

April 2022

### Kernaussagen

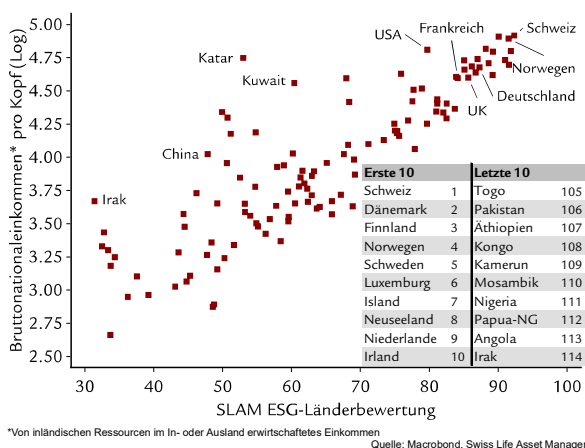
- Der Krieg in der Ukraine und die Sanktionen treffen die Eurozone wirtschaftlich deutlich härter als die USA
- Wir rechnen mit einem schlechteren Wachstums-Inflations-Mix im Jahr 2022, mit Stagflation als Risikoszenario
- Lieferengpässe verschärfen sich teilweise wieder, Lockdowns in China sind dabei ein zusätzliches Risiko

### 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	3.3% ↓	3.3% ↓	2.3%	2.4% ↓	6.8% ↑	6.6% ↑	2.9% ↑	3.0% ↑
Eurozone	3.3% ↓	3.2% ↓	2.0% ↑	2.3% ↓	5.6% ↑	5.7% ↑	2.2% ↑	2.1% ↑
Deutschland	2.6% ↓	2.4% ↓	2.2% ↑	2.6% ↓	4.9% ↑	5.2% ↑	2.4% ↑	2.4% ↑
Frankreich	3.2% ↓	3.3% ↓	1.5%	1.7% ↓	3.7% ↑	3.9% ↑	2.1% ↑	1.9% ↑
Grossbritannien	3.9% ↓	3.9% ↓	1.8% ↓	1.6% ↓	6.7% ↑	6.7% ↑	3.3% ↑	3.6% ↑
Schweiz	2.5% ↓	2.7% ↓	1.4%	1.7% ↓	1.8% ↑	1.8% ↑	0.7% ↑	0.7% ↑
Japan	2.1% ↓	2.3% ↓	1.6%	1.8%	1.2% ↑	1.4% ↑	0.5% ↑	0.9% ↑
China	5.0%	5.0%	5.1%	5.2%	2.3% ↑	2.2%	2.0% ↓	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 14. März 2022

### Grafik des Monats



Die jüngste Aktualisierung unserer hausinternen ESG-Bewertung (Umwelt, Soziales und Governance) für 114 Länder zeigt die Schweiz auf Rang eins, gefolgt von Dänemark. Schlusslichter sind der Irak und Angola. Der ESG-Wert korreliert stark mit herkömmlichen wirtschaftlichen Massen wie dem Bruttonationaleinkommen (BNE)\* pro Kopf. Dabei sticht jedoch heraus, dass vor allem bekannte Ölstaaten, aber auch China, die Türkei und die USA in Relation zu ihrem BNE einen relativ tiefen ESG-Wert aufweisen. Im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern schneiden die USA insbesondere im Bereich Soziales schlecht ab, etwa bezüglich Diskriminierung von Minderheiten sowie Zugang zu Bildung und Gesundheit.

## USA Sanktionen treffen USA kaum

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.3%
2023: 2.3%	2023: 2.4%

Der Krieg in der Ukraine verschärft den wirtschaftlichen Graben zwischen den USA und Europa. Die Sanktionen treffen die USA kaum: Exporte nach Russland sind unbedeutend und die USA sind nicht von russischer Energie abhängig. Die USA können die Inlandsnachfrage beinahe durch einheimische Ölproduktion decken und sind Nettoexporteur von Flüssiggas. Insofern sind die höheren Energiepreise kein externer Schock für die US-Wirtschaft: Der Energiesektor verzeichnet durch die hohen Preise enorme Mittelzuflüsse, wobei bisher die Gewinnausschüttung gegenüber Investitionen priorisiert wurde. Dennoch dürften die Investitionen im Sektor allmählich anziehen, der Output der vorgelagerten Industrien (Bsp. Bohraktivitäten) befinden sich im Aufwärtstrend. Die breite Industrie hat gemäss den März-Einkaufsmanagerindizes ebenfalls angezogen; im Gegensatz zu Europa haben Neuaufträge und Output an Fahrt aufgenommen und hat sich die Situation bei den Lieferketten marginal entspannt. Leidtragende der anhaltend hohen Inflation bleiben die privaten Haushalte. Auf realer Basis stagnieren die Detailhandelsumsätze, und weiter gestiegene Hypothekarzinsen dürften den Häusermarkt 2022 bremsen. Insgesamt haben wir die Wachstumsprognose 2022 leicht gesenkt, von 3.5% auf 3.3%.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.8%	2022: 6.6%
2023: 2.9%	2023: 3.0%

Die US-Inflation stieg im Februar auf 7.9% und wir rechnen damit, dass die Inflation im März einen zyklischen Höhepunkt von 8.7% erreicht. Die weitere Entwicklung der Gesamtinflation hängt stark von der Entwicklung der Energiepreise ab. Falls der Krieg nicht auf andere Länder übergreift und kein Öl- und Gasembargo gegenüber Russland kommt, dürften sich die Energiepreise stabilisieren und die Inflationsraten aufgrund des Basiseffekts allmählich zurückgehen. Die Kerninflation wird aber hoch genug bleiben (immer noch rund 4–5% im zweiten Semester 2022), um die US-Notenbank auf Straffungskurs zu halten.

## Eurozone Stagflation als Risikoszenario

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.2%
2023: 2.0%	2023: 2.3%

Zur Abschätzung der wirtschaftlichen Folgen des Kriegs in der Ukraine arbeiten wir neben einem «Worst Case»-Szenario mit drei alternativen Szenarien unter der Annahme, dass der Krieg auf das Gebiet der Ukraine beschränkt bleibt. Die entscheidende Frage für Europa bleibt dabei für die kommenden neun bis zwölf Monate, ob die Gaslieferungen aus Russland aufrechterhalten bleiben oder ob sie von einer der beiden Vertragsparteien gestoppt werden. In der kurzen Frist stellt der Unterbruch der Versorgung mit diesem Rohstoff ein erhebliches Konjunkturrisiko dar. Möglicherweise wäre eine Rationierung bei der Gasversorgung auf den kommenden Winter hin eine der notwendigen Konsequenzen. Weil die Löhne mit der Preisentwicklung nicht schritthalten, ist in diesem Szenario mit einem Nachfragerückgang seitens der Verbraucher zu rechnen. Anders als in den USA hätte also eine mögliche Stagflation in den Ländern der Eurozone ihren Ursprung nicht in einer übermässigen Straffung der Geldpolitik. Wir veranschlagen die Wahrscheinlichkeit des Szenarios «vollständiger Lieferstopp» aktuell auf rund 25%. Mit zunehmender Verringerung der Abhängigkeit von russischen Gaslieferungen wird dieses wirtschaftliche Risiko weiter abnehmen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.6%	2022: 5.7%
2023: 2.2%	2023: 2.1%

Anders als zu Beginn der Pandemie steht die Europäische Zentralbank (EZB) unter Druck, der weiter zunehmenden Inflationsgefahr zu begegnen. Ein Blick auf den Markt für inflationsgeschützte Anleihen zeigt, dass sich die langfristigen Inflationserwartungen mindestens kurzfristig aus ihrer Verankerung gelöst haben: Lag die sogenannte «Breakeven-Inflationsrate» im Durchschnitt für die nächsten zehn Jahre vor Kriegsausbruch noch unterhalb des EZB-Zielwerts von «nahe bei, aber unter 2%», stieg sie inzwischen für Deutschland und Frankreich auf 2.7%.

## Deutschland Wieder im Stimmungstief

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.6%	2022: 2.4%
2023: 2.2%	2023: 2.6%

Kaum zeichneten sich Lockerungen der Coronamassnahmen und eine Entspannung der Lieferengpässe ab, zogen neue Wolken am deutschen Konjunkturhimmel auf. So lässt sich am Stromverbrauch ablesen, dass sich die Industrieproduktion im März verlangsamt hat. Unter Ökonomen herrscht Einigkeit darüber, dass Deutschlands Wirtschaft unter den hier diskutierten Ländern am stärksten vom Krieg in der Ukraine betroffen ist. Entsprechend markant fallen auch die Abwärtsrevisionen der Prognosen zum BIP-Wachstum gegenüber dem Vormonat aus: Die Konsensusprognose für 2022 liegt heute noch bei 2.4% realem BIP-Wachstum gegenüber einer Erwartung von 3.5% im Vormonat. Der um sich greifende Pessimismus ist auch erkennbar in Unternehmerumfragen oder der Verbraucherstimmung. Letztere fiel gemäss GfK auf den niedrigsten Wert seit Februar 2021. Es ist aber wichtig, Stimmungs- von tatsächlichen Aktivitätsindikatoren zu unterscheiden: Deutlich zeigt sich dies an den jüngsten Zahlen für den ifo-Geschäftsklimaindex. Hier bewegten sich die Angaben zur aktuellen Geschäftslage (Aktivität) seitwärts, wogegen die Antworten zur künftigen Geschäftsentwicklung (Stimmung) eingebrochen sind.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.9%	2022: 5.2%
2023: 2.4%	2023: 2.4%

Dies gab es noch nie: Innerhalb von nur einem Monat wurde die Konsensusprognose zur mittleren Inflationsrate für das laufende Jahr um ganze 1.8 Prozentpunkte auf nun 5.2% angehoben. Wir gingen mit unseren Korrekturen nicht ganz so weit. Es ist allerdings festzuhalten, dass in unserem Basisszenario die Inflationsrate über den Grossteil der kommenden Quartale oberhalb der für die EZB kritischen Schwelle von 2% verharrt. Mehr und mehr zeichnet sich ab, dass die nachhaltig veränderten langfristigen Inflationsraten in die bevorstehenden Lohnverhandlungen einfließen werden.

## Frankreich Ein veränderter Arbeitsmarkt

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.2%	2022: 3.3%
2023: 1.5%	2023: 1.7%

Der Krieg in der Ukraine überschattet die letzten Tage vor der ersten Runde zur Präsidentschaftswahl in Frankreich. Die aussenpolitische Entwicklung dürfte die Wahlchancen des Amtsinhabers erhöhen. Präsident Macron darf aber für sich beanspruchen, dass er insbesondere in Bezug auf die Reformen des Arbeitsmarkts seine Versprechen einlösen konnte. Resultat dieser Massnahmen sind eine um zwei Prozentpunkte tiefere Arbeitslosenquote als bei Amtsantritt. Insbesondere die Jugendarbeitslosigkeit ist deutlich gefallen. Unter Macron ist die Zahl der Jugendlichen mit einer Lehrstelle um mehr als 50% gestiegen. Die Wahrscheinlichkeit einer Weiterbeschäftigung nach Lehrabschluss ist hoch. Auch in der aktuell unsicheren geopolitischen Situation zeigt sich Frankreichs Wirtschaft in robuster Verfassung. Indikatoren zur Unternehmerstimmung sind bisher weniger stark eingebrochen als vergleichbare Indikatoren aus Deutschland. Insbesondere im Dienstleistungsbereich ist bisher kein Nachfragerückgang zu verzeichnen. Hochfrequente Indikatoren wie die Daten von Google zur Verweildauer im Einzelhandel und anderen Freizeitaktivitäten legten in der zweiten Märzhälfte wieder zu.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.7%	2022: 3.9%
2023: 2.1%	2023: 1.9%

In Frankreich wurde die Inflation erst mit Verzögerung zu einem grossen Thema in der öffentlichen Diskussion. Nun zeigt aber eine Haushaltsbefragung des statistischen Amtes INSEE dass die Zahl der Personen, die für die nächsten zwölf Monate eine steigende Inflation erwarten, so hoch ist wie nie seit Beginn der Befragungen im Jahr 1971. So wird die schwindende Kaufkraft wohl doch noch ein Wahlkampfthema. Die Regierung reagiert mit einer Deckelung der Benzinpreise, was erklärt, weshalb die Inflationsprognose zum laufenden Jahr für Frankreich weniger stark angehoben wird als für andere Länder Europas.

## Grossbritannien Optimistische Dienstleister

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.9%	2022: 3.9%
2023: 1.8%	2023: 1.6%

Oft gehörte Schlagworte wie «Londongrad» suggerieren, dass Grossbritannien durch die Sanktionen gegen Russland wirtschaftlich stark getroffen werden könnte. Dies halten wir für unwahrscheinlich. Realwirtschaftlich ist die Situation nicht unähnlich zu den USA: hoher Selbstversorgungsgrad bei Öl und Gas und kaum Exportabhängigkeit gegenüber Russland. Die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie sind zwar – anders als in den USA – im März deutlich zurückgegangen, aber die Firmen beurteilen dies eher als temporäre Schwäche. Im Gegensatz zum Kontinent schätzt die britische Industrie den mittelfristigen Ausblick unverändert optimistisch ein. Und viel wichtiger: Der Einkaufsmanagerindex für Dienstleister, das Schwergewicht der britischen Wirtschaft, ist im März weiter angestiegen (auf 61.0 Punkte) und übertrifft damit selbst die Werte in den USA. Wie in den USA werden die Inflation und höhere Zinsen den Privatkonsum wohl etwas bremsen; die Zentralbank dürfte trotz jüngst etwas vorsichtigeren Worten weiterhin auf Straffungskurs bleiben. Positiv ist aber, dass sowohl Löhne als auch die Lohnsumme (via steigende Beschäftigung) zunehmen und damit den negativen Effekt höherer Konsumentenpreise teilweise abfedern. Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für 2022 leicht reduziert, von 4.2% auf immer noch robuste 3.9%.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 6.7%	2022: 6.7%
2023: 3.3%	2023: 3.6%

Die Inflation geht in Grossbritannien in die Breite. Die Gesamtinflation stieg im Februar um 0.7 Prozentpunkte auf 6.2%. Höhere Energiepreise spielten dabei eine Rolle, überraschend war aber, dass die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ignoriert, noch stärker angestiegen ist (+0.8 Prozentpunkte auf 5.2%). Dies widerspiegelt die positive Dynamik im Dienstleistungssektor und vor allem ein starkes Lohnwachstum, das auf 4.8% gestiegen ist. Damit ist die Reallohnneinbuße derzeit in Grossbritannien weniger drastisch als beispielsweise in den USA oder Deutschland.

## Schweiz Verlangsamte Industriedynamik

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.5%	2022: 2.7%
2023: 1.4%	2023: 1.7%

Anders als für andere Regionen liegen für die Schweiz zu Redaktionsschluss noch keine Stimmungsindikatoren vor, die Rückschlüsse auf das künftige Verhalten von Unternehmen oder Konsumenten angesichts des Krieges in der Ukraine erlauben würden. Verfügbare Indikatoren aus der Realwirtschaft besagen, dass das inländische Konsumverhalten bisher nicht beeinträchtigt ist, ebenso ist beispielsweise die internationale Reisetätigkeit gemessen an den Flugbewegungen ab Zürich stabil. Der Indikator zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WWA) des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) weist auf eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik hin. Diese geht gemäss SECO hauptsächlich auf die Pharmaindustrie zurück, die stark von den steigenden Energiekosten und erneuten Lieferengpässen betroffen ist. Es ist allerdings in Erinnerung zu rufen, dass die Exporterfolge der Pharmaindustrie ein Hauptgrund für die rekordhohen Güterausfuhren im Februar waren. Weil die Schweiz Sanktionen gegenüber Russland ergriffen hat, bleibt abzuwarten, wie sich diese auf den Geschäftsgang in den besonders exponierten Sektoren auswirken. Insbesondere der Transithandel mit Rohstoffen trug in den vergangenen Jahren relativ zur Beschäftigtenzahl überproportional zum Schweizer Bruttoinlandsprodukt bei.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.8%	2022: 1.8%
2023: 0.7%	2023: 0.7%

Mit 2.2% Jahreststeuerung übertraf die Inflationsrate im Februar 2022 erstmals seit 2008 wieder den oberen Rand des von der Schweizerischen Nationalbank angestrebten Zielbands von 0% bis 2%. Nach unseren Berechnungen ist die Inflationsrate auch im März auf 2.5% angestiegen, was jedoch den Höhepunkt im laufenden Zyklus markieren sollte. Nur im Falle nochmals steigender Rohstoffpreise im Zuge eines Embargos russischer Gaslieferungen würden wir vorübergehend mit noch höheren Inflationsraten in der Region von 3% bis 5% rechnen.

## Japan

### Ein «Terms of Trade»-Schock

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.1%	2022: 2.3%
2023: 1.6%	2023: 1.8%

Die erhöhte geopolitische Unsicherheit trifft Japan, auch wenn das Land weit vom Kriegsschauplatz in der Ukraine entfernt ist. Erstens verfügt Japan seit Ende des Zweiten Weltkriegs über kein Friedensabkommen mit Russland und streitet um vier Inseln der Kurilen, wo Russland jüngst grössere Militärübungen gestartet hat. Zweitens testete Nordkorea neulich eine neue Interkontinentalrakete, die nur 150 Kilometer vor der Küste in Japans ausschliesslicher Wirtschaftszone einschlug. Wirtschaftlich ist Japan hauptsächlich über höhere Energiepreise von der Krise betroffen; Exporte nach Russland machen nur 0.1% des japanischen BIP aus. Japan ist bei fossiler Energie komplett vom Ausland abhängig und ist der grösste Flüssiggasimporteur der Welt. Zwar will Japan keine neuen Energiedeals mit Russland eingehen, aber an bestehenden Projekten in Russland wird vorerst festgehalten, auch aus Angst, dass bei diesen Projekten China in die Bresche springt. Die Importpreise sind gegenüber dem Vorjahr um 34% gestiegen, während die Exportpreise lediglich um 12% zugelegt haben. Dieser Einbruch der sogenannten Terms of Trade (Austauschverhältnis Export-/Importpreise) führt zu Kaufkraftverlusten der Haushalte und einer Margenkompression bei Firmen. Wir haben folglich unsere bereits vorsichtige Wachstumsprognose für 2022 weiter gesenkt, von 2.2% auf 2.1%. Damit dürfte Japan unter den grossen Industrieländern 2022 das schwächste Wachstum hinlegen.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.2%	2022: 1.4%
2023: 0.5%	2023: 0.9%

Die Inflation stieg im Februar von 0.5% auf 0.9% und dürfte im April gar die 2%-Marke überschreiten, was zuletzt 2014 im Zuge von Yen-Abwertung und Konsumsteuererhöhung gelungen ist. Der jüngst schwächere Yen hilft derzeit auch, wichtigste Inflationstreiber bleiben aber Energie und Nahrungsmittel. Die japanische Variante der Kerninflation, die verderbliche Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, verharrte im Februar noch immer im negativen Bereich (-1.1%).

## China

### Diplomatischer Balanceakt

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.0%	2022: 5.0%
2023: 5.1%	2023: 5.2%

Inmitten des Krieges in der Ukraine versucht China einen diplomatischen Balanceakt zu vollziehen. Das heisst, es verfolgt weiterhin eine politische Orientierung an Russland, während es gleichzeitig starke Handelsbeziehungen mit dem Westen pflegen will. Russland ist für China ein bedeutender Rohstofflieferant. Chinas Nachfrage nach Erdgas wird im Verlaufe der Jahre noch deutlich zunehmen, weil das Land das langfristige Ziel verfolgt, seinen CO<sub>2</sub>-Fussabdruck zu reduzieren. Gleichzeitig sind solide Wirtschaftsbeziehungen zum Westen von entscheidender Bedeutung, da seine Handelsbeziehungen zu den USA und zu Europa viel wichtiger sind als diejenigen zu Russland. Daher hält sich China bisher strikt an den Sanktionsrahmen des Westens. Nebst der unsicheren geopolitischen Situation stellt die Pandemie ein weiteres Risiko für Chinas Wirtschaft dar. Die Zahl der Covid-Fälle nimmt stark zu, und in wirtschaftlich wichtigen Städten wie Shenzhen oder Shanghai werden Lockdown-Massnahmen ergriffen. Solange die Eindämmungsmassnahmen zeitlich begrenzt bleiben, dürften die ökonomischen Auswirkungen und Störungen globaler Lieferketten überschaubar bleiben. Es besteht jedoch die Gefahr, dass die Ausbreitung der Covid-Fälle ausser Kontrolle gerät und möglicherweise einschneidendere Massnahmen ergriffen werden. Trotz verstärkter geld- und fiskalpolitischer Anreize halten wir daher an unserer Wachstumsprognose von 5% für 2022 fest.

#### Inflation

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

Der Ukrainekrieg und die dadurch gestiegenen Rohstoffpreise werden sich nur begrenzt in Chinas Konsumentenpreisen niederschlagen. Bezüglich Nahrungsmitteln ist China grösstenteils selbstversorgend. Energiepreise werden zu höheren Produzentenpreisen führen. Die Unternehmen tragen dabei aber die grösste Last und geben die gestiegenen Kosten nicht in grossem Umfang an die Konsumenten weiter.

## 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 Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@swisslife-am.com

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
**Switzerland 2020**

### 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.