

September 2021

## Kernaussagen

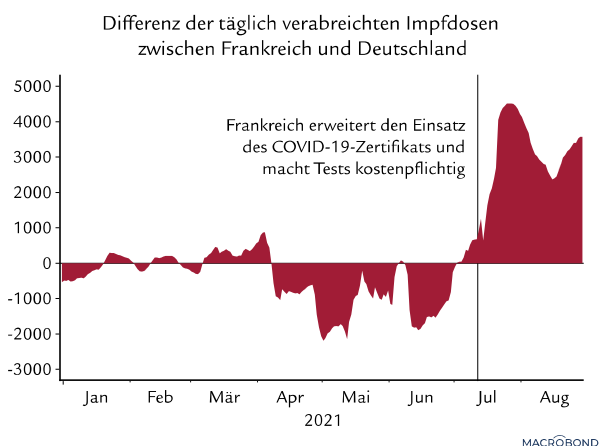
- Eine «Welt mit COVID-19» bleibt das realistischere Szenario als eine «Welt nach COVID-19»
- Absehbar geringe wirtschaftliche Folgen des Wahlausgangs in Deutschland
- Schweiz: Preisstabilität bleibt trotz dreimal höherer Inflation gewahrt

## Prognosevergleich

	2021 BIP-Wachstum		2022 BIP-Wachstum		2021 Inflation		2022 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	6.0%	6.2% ↓	3.5% ↑	4.4%	4.3%	4.1% ↑	3.0%	2.9% ↑
Eurozone	4.7% ↑	4.8% ↑	3.4% ↑	4.4%	2.1% ↑	2.1% ↑	1.7% ↑	1.5% ↑
Deutschland	2.8% ↓	3.3% ↓	3.6% ↑	4.4% ↑	2.8% ↑	2.8% ↑	1.9% ↑	1.9% ↑
Frankreich	6.0%	5.9% ↑	3.3%	3.9% ↓	1.5%	1.5%	1.4%	1.3% ↑
Grossbritannien	6.5% ↑	6.8%	4.6% ↑	5.4% ↑	2.0%	2.2% ↑	2.1% ↑	2.7% ↑
Schweiz	3.5% ↓	3.7% ↑	2.5%	2.9%	0.5%	0.4%	0.7%	0.6% ↑
Japan	2.4%	2.4% ↓	2.1%	3.0%	-0.3% ↓	0.1% ↑	0.4%	0.5%
China	8.3%	8.6%	5.4%	5.6%	1.3%	1.4%	2.3%	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. August 2021

## Grafik des Monats



Während China in der Pandemie weiterhin auf eine Nulltoleranzpolitik setzt, ist der politische Wille zur erneuten Einführung weitgehender Einschränkungen in den USA und Europa gering. Stattdessen erhofft man sich, die vierte Welle durch erhöhte Impfanzreize in den Griff zu bekommen. Frankreich weitete den Einsatz des COVID-Zertifikats bereits im Juli stark aus und machte Tests kostenpflichtig. Aus politischer Sicht ist dieser Schritt zwar stark umstritten. Impffzahlen im Vergleich zu Deutschland zeigen jedoch, dass zumindest der erhoffte Effekt bisher eintrat. Ähnliche Schritte sind nun in immer mehr Ländern zu erwarten. Entwickelte Länder starten zudem in diesen Tagen zusätzlich mit der Verabreichung von Drittimpfungen.

## USA Ende des billigen Geldes?

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 6.0%	2021: 6.2%
2022: 3.5%	2022: 4.4%

In den USA hat sich die Wachstumseuphorie weiter gelegt. Zum zweiten Monat in Folge ging die Konsensusprognose für 2021 zurück und näherte sich damit unserer relativ vorsichtigen Prognose von 6.0%. Dazu beigetragen haben enttäuschende BIP-Zahlen zum zweiten Quartal, die geprägt waren von rückläufigen Investitionen und tieferem Staatskonsum. Zudem sorgte die «Delta-Welle» für eine deutlich trübere Stimmung unter Dienstleistern und Konsumenten im dritten Quartal. Der Konsumentenstimmungsindex der University of Michigan unterschritt im August gar die Pandemie-Tiefststände vom April 2020. Kein Wunder also, schlug Zentralbank-Chef Jerome Powell an seiner Rede in Jackson Hole zurückhaltende Töne an. Die Fed stellt zwar ein Zurückfahren der Anleihekäufe in Aussicht, aber Zinserhöhungen sollen erst mit gebührendem Abstand folgen. Die Fed setzt noch immer darauf, dass die Inflation temporärer Natur ist und der Lohndruck dank Wiedereintritten in den Arbeitsmarkt abnehmen wird. Die Produktivitätsentwicklung hat zudem mit den Lohnkosten der Unternehmen schrittgehalten, was die Inflations Sorgen ebenfalls dämpft. Insgesamt neigt sich also die Ära des billigen Geldes noch nicht dem Ende zu, auch wenn sich die positiven Impulse der Geldpolitik über die kommenden zwölf Monate abschwächen werden.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 4.3%	2021: 4.1%
2022: 3.0%	2022: 2.9%

Die US-Inflationsdynamik liess im Juli wie erwartet nach. Die Preise liegen zwar gegenüber Vorjahr noch immer um 5.4% höher, aber dies ist auch der tiefen Vergleichsbasis des Vorjahres zu schulden. Im Vormonatsvergleich verloren besonders die Güterpreise an Schwung – die Preise für Gebrauchtwagen beispielsweise legten kaum noch zu, nach zweistelligen Wachstumsraten in den Vormonaten. Die Inflation ging überraschenderweise auch bei den Dienstleistungen zurück, was allerdings eine Ausnahme bleiben dürfte.

## Eurozone Prozyklische Fiskalpolitik

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 4.7%	2021: 4.8%
2022: 3.4%	2022: 4.4%

Europas Wiederaufbaufonds gewinnt allmählich an Konturen. Unter dem Begriff «Next Generation EU» werden bis 2026 den Euro-Mitgliedsländern Fördergelder in der Grösse von 750 Milliarden Euro bereitgestellt. Die Rückzahlung aller aufgenommenen Mittel hat bis 2058 zu erfolgen. Häufig entfalten Fiskalprogramme mit Verspätung eine prozyklische Wirkung zusätzlich zum bereits einsetzenden wirtschaftlichen Aufschwung. Dies ist hier nicht anders: Beschlossen wurde das Instrument im Juli 2020, als die Wirtschaft sich bereits von dem vorangegangenen Schock zu erholen begonnen hatte. Nun werden die Projekte geplant und ab 2022 umgesetzt werden. Prioritär sollen Investitionen zur Förderung der Klimaziele oder im Bereich Digitalisierung gefördert werden. Die Quantifizierung des Beitrags der Mittel aus dem Wiederaufbaufonds zum Wachstum über die nächsten Jahre fällt schwer. Die von der Politik genannten Zahlen dürften Bruttobetrachtungen sein: Von Japan weiss man, dass solche Infrastrukturpakete Ankündigungs- und Mitnahmeeffekten unterliegen. Manche Projekte wären ohnehin vorgesehen gewesen und lassen sich jetzt einfach leichter finanzieren. Mitnahmeeffekte stellen sich dann ein, wenn nicht die gesamte Wertschöpfung im Zusammenhang mit den Projekten durch Hersteller innerhalb der Eurozone erbracht werden kann.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.1%	2021: 2.1%
2022: 1.7%	2022: 1.5%

Die Bandbreite der Inflationsraten reicht von 0.3% für Malta bis 5.0% für Estland. Sowohl der untere Wert dieser Bandbreite wie auch der Höchstwert sind im Vormonatsvergleich weiter angestiegen. Nur gerade in den Niederlanden war die Inflationsrate zuletzt rückläufig. Weiterhin erwarten wir im Basisszenario, dass sich die Inflation in der Eurozone bis 2024 bei rund 1.5% einpendeln wird. Für die Europäische Zentralbank EZB besteht daher kein dringender Handlungsbedarf in Richtung einer Straffung ihrer Geldpolitik.

## Deutschland Weiter wie gehabt

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.8%	2021: 3.3%
2022: 3.6%	2022: 4.4%

Auch wenn die Wahlen zum Bundestag und die anschliessenden Koalitionsgespräche alle Aufmerksamkeit der Kommentatoren auf sich ziehen, wird der Wahlausgang kurzfristig wenig wirtschaftliche Folgen zeitigen. Abgesehen vom wenig wahrscheinlichen Szenario einer rot-rot-grünen Koalition ist für die erste Hälfte der Legislaturperiode bei allen möglichen Konstellationen eine Fortsetzung der gegenwärtigen Fiskalpolitik zu erwarten. Interessanterweise tritt die in den Umfragen inzwischen in Führung liegende SPD mit dem fiskalpolitisch restriktivsten Programm zur Wahl an. Grund dafür sind die beabsichtigten Steuererhöhungen auf höhere Einkommen. Längerfristig wird die entscheidende fiskalpolitische Frage jene nach der Wiedereinführung der Schuldenbremse sein. Diese dereinst notwendige Entscheidung hat keinen Einfluss auf unsere Wachstumsprognose für die nächsten ein- einhalb Jahre. Im Universum aller durch die Firma Consensus Economics befragten Institute findet sich unsere Prognose im untersten Perzentil. Hauptgrund für unsere Vorsicht sind die Lieferengpässe in der Industrie, deren belastende Wirkung durch die eingetübte Unternehmerstimmung unterstrichen wird. Es ist offensichtlich, dass eine rasche Behebung der Flaschenhalse in den Lieferketten kurzfristig unser grösstes Prognoserisiko darstellt.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.8%	2021: 2.8%
2022: 1.9%	2022: 1.9%

Vorläufige Zahlen für August zeigen, dass die Inflationsrate auf mittlerweile 3.9% angestiegen ist. Diese Entwicklung veranlasste die Bundesbank, vor einem vorübergehenden Anstieg der Inflationsrate auf zwischen 4% bis 5% bis Jahresende zu warnen. Nach unserer Einschätzung wird der zyklische Höchststand mit 4.2% im November erreicht. Mit dem Wegfall mehrerer Sondereffekte wird die Inflationsgefahr bald gebannt sein. Für das erste Quartal 2022 rechnen wir mit einer Inflationsrate von nur noch 2.1%, also der Hälfte des zwischenzeitlichen Höchstwertes.

## Frankreich Inflation übersteigt nun 2%

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 6.0%	2021: 5.9%
2022: 3.3%	2022: 3.9%

Präsident Macron erreichte mit der Ausweitung des Einsatzes der COVID-Zertifikate und den nun kostenpflichtigen Tests eine bemerkenswerte Beschleunigung des Impftempos (siehe Seite 1). Das Land weist damit die Richtung für den Rest Europas in der künftigen Bewältigung der Pandemie: Solange den Varianten des Coronavirus mit Impfstoffen begegnet werden kann, sind neuerliche Eindämmungsmassnahmen wie zu Zeiten der vorangegangenen Wellen sehr unwahrscheinlich und die Fortsetzung des wirtschaftlichen Aufschwungs nicht gefährdet. Lieferprobleme auf der Angebotsseite und ein Abebben der aufgestauten Nachfrage sorgen aber für eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik. Die für das zweite Quartal erfasste hohe Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 1.1% lässt sich nicht wiederholen. Immerhin bleibt das Wachstumstempo so hoch, dass Frankreichs Wirtschaft bereits im ersten Quartal 2022 auf das Vorkrisenniveau zurückkehren wird. Dieses Ereignis wird zeitlich mit dem Wahlkampf um die Präsidentschaft zusammenfallen. Dem Amtsinhaber kommt auch der Wiederaufbaufonds der EU zur Hilfe. Nach bisherigen Informationen setzt Frankreich bei diesem Investitionsprogramm im Umfang von rund 2% seines Bruttoinlandsprodukts schwergewichtig auf grüne Projekte.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.5%	2021: 1.5%
2022: 1.4%	2022: 1.3%

Neueste Zahlen zur Inflation zeigen nun ein ähnliches Bild wie jenes, welches wir bereits aus den USA oder Deutschland kennen. Auch in Frankreich ist die Jahresteuern per August auf 2.4% geklettert und übersteigt damit den Zielwert der Europäischen Zentralbank. Mit Inflationsraten oberhalb von 2% ist bis Jahresende weiter zu rechnen. Die langfristigen Inflationserwartungen bleiben aber weiterhin unterhalb von 2% verankert. Dies wird durch die Konsensusprognose für 2022 belegt und lässt sich auch den Marktpreisen für inflationsgeschützte Anleihen entnehmen.

## Grossbritannien Arbeitskräftemangel als Bremse

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 6.5%	2021: 6.8%
2022: 4.6%	2022: 5.4%

Grossbritannien verzeichnete im zweiten Quartal ein fulminantes Wachstum von 4.8% gegenüber dem Vorquartal, leicht höher als von uns erwartet. Wir passten entsprechend unsere Prognosen nach oben an. Trotz der Aufholjagd liegt die britische Wirtschaft hinter dem Kontinent zurück. Es verbleibt eine Lücke von 4% zum Vorkrisenniveau, die sich gemäss unseren Prognosen bis zum dritten Quartal 2022 schliessen sollte. Ein Hemmnis für den Aufschwung sind Knappheiten auf der Angebotsseite. Der Arbeitsmarkt hat sich deutlich schneller erholt als erwartet. Im Juli wurden 953 000 offene Stellen gemeldet, so viel wie noch nie in der Geschichte der Datenreihe, und der Pool der Arbeitslosen schrumpft. Kein Wunder also, beklagen sich britische Firmen über Rekrutierungsschwierigkeiten. Anekdotisch wird die Situation durch die höheren Immigrationshürden für EU-Bürger nach dem Brexit verschärft. Dem Transportgewerbe beispielsweise sind während der Pandemie ausländische Fahrer abhandengekommen, was nun im Aufschwung zu Lieferverzögerungen in Industrie und Einzelhandel geführt hat. Der Lohndruck ist angestiegen, aber die offiziellen Zahlen (8.8% Lohnwachstum gegenüber Vorjahr im Juni) sind durch technische Faktoren verzerrt. Bereinigt um diese Effekte, schätzt die Bank of England das zugrunde liegende Lohnwachstum auf immer noch stolze 3–4%.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.0%	2021: 2.2%
2022: 2.1%	2022: 2.7%

Die Inflationszahlen im Juli bestätigten unsere Prognose (2.0% gegenüber Vorjahr), die vorsichtiger war als jene unserer Mitbewerber. Entsprechend gab es keine Veränderung unserer Gesamtjahresprognose für 2021. Die Inflation wird in den Folgemonaten aufgrund eines Basiseffekts (temporäre Mehrwertsteuersenkung im Vorjahr) deutlich ansteigen und Ende Jahr bei rund 3% gipfeln. 2022 rechnen wir mit einer durchschnittlichen Inflation von 2.1%, deutlich tiefer als Konsensus.

## Schweiz Zweideutiger Inflationsausblick

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 3.5%	2021: 3.7%
2022: 2.5%	2022: 2.9%

Die ersten offiziellen Daten zum Bruttoinlandsprodukt für das zweite Quartal werden erst nach Redaktionsschluss dieses Texts vorliegen. Wir gehen von einer Quartalswachstumsrate von 2% aus und liegen damit leicht über dem Medianwert von 1.9% der vom Nachrichtendienstleister Bloomberg erhobenen Prognosen. Paradoxerweise liegen aber unsere Prognosen für das Gesamtjahr 2021 und auch für 2022 unterhalb der Konsensuserwartung. Die bereits bekannten Daten zur konjunkturellen Dynamik setzen aber Fragezeichen hinter diesen zuletzt sogar etwas gestiegenen Konjunkturoptimismus vieler Institute. Das Konjunkturbarometer der KOF hat beispielsweise in den vergangenen zwei Monaten bereits deutlich an Schwung verloren und auch der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO deutet für das dritte Quartal auf ein deutlich verlangsamtes Wachstumstempo hin. Lieferengpässe in Teilen der Industrie, die jüngste Ernüchterung in der Bekämpfung der Pandemie und zunehmend auch der Fachkräftemangel in den von den früheren Eindämmungsmassnahmen besonders betroffenen Sektoren hindern die schweizerische Volkswirtschaft daran, ihr Potenzial in den kommenden Quartalen voll auszuschöpfen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 0.5%	2021: 0.4%
2022: 0.7%	2022: 0.6%

Auch in der Schweiz steigt die Inflation. Wir rechnen mit einem Höchstwert Ende 2021 von 1.2%. Damit bleibt die Inflation komfortabel innerhalb des Bands von 0% bis 2%, welches die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit Preisstabilität gleichsetzt. Trotzdem handelt es sich um ein neues «Inflationsregime». Im Basisszenario gehen wir in den kommenden Jahren von einer durchschnittlichen Jahresteuierung von 0.6% aus. Im Vergleich zur Periode von 2006 bis 2019 wird die Inflation damit dreimal höher ausfallen.

## Japan Aufholjagd bei der Impfung

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 2.4%	2021: 2.4%
2022: 2.1%	2022: 3.0%

Gemäss dem «Economic Surprise Index» von Citi generierte Japan als eine der wenigen Volkswirtschaften zuletzt mehrheitlich positive Überraschungen bei den Datenveröffentlichungen. Dies liegt hauptsächlich daran, dass die Erwartungen der Ökonomen gefallen sind – so hat sich beispielsweise die Konsensusprognose für das BIP-Wachstum 2021 in der jüngsten Umfrage unserer vorsichtigen Einschätzung von 2.4% angeglichen. Wir gehen davon aus, dass das Pendel, das von Optimismus Anfang Jahr zu Pessimismus Mitte Jahr geschwenkt ist, nun wieder auf die optimistische Seite ausschlägt. Erstens hat nach einem völlig verspäteten Start die Impfkampagne massiv an Fahrt aufgenommen. Bei Redaktionsschluss waren bereits 57% der Bevölkerung mindestens einmal geimpft. Damit liegt Japan gleichauf mit der Schweiz, wobei im Gegensatz zur Schweiz das Impftempo kein Anzeichen der Verlangsamung zeigt. Zweitens dürfte die Industrie nach der enttäuschenden Performance in den ersten sieben Monaten des Jahres Fahrt aufnehmen. Wie in Europa bremsste in Japan hauptsächlich der Halbleitermangel in der Autoproduktion die Industriekonjunktur. Japan ist selbst einer der wichtigsten Halbleiterhersteller für Automobile und vermochte sowohl Produktion wie auch Exporte von Halbleitern jüngst deutlich zu steigern. Dasselbe gilt für die japanischen Produktionsmaschinen für Halbleiter. Insofern dürfte sich die Situation für Autoproduzenten graduell entspannen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: -0.3%	2021: 0.1%
2022: 0.4%	2022: 0.5%

Am 20. August – nach der Erhebung der Konsensusprognosen – wurden Japans Inflationszahlen für Juli 2021 publiziert und das Basisjahr von 2015 auf 2020 gewechselt, inklusive einer Neugewichtung des Warenkorbs. Die Änderungen im Pfad sind dramatisch. Aufgrund eines höheren Gewichts von Mobilfunktarifen wurde der Juni-Wert der Gesamtinflation von 0.2% auf -0.5% revidiert. Die Inflationsprognose fürs Gesamtjahr haben wir folglich von 0.0% auf -0.3% revidiert.

## China Temporärer Sieg über Delta

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 8.3%	2021: 8.6%
2022: 5.4%	2022: 5.6%

Zum ersten Mal seit Juli gab es in China am 24. August keine neuen lokal übertragenen und nur 21 importierte COVID-19-Fälle. Damit hat sich die Nulltoleranzpolitik aus pandemischer Sicht gelohnt. Die Massnahmen haben aber in der Wirtschaft Spuren hinterlassen. Die Einzelhandelsverkäufe vom Juli enttäuschten mit einem Wachstum von 8.5% im Vergleich zum Vorjahr die Erwartungen deutlich. Der Einkaufsmanagerindex des nicht verarbeitenden Gewerbes fiel im August unter die 50-Punkte-Marke auf 47.5. Sowohl Geschäftseingänge also auch Geschäftserwartungen trugen zum Einbruch bei. Der Index für das verarbeitende Gewerbe war im August ebenfalls rückläufig, verharrte aber mit 50.1 leicht über der Wachstumsschwelle. Neben den COVID-Einschränkungen haben auch Unterbrüche aufgrund regionaler Überschwemmungen und die regulatorischen Massnahmen zur gedämpften Aktivität und Stimmung beigetragen. Die mit der Regulierungswelle verbundene Unsicherheit dürfte auch in Zukunft hoch bleiben. Zuletzt wurde beispielsweise die Beschränkung von Online-Spielen erhöht. Ausserdem bestehen weiterhin deutliche Abwärtsrisiken im Hinblick auf COVID-19, auch wenn die Pandemie für den Moment gedämmt scheint und sich die Mobilität seit Mitte August in zuletzt stark betroffenen Städten wieder deutlich erholt. Wir fühlen uns folglich mit unseren vorsichtigen Wachstumsprognosen weiterhin wohl.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2021: 1.3%	2021: 1.4%
2022: 2.3%	2022: 2.3%

Die jährliche Inflation der Konsumentenpreise fiel im Juli weiter, notierte aber mit 1.0% leicht über den Konsensuserwartungen. Die Deflation der Nahrungsmittelpreise schwächte sich von -2.2% auf -0.4% gegenüber dem Vormonat ab. Die Produzentenpreis-inflation stieg erneut auf 9.0%, nach einem kurzfristigen Rückgang im Juni. Wir gehen aber weiterhin von einem sehr beschränkten Einfluss der Herstellereinkaufspreise auf die Konsumentenpreise aus.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
🐦 @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife.ch



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@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 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.