7%	2022: 7.5%
2023: 4.8%	2023: 4.2%

Die Gasumlage von Einkäufern an Konsumenten und die Entlastung der Konsumenten durch tiefere Mehrwertsteuern halten sich netto die Waage. Grosshandelspreise für Energie bleiben also ohne weitere politische Eingriffe die wesentlichen Treiber der Inflation. Nach den zuletzt erneut massiven Anstiegen erhöhen wir unsere Inflationsprognosen und rechnen in den kommenden Monaten mit einem Anstieg auf nahe 10%. Auch das Ende des 9-Euro-Tickets und der Tankrabatte im September wird zu höheren Preisen beitragen. Die Prognosen für das Jahr 2023 bleiben höchst unsicher.

## Frankreich

### Rentrée in schwierigen Zeiten

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.4%	2022: 2.4%
2023: 1.0%	2023: 1.2%

In der ersten Septemberwoche endet in Frankreich traditionellerweise die Sommerpause. Besonders wichtig im Jahreskalender ist die grosse «Rentrée» an den Schulen, aber auch auf dem politischen Parkett. Nach den ungünstig verlaufenen Parlamentswahlen vom Frühjahr muss sich Präsident Macron dieses Jahr ganz besonders um solide Mehrheiten im Parlament bemühen. In Anbetracht der bereits während des Wahlkampfes geführten Diskussion um den Verlust der Kaufkraft der französischen Haushalte besteht ein breiter Konsens darüber, den fiskalischen Spielraum so weit wie möglich auszuschöpfen. Interessanterweise hat sich der Index der Verbraucherstimmung im August leicht verbessert. Im Lichte der erkennbaren Engpässe im Energiebereich trüben sich die Werte der Unternehmerumfragen allerdings ein. Auch Frankreichs Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie liegt gemäss vorläufigen Zahlen für August mit 49.0 Punkten unterhalb der Wachstumsschwelle. Grössere Dynamik vermeldet weiterhin der Dienstleistungsbereich: Der breit gefasste PMI für diesen Sektor verharrt im Expansionsbereich. Insbesondere der Tourismus blickt nach zwei Jahren unter dem Eindruck der Pandemie auf eine ausgesprochen starke Sommersaison zurück.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.4%	2022: 5.5%
2023: 3.5%	2023: 3.2%

Unter den vier grossen Teilnehmerländern der Währungsunion sticht Frankreich mit einer vergleichsweise tiefen Inflationsrate heraus. Ein hoher Anteil administrativ festgelegter Preise im Index der Verbraucherpreise dämpft den Teuerungsdruck vorderhand ebenso wie der geringere Anteil der Energiekomponenten. Der Teuerungsdruck wird mittels administrativer Massnahmen auch weiterhin bekämpft. So wurde für die diesjährige Runde der Mietzinsfestlegung eine Obergrenze von 3.5% festgelegt und auch für das kommende Jahr ist eine entsprechende Massnahme bereits in Aussicht gestellt.

## Grossbritannien Energiekosten fast verdreifacht

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 3.4%
2023: 0.1%	2023: 0.1%

Wie Kontinentaleuropa dürfte auch Grossbritannien in den kommenden Monaten in eine stagflationäre Phase rutschen. Nachdem die Wirtschaftsdaten lange erstaunlich gut ausgesehen hatten, gingen Stimmungsumfragen im August deutlich zurück: Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie brach mit einem Monat Verzögerung auf die Eurozone im August regelrecht ein, getrieben durch weniger Neuaufträge. Der PMI für Dienstleister hält sich besser, obwohl sich die Konsumentenstimmung im freien Fall befindet. Grösste Sorge in der Bevölkerung ist der Preisdeckel für Strom und Gas, den die Regulierungsbehörde Ofgem per 1. Oktober um 80% anheben wird. Nach der bereits saftigen Erhöhung im April um 54% ergibt das fast eine Verdreifachung der jährlichen Energiekosten für einen typischen Haushalt von GBP 1277 Anfang Jahr auf GBP 3549 im Oktober 2022. Die Real-löhne lagen im Juni bereits 4% tiefer als im Vorjahr – Tendenz sinkend. Dies wird Spuren im Privatkonsum hinterlassen und bestätigt uns in der Annahme, dass Grossbritannien in eine – voraussichtlich milde – Rezession schlittern wird. Gegensteuer wird voraussichtlich aus der Politik kommen, zu enormen fiskalischen Kosten. Das bereits verabschiedete «Cost of Living Support Package» dürfte dank direkter Transfers über GBP 400 pro Haushalt für etwas Entlastung sorgen, und beide Kandidierenden für den konservativen Parteivorsitz stellen weitere Massnahmen in Aussicht.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 9.1%	2022: 9.1%
2023: 6.8%	2023: 6.7%

Im Oktober 2022 könnte die Inflation in Grossbritannien aufgrund des höheren Preisdeckels für Strom und Gas auf knapp 12% ansteigen. Im Januar 2023 droht eine weitere Anhebung des Preisdeckels, sofern die Politik nicht Gegensteuer gibt. Wir rechnen folglich damit, dass Grossbritannien unter den wichtigsten Industrieländern 2023 die höchste durchschnittliche Inflationsrate aufweisen wird.

## Schweiz In privilegierter Lage

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.5%
2023: 1.1%	2023: 1.2%

Im starken Unterschied zu den meisten übrigen entwickelten Volkswirtschaften zeichnet sich für die Schweiz weiterhin keine unmittelbare Rezessionsgefahr ab. Der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität stieg im Laufe des gesamten Monats Juli weiter an. Auch die diversen Stimmungsindikatoren aus der Unternehmerwelt weisen auf fortgesetztes Wachstum im dritten Quartal. Zu diesem positiven Befund tragen insbesondere die starke Dynamik der Binnenwirtschaft und die weiter robuste Verfassung des Arbeitsmarkts bei. Schweizer Haushalte leiden derzeit weit weniger unter einem Einbruch der real verfügbaren Einkommen. Und dennoch ist die Konsumentenstimmung zuletzt eingebrochen. Diese vierteljährliche Umfrage wurde zuletzt im Juli erhoben. Der resultierende Index unterschreitet aktuell den Tiefpunkt während der Covid-Pandemie. Der Ukraine-Krieg und die Gefahr einer Strommangellage trüben die Stimmung. Wir tragen dieser Entwicklung bereits seit längerer Zeit Rechnung und erwarten auch dämpfende Effekte auf die konjunkturelle Dynamik in Form einer schwächeren Exportnachfrage und gestiegener Finanzierungskosten. Mittlerweile ist unsere ursprüngliche Vorsicht für das BIP-Wachstum im kommenden Jahr zur Konsensusmeinung geworden. Mit den angepassten Wachstumserwartungen dürfte die Schweizer Wirtschaft jedoch einmal mehr mit einem blauen Auge durch die bevorstehenden Krisenmonate kommen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.8%	2022: 2.7%
2023: 1.7%	2023: 1.6%

Anlässlich des traditionellen Treffens der Notenbankchefs in Jackson Hole betonte der Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), dass auch in der Schweiz weitere Zinsschritte zur Bekämpfung der Inflation nötig bleiben. Der SNB kommt entgegen, dass die jüngste Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro den Anstieg der Importpreise mindert. Seit Mai steigt die Jahresveränderungsrate des Produzenten- und Importpreisindex nicht mehr weiter.

## Japan

### 2+2 = mehr Halbleiter?

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.3%	2022: 1.4%
2023: 1.4%	2023: 1.6%

Japan und die USA trafen sich Ende Juli zum ersten Mal zu einem «Zwei-plus-zwei» Wirtschaftsdialog. Die Fokusthemen waren die Stärkung der Lieferketten, der Schutz neuer Technologien und die Stabilisierung der Energieversorgung. Gemäss japanischen Zeitungen soll etwa in Japan ein gemeinsames Forschungszentrum für Halbleiterchips eingerichtet werden. Damit will man dem Risiko begegnen, dass Spannungen zwischen China und Taiwan die Halbleiterlieferungen aus Taiwan beeinträchtigen könnten. Das Forschungsinstitut ist eine von vielen Massnahmen der japanischen Regierung, um die Abhängigkeit von ausländischen Halbleiterlieferanten zu reduzieren. Auslöser für diese Bestrebung waren insbesondere die Produktionsprobleme der Autoindustrie, des Zugpferds der japanischen Wirtschaft, aufgrund der pandemiebedingten Lieferengpässe. Obwohl die Industrieproduktion im Juni um 9.2% zulegte, liegt sie weiterhin 3% unter dem Vorpandemieniveau. Die Produktion von Kraftfahrzeugen liegt sogar noch 15% tiefer als vor der Pandemie. Die langfristigen Investitionen werden Japan nicht vor einer Abschwächung im zweiten Halbjahr schützen. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie lag im August auf dem tiefsten Wert seit Januar und der Index neuer Exportaufträge brach weiter ein von 48.8 auf 47.0. Aber auch der Dienstleistungs-PMI zeigt aufgrund rekordhoher Covid-Infektionen Schwäche und notierte zuletzt unterhalb der 50er-Wachstumsmarke.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.0%	2022: 2.0%
2023: 1.2%	2023: 1.4%

Der Inflationsdruck nimmt auch in Japan weiter zu. Die Gesamtinflation und die Kerninflation, welche frische Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, stiegen im Juli um je 0.2 Prozentpunkte auf 2.6% respektive 1.2% an. Der Anstieg der Kerninflation war getrieben durch Preise für nicht frische Nahrungsmittel und Mobiltelefone. Letztere stiegen aufgrund der Abwertung des Yen stark an.

## China

### Aufschwung abgebremst

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.7%
2023: 5.3%	2023: 5.4%

Chinas Wirtschaft startete deutlich schwächer als erwartet in die zweite Jahreshälfte. Die Jahreswachstumsraten der Einzelhandelsumsätze, der Investitionen und der Industrieproduktion lagen im Juli unter denen des Vormonats, was uns dazu veranlasste, unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr zum zweiten Mal in Folge von 3.5% auf 3.3% nach unten zu korrigieren. Seit des wirtschaftlich schmerzhaften Lockdowns in Schanghai hat China eine angepasste Covid-Strategie ausgearbeitet, die vorsieht, dass Abriegelungen viel schneller, aber auch in einem viel engeren Rahmen durchgeführt werden. Dank dieser Strategie konnte sich die Wirtschaftstätigkeit weiter verbessern, und die Mobilitätsindikatoren blieben trotz des Aufflackerens von Covid-Fällen auf hohem Niveau. Dennoch lastet die drohende Ungewissheit schwer auf der Stimmung der Bevölkerung. Der chinesische Index der Konsumentenstimmung verharrt auf einem Rekordtief und beeinträchtigt somit das Erholungspotenzial erheblich. Ausserdem halten sich die Haushalte aufgrund der Unsicherheit über die künftigen Wirtschaftsaussichten mit dem Kauf von Immobilien zurück, was den angeschlagenen Immobiliensektor weiter belastet. Zwar führt die Regierung Lockerungsmassnahmen ein, um den Abwärtsdruck auf den Sektor zu mildern, doch rechnen wir nicht mit einer Umkehr des Abwärtstrends, solange die Null-Covid-Strategie die Stimmung belastet und China sich weiterhin auf den Schuldenabbau des hoch verschuldeten Sektors konzentriert.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.4%
2023: 2.0%	2023: 2.5%

Chinas Inflationsrate im Juli fiel mit 2.7% etwas niedriger aus als erwartet, so dass wir unsere jährliche Inflationsprognose marginal von 2.3% auf 2.2% gesenkt haben. Während die Energiepreisinflation etwas zurückging, war auch die Kerninflation aufgrund des tiefen Vertrauensschocks in der Bevölkerung mit 0.8% sehr niedrig. Dies bedeutet, dass Chinas Zentralbank weiterhin Spielraum hat, um die Wirtschaft zu stützen.

## 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



**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, 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.