

Juni 2023

Kernaussagen

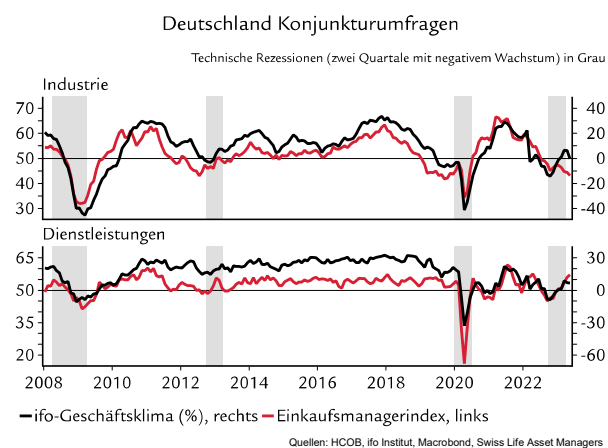
- USA: Straffere Bedingungen und tiefere Nachfrage nach Firmenkredite als Warnsignal
- Eurozone: Erste Schwächezeichen am Arbeitsmarkt, Graben zwischen Industrie und Dienstleistungen wächst
- China: Die Erholung der chinesischen Wirtschaft scheint bereits an Geschwindigkeit zu verlieren

Prognosevergleich

	2023 BIP-Wachstum		2024 BIP-Wachstum		2023 Inflation		2024 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	0.9%	1.1%	0.6%	0.6% ↓	4.2%	4.2% ↓	2.5%	2.6%
Eurozone	0.7%	0.7%	0.8% ↓	0.9% ↓	5.5% ↓	5.5%	2.4% ↓	2.4%
Deutschland	-0.2% ↓	0.1%	0.6% ↓	1.1% ↓	6.0% ↓	6.2% ↑	2.3% ↓	2.7%
Frankreich	0.6% ↑	0.6% ↑	0.9% ↓	0.9% ↓	4.8% ↓	5.4% ↑	2.1% ↓	2.6% ↓
Italien	1.1% ↑	0.8% ↑	0.6%	0.9% ↓	6.1% ↓	6.1% ↑	2.1% ↓	2.4%
Spanien	1.8% ↑	1.6% ↑	1.2% ↓	1.6% ↓	3.9% ↓	4.1% ↑	2.5% ↓	2.8%
Grossbritannien	0.0% ↑	-0.1% ↑	0.4% ↓	0.8%	7.4% ↑	6.7% ↑	2.8% ↑	2.8%
Schweiz	0.7%	0.7%	1.5%	1.4% ↓	2.1% ↓	2.5% ↓	1.6% ↑	1.5%
Japan	0.9%	1.0% ↓	0.7% ↑	1.1%	2.7% ↑	2.6% ↑	0.7%	1.4%
China	5.8%	5.8% ↑	5.2%	4.9% ↓	1.7% ↓	1.8% ↓	2.2% ↓	2.4%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. Mai 2023

Grafik des Monats



Während die Stimmung bei Unternehmen im Dienstleistungssektor aufgeheitert bleibt, verschlechtert sie sich in der Industrie gemäss Einkaufsmanagerindex und ifo-Umfrage deutlich. Nur noch vier von 22 Branchen innerhalb der Industrie weisen positive Erwartungen für die nächsten sechs Monate auf. Am optimistischsten zeigen sich Hersteller pharmazeutischer Erzeugnisse. Unter Herstellern von Holzwaren (ohne Möbel) herrscht der grösste Pessimismus. Wir denken, dass sich der Graben zwischen Industrie und Dienstleistungen über die nächsten Monate mehrheitlich auf Kosten der Dienstleister schliessen wird.

USA Tiefere Kreditnachfrage

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.9%	2023: 1.1%
2024: 0.6%	2024: 0.6%

Das BIP-Wachstum des ersten Quartals fiel in den USA überraschend schwach aus, wofür ein starker Lagerabbau verantwortlich ist. Da sich solche Effekte meist über die Quartale ausgleichen, haben wir die Wachstumsprognose fürs Gesamtjahr unverändert gelassen. Im ersten Quartal wiederholte sich das Muster des Vorjahrs: Ein starker Privatkonsum traf auf rückläufige Investitionen. Solide Detailhandels- und Industriezahlen im April sowie erste Zeichen einer positiven Trendwende am US-Häusermarkt suggerieren, dass auch der Start ins zweite Quartal geglückt ist. Anlass zur Sorge gibt allerdings die jüngste Quartalsumfrage der Federal Reserve bei den US-Geschäftsbanken, in der eine grosse Mehrheit der Institute wiederum straffere Bedingungen und tiefere Nachfrage nach Firmenkrediten als im Vorquartal vermeldete. Das Ergebnis dieser Umfrage bewegt sich nach wie vor auf Niveaus, die in der Vergangenheit mit Rezessionen assoziiert waren. Im Weiteren war der Konflikt um die Anhebung der Schuldenobergrenze bei Redaktionsschluss noch ungelöst. Auch wenn wir von einer Anhebung in letzter Minute ausgehen, dürfte die geschürte Unsicherheit auf Stimmungsindikatoren lasten. Eine Anhebung wird zudem wohl Budgetkonzessionen beinhalten. Wir rechnen deshalb mit weniger Fiskalsupport just in einer Phase, in der aufgrund strafferer Geldpolitik eine Wirtschaftsabschwächung droht.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.2%	2023: 4.2%
2024: 2.5%	2024: 2.6%

Die Inflationszahlen vom April lagen einmal mehr im Rahmen unserer Erwartungen. Gesamt- und Kerninflation sanken um je 0.1 Prozentpunkte auf 4.9% respektive 5.5%. Ermutigend ist, dass die Inflation im Dienstleistungsbereich etwas schneller zurückging als von uns erwartet, wobei sich die Wohnkosteninflation als hartnäckig erwies. Im Rahmen der erwarteten Abschwächung der Wirtschaft dürfte aber Letztere auch zunehmend ins Rutschen geraten und gute Argumente für die Notenbank liefern, im Zinszyklus zu pausieren.

Eurozone Schwäche am Arbeitsmarkt?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 0.8%	2024: 0.9%

Der Arbeitsmarkt zeigt sich in der Eurozone weiterhin robust, die Arbeitslosenquote ging im März weiter auf historisch tiefe 6.5% zurück. Es gibt aber erste Schwächezeichen. Während die Beschäftigung insgesamt in der Eurozone weiterhin ansteigt, zeigt sich bei Temporäranstellungen, einem möglichen vorlaufenden Indikator für den Arbeitsmarkt, seit einigen Monaten eine Trendwende, insbesondere in Deutschland und Frankreich. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie zeigt zwar grösstenteils weiterhin steigende Beschäftigung, welche sich in Spanien und Griechenland zuletzt sogar beschleunigte, insgesamt zeigt sich aber in der Eurozone seit Mitte 2023 eine deutliche Verlangsamung. In Österreich sank die Industriebeschäftigung gemäss PMI im Mai sogar das erste Mal seit 2020. Ausserdem verschlechterte sich in Frankreich (Insee) und Deutschland (ifo) gemäss Umfragen das Beschäftigungsklima im Mai spürbar. Im Handel- und im Immobiliensektor wird in Deutschland in den nächsten drei Monaten ein Beschäftigungsrückgang erwartet. Auch bei den hochfrequenten Indeed-Stelleninseraten ist in Frankreich und Deutschland nun ein Rückgang ersichtlich. Wir rechnen damit, dass die konjunkturelle Abkühlung vermehrt Spuren am Arbeitsmarkt hinterlassen wird. Mittelfristig dürfte sich der Fachkräftemangel aufgrund demografischer Trends aber eher verschärfen und so den Lohndruck erhöht halten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.5%	2023: 5.5%
2024: 2.4%	2024: 2.4%

Die erste Schätzung für die Mai-Inflation in der Eurozone wird zwar erst nach Redaktionsschluss publiziert, aufgrund der tiefer als erwarteten Zahlen in Deutschland, Frankreich und Spanien revidierten wir den Mai-Wert und damit die Jahresprognose 2023 aber bereits nach unten. Gemäss PMI waren die Output-Preise in der Industrie zum ersten Mal seit 2020 leicht rückläufig. Was die EZB allerdings beunruhigen dürfte, ist die Wiederbeschleunigung der Inflation bei den Dienstleistern, vermehrt unter Angabe höherer Lohnkosten.

Deutschland

Nun doch eine Winterrezession

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.2%	2023: 0.1%
2024: 0.6%	2024: 1.1%

Deutschland befand sich nach Revision der Wachstumsschätzung für das erste Quartal 2023 auf -0.3% nun also doch in einer (technischen) Rezession. Insbesondere der Konsum schwächelte. Der private Konsum sank gegenüber dem Vorquartal um 1.2%, getrieben durch das tiefere real verfügbare Einkommen. Schwächer als erwartete Aktivitätszahlen für März bestätigten den Einbruch: Die Detailhandelsumsätze sanken gegenüber dem Vormonat um 2.4% und damit im ersten Quartal kumuliert um 2%. Die Industrieproduktion brach im März um 3.4% ein, stieg aber im ersten Quartal immer noch um 2.3% an. Stimmungsindikatoren von Unternehmen zeigen immer noch ein gemischtes Bild (siehe auch Grafik des Monats). Das überraschend positive Momentum im Dienstleistungsbereich ist unserer Meinung nach aber nicht nachhaltig. In der Industrie trübten sich die Nachfragekomponenten und die Erwartungen mehr als erwartet ein und der Handel und das Baugewerbe befinden sich gemäss ifo-Konjunkturuhr nun im Rezessionsquadranten (negative aktuelle Geschäftslage und negative Erwartungen). Obwohl wir eine gewisse Wiederbeschleunigung des Wachstums immer noch für möglich halten, insbesondere weil sich der private Konsum dank sinkender Inflation und Lohnanstiegen etwas erholen könnte, senken wir unseren Wachstumspfad für die zweite Jahreshälfte 2023 und Anfang 2024 erneut.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.0%	2023: 6.2%
2024: 2.3%	2024: 2.7%

Die Inflation überraschte im Mai bei 6.1% Jahreswachstum und -0.1% Monatswachstum gegen unten und veranlasste uns zu einer Abwärtsrevision unserer Jahresprognose. Wir sehen aber weiterhin eine hartnäckige Kerninflation getrieben durch Dienstleistungspreise. Die Produzentenpreise registrierten im April den ersten monatlichen Anstieg seit Oktober 2022. Die Jahresveränderung bleibt aber klar auf einem Abwärtstrend und der Preisdruck auf der Konsumgüterseite dürfte über die Zeit weiter nachlassen.

Frankreich

Bremsspuren am Arbeitsmarkt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.6%	2023: 0.6%
2024: 0.9%	2024: 0.9%

Frankreichs Arbeitsmarkt machte zuletzt positive Schlagzeilen: Die Arbeitslosenquote fiel unter 7% und damit auf den niedrigsten Wert seit über 40 Jahren. Gleichzeitig erreichte die Erwerbsquote im ersten Quartal 2023 mit 68.6% einen Rekordstand. Am aktuellen Rand zeichnet sich nun aber eine zyklische Eintrübung der Lage ab. Sowohl die traditionellen Unternehmerbefragungen des statistischen Amtes Insee wie auch die durch die Firma Indeed gemessene Anzahl online ausgeschriebener Stellen zeigen für das zweite Quartal eine zunehmende Zurückhaltung der Arbeitgeber an. Die geldpolitische Straffung durch die EZB zeigt mittlerweile Wirkung und erreicht die Realwirtschaft: Fast zwei Drittel der mittelständischen Unternehmen geben an, dass die Finanzierungskosten gestiegen sind. Im Durchschnitt lag der Zinssatz für neue Darlehen gemäss Zahlen der Banque de France im ersten Quartal 2023 bei 3.7%, was den höchsten Wert seit Frühling 2009 bedeutet und 150 Basispunkte höher liegt als noch im März 2022. Auch wenn Frankreich eine technische Rezession vermeiden dürfte, lässt die konjunkturelle Dynamik spürbar nach. Über alle Sektoren hinweg hat sich die Unternehmerstimmung im Monat Mai gemäss einer Vielzahl verfügbarer Umfragen eingetrübt. Positive Impulse gehen im Moment noch vom Aussenhandel, einschliesslich des Tourismus, aus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.8%	2023: 5.4%
2024: 2.1%	2024: 2.4%

Vorläufige Zahlen für den Monat Mai zeigen einen deutlichen Rückgang der Inflationsrate von zuvor 5.9% auf 5.1%. Wir revidieren unsere Prognose für das Gesamtjahr 2023 leicht gegen unten und unterscheiden uns mittlerweile erheblich von der Konsensuserwartung. Die stark rückläufige Dynamik bei den Erzeugerpreisen lässt eine weitere Minderung des Preisdrucks bei den verarbeitenden Gütern auf Verbraucherstufe erwarten. Auch die Energiepreise tragen aktuell zu einer disinflationären Entwicklung bei.

Italien

Immer für eine Überraschung gut

Italien bleibt – abgesehen von dem zumindest auf Papier boomenden Irland – dasjenige Land der Eurozone, das nach der Pandemie das erstaunlichste Wachstum hingelegt hat. Trotz demografisch bedingt schwachem Wachstumspotenzial liegt das BIP im ersten Quartal 2023 2.5% höher als vor der Pandemie. Damit überflügelt Italien Frankreich (1.2% höheres BIP als vor der Pandemie), Deutschland und Spanien. In den beiden letztgenannten Ländern verharrt das BIP gar auf dem Niveau des vierten Quartals 2019. Und während jene Länder im ersten Quartal 2023 einen stagnierenden oder gar rückläufigen Privatkonsum meldeten, stieg derjenige Italiens weiter an. Der mit staatlichen Anreizen und EU-Mitteln geförderte Investitionsboom scheint also bedeutende Multiplikator-effekte gehabt zu haben. Wir zweifeln aber nach wie vor, ob sich das starke Momentum wegen auslaufender Impulse halten lässt, und lassen die BIP-Wachstumsprognose für 2024 unverändert bei 0.6%, was tiefer als die Konsenserwartung ist. Für 2023 revidieren wir allerdings die Wachstumsprognose nach den starken BIP-Zahlen fürs erste Quartal auf 1.1%.

Spanien

Weitere Normalisierung

Die spanische Wirtschaft ist im ersten Quartal 2023 mit 0.5% im Vergleich zum Vorquartal deutlich schneller gewachsen als erwartet. Die Details waren jedoch etwas enttäuschend. Der Haushaltskonsum ist im zweiten Quartal in Folge gefallen. Während das BIP nun wieder fast auf dem gleichen Niveau wie im vierten Quartal 2019 liegt, bleibt der Privatkonsum immer noch deutlich unter dem Vorpandemie-Niveau. Der Grossteil des Wachstums im ersten Quartal stammt von einem starken Anstieg der Tourismuseinnahmen. Auch die Investitionsausgaben legten nach einem schwachen vierten Quartal 2022 wieder deutlich zu, gestützt von Unternehmensinvestitionen und vom Bauwesen. Aufgrund der starken BIP-Zahlen für das erste Quartal heben wir unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr auf 1.8% an. Auch die Inflation in Spanien ist im Mai erneut stärker gefallen als erwartet dank fallenden Energiepreisen und einem weniger starken Anstieg der Lebensmittelpreise, wie die vorläufigen Zahlen zeigen. Auch die Kerninflation hat mit 6.4% im Vergleich zum Vorjahr nach unten überrascht.

Schweiz

Konjunktur im Kriechgang

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 1.5%	2024: 1.4%

Im Rückblick auf das erste Quartal 2023 überraschten die Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) positiv. Getragen vom Konsum der Privathaushalte und der robusten Investitionstätigkeit der inländischen Unternehmen legte das reale BIP gegenüber dem Vorquartal um 0.3% zu. Weniger rosig präsentieren sich die bis jetzt vorliegenden Daten zum Konjunkturverlauf im laufenden Quartal. Zu nennen ist der markante Rückgang der Werte der Umfragen unter den Einkaufsverantwortlichen aus der Industrie und dem Dienstleistungssektor. Der rückläufige Bestelleingang im Industriesektor zeigt, dass sich dieser Bereich nicht vollständig von globalen Trends abkoppeln kann. Auch der seit Beginn des zweiten Quartals vor sich her dümpelnde Indikator zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität WWA des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO zeigte zuletzt eine sinkende Tendenz an. Zwar bleibt die Nachfrage der privaten Haushalte dank der Lage am Arbeitsmarkt robust, wir gehen aber für die kommenden Monate weiterhin von einer zurückhaltenden Bau- und Investitionstätigkeit aus. Auch die Wachstumsimpulse aus China fallen spürbar geringer aus als noch zu Beginn des Jahres erhofft.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.5%
2024: 1.6%	2024: 1.5%

Der Inflationsdruck in der Schweiz lässt weiter nach. So lag die Jahreststeuerung auf Stufe der Produzenten- und der Importpreise im April bei nur noch 1.0%. Die jüngste Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar dürfte diese Entwicklung über die vergangenen Wochen weiter verstärkt haben. Die Grossverteiler haben in Aussicht gestellt, dass der Preisanstieg im Detailhandel in den Sommermonaten beendet sein dürfte. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate auf Konsumentenstufe, also gemessen an der Jahresveränderungsrate des Landesindex der Konsumentenpreise, im Juni 2023 wieder unter die Marke von 2% fallen wird.

Grossbritannien Resistenter als erwartet

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.0%	2023: -0.1%
2024: 0.4%	2024: 0.8%

Trotz eines schwachen März wuchs das britische BIP im ersten Quartal 0.1% im Vergleich zum Vorquartal. Damit war die britische Wirtschaft im ersten Quartal robuster, als wir das erwartet hatten. Das BIP-Wachstum im März fiel überraschend negativ aus (-0.3% im Vergleich zum Vormonat). Die negative Überraschung war vor allem getrieben vom Dienstleistungssektor, während die Industrieproduktion stark war. Das Office for National Statistics nennt das ungewöhnlich regnerische Wetter im März als einen möglichen Grund für die Schwäche im Dienstleistungssektor. Die Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes (PMI) steht im starken Kontrast zu den BIP-Entwicklungen. Die PMI zeigen auch für Grossbritannien eine grosse Schere zwischen den Erwartungen für den Industrie- und den Dienstleistungssektor. Während beide Indizes im Mai leicht gesunken sind, liegt der Industrieindex mit 46.9 deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50. Besonders negativ sind die neuen Bestellungseingänge. Der Dienstleistungsindex, der einen deutlich grösseren Anteil der britischen Wirtschaftsleistung ausmacht, bleibt mit 55.1 deutlich resistenter, trotz des leichten Rückgangs im Mai. Wir haben unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr erneut leicht angehoben aufgrund des stärkeren Wachstums im ersten Quartal. Wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass das Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr negativ sein wird aufgrund der strafferen Geldpolitik.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.4%	2023: 6.7%
2024: 2.8%	2024: 2.8%

Die Inflation hat im April ein weiteres Mal nach oben überrascht, fiel jedoch von 10.1% auf 8.7%. Die Haupttreiber waren erneut die Kerngüter- sowie die Dienstleistungspreise. Die Inflation der Energiepreise ist jedoch deutlich gefallen aufgrund von Basiseffekten. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen wird, die Kerninflation jedoch hartnäckig bleibt. Das sollte den Druck auf die Bank of England hoch halten, die Zinsen weiter anzuheben.

China Erholung verliert an Momentum

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.8%	2023: 5.8%
2024: 5.2%	2024: 4.9%

Die chinesischen Wirtschaftsdaten für April haben die Erwartungen deutlich enttäuscht und deuten bereits auf eine Verlangsamung der Erholung hin. Die Industrieproduktion ist im April um 5.6% gegenüber Vorjahr gewachsen, was deutlich unter den Konsensuserwartungen von 10.9% lag. Die Autoproduktion war stark, die restlichen Komponenten jedoch schwach. Auch der Einkaufsmanagerindex für die Industrie fiel im Mai weiter unter die Wachstumsschwelle von 50. Der Index für den Dienstleistungssektor verzeichnete im Mai ebenfalls seinen zweiten Rückgang in Folge, obschon er mit 53.8 immer noch deutlich über der Schwelle von 50 liegt. Während die Einzelhandelsumsätze im April mit 18.4% im Vergleich zum Vorjahr immer noch stark zulegten, blieben auch sie unter den Erwartungen. Die starke Erholung war vor allem durch Basiseffekte aufgrund der Lockdowns im letzten Jahr getrieben. Auch die Handelsdaten zeigten zuletzt eine leichte Abschwächung, insbesondere bei den Importen. Bei den Exporten zeigten besonders Exporte in die benachbarten ASEAN-Länder einen deutlichen Rückgang im April, während Exporte in die EU oder die USA schwach blieben. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Erholung in China vor allem durch den inländischen Konsum getrieben wird, im Gegensatz zu früheren industriegetriebenen Aufschwüngen. Deshalb sehen wir die positiven Spillover-Effekte nach Europa oder den USA als limitiert.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 1.7%	2023: 1.8%
2024: 2.2%	2024: 2.4%

Chinas Inflationsrate der Konsumentenpreise fiel im April mit 0.1% erneut überraschend tief aus. Auch die Produzentenpreise sind tiefer ausgefallen als erwartet und liegen mit -3.6% im Vergleich zum Vorjahr deutlich im deflationären Terrain. Der tiefe Preisdruck deutet ebenfalls nicht auf eine überhitzende Wirtschaft hin und bedeutet, dass China momentan eher Disinflation exportiert und nicht wie befürchtet zum globalen Preisdruck beiträgt.

Economic Research



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



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



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



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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com



Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: 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, Clever Strasse 36, D-50668 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 Swiss Life Asset Managers UK 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.