

Juli 2023

Kernaussagen

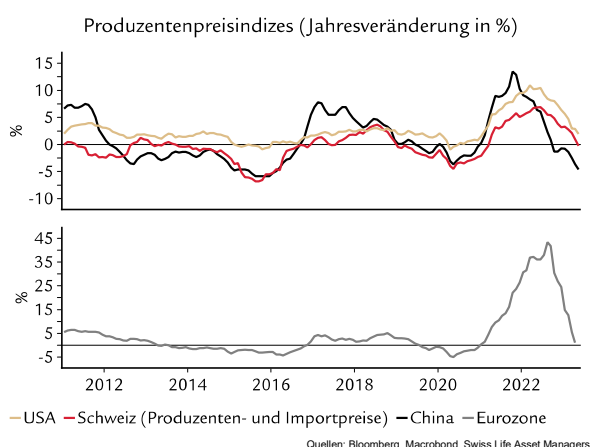
- USA: Zeichen einer positiven Trendwende im US-Häusermarkt erschweren die Arbeit der US-Notenbank
- Eurozone: Industrieschwäche wird immer deutlicher, Druck bei Güterpreisen dürfte deutlich nachlassen
- China: Der Inflationsdruck bleibt tief, während die Erholung weiter schwächelt

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%	1.3% ↑	0.6%	0.5% ↓	4.1% ↓	4.1% ↓	2.5%	2.6%
Eurozone	0.4% ↓	0.6% ↓	0.8%	0.9%	5.5%	5.4% ↓	2.4%	2.4%
Deutschland	-0.2%	-0.2% ↓	0.6%	1.1%	6.0%	6.0% ↓	2.3%	2.5% ↓
Frankreich	0.6%	0.6%	0.9%	0.9%	4.8%	5.3% ↓	2.1%	2.7% ↑
Italien	1.1%	1.0% ↑	0.6%	0.8% ↓	6.1%	6.1%	2.1%	2.5% ↑
Spanien	1.8%	1.8% ↑	1.2%	1.5% ↓	3.9%	3.7% ↓	2.5%	2.9% ↑
Grossbritannien	0.0%	0.1% ↑	0.4%	0.8%	7.4%	7.3% ↑	2.8%	3.2% ↑
Schweiz	0.7%	0.7%	1.5%	1.4%	2.1%	2.4% ↓	1.6%	1.4% ↓
Japan	1.2% ↑	1.1% ↑	0.7%	1.0% ↓	2.7%	2.8% ↑	1.2% ↑	1.5% ↑
China	5.8%	5.7% ↓	5.2%	4.9%	1.2% ↓	1.3% ↓	2.0% ↓	2.3% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12. Juni 2023

Grafik des Monats



Im Güter- und Transportsektor sind die Lieferketten-schocks bewältigt. Auf den Rohwarenmärkten haben sich nach der Verunsicherung im Jahr 2022 neue Gleichgewichtspreise eingestellt. Entsprechend lässt der Preisdruck auf der Herstellerstufe nach. China exportiert derzeit erneut eine Disinflation. In der Schweiz nimmt die Entwicklung der Produzentenpreise diejenige auf Konsumentenstufe um rund vier Monate vorweg. Mit einem weiteren Rückgang der Inflation auf Verbraucherstufe darf also gerechnet werden. Das Ausmass dieses Rückgangs bleibt abhängig von der Preissetzungsmacht der Firmen und der Preisentwicklung im Dienstleistungsbereich.

USA Unklare Signale

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.9%	2023: 1.3%
2024: 0.6%	2024: 0.5%

Die eintreffenden Wirtschaftsdaten aus den USA zeigen ein gemischtes Bild. Einerseits lahmt die Industrieproduktion und bestätigt damit die negative globale Dynamik bei den Industrie-Umfragen. Der S&P-Einkaufsmanagerindex für die USA notiert bei den Komponenten Output und Bestelleingänge wieder nahe den Tiefstwerten vom Dezember 2022. Andererseits zeigen sowohl Umfragen wie auch Aktivitätszahlen ein robustes Bild im Dienstleistungssektor, und die Erholung im Häusermarkt setzte sich von tiefen Niveaus aus fort. Die Stimmung bei den Maklern hat sich gemäss NAHB-Umfrage verbessert, Baustarts von neuen Häusern schossen im Mai in die Höhe und nach sieben Monaten Rückgang zogen die Häuserpreise wieder etwas an. Sollte sich bestätigen, dass die Akteure am Häusermarkt den Zinsschock 2022 verdaut haben und weiter Zuversicht fassen, wäre das ironischerweise ein problematisches Signal für die US-Wirtschaft. Dies könnte weitere Zinsschritte der Notenbank nach sich ziehen mit zusätzlicher Bremswirkung auf Unternehmensinvestitionen und den Markt für US-Gewerbeimmobilien, der im Gegensatz zu Wohnimmobilien mit hohen Leerständen konfrontiert ist. Wir halten an unserer Prognose einer milden Rezession in den USA fest, wobei das Timing (derzeitige Annahme ist bereits eine Abkühlung im zweiten Halbjahr 2023) aufgrund der widersprüchlichen Datenlage unsicher ist.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.1%	2023: 4.1%
2024: 2.5%	2024: 2.6%

Die Gesamtinflation geht in den USA weiter entlang unserer Erwartungen zurück und notierte im Mai bei 4.0%. Energie- und Dienstleistungspreise (ohne Wohnen) trugen etwas stärker zur Reduktion bei als von uns erwartet, während sich die Inflation im Bereich Wohnen und Konsumgüter als überraschend hartnäckig erwies. Die Kerninflation ist zwar ebenfalls im Fallen begriffen, notiert aber mit 5.3% nach wie vor auf Niveaus, die weitere Zinserhöhungen nicht ausschliessen lassen.

Eurozone Industrieschwäche

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.4%	2023: 0.6%
2024: 0.8%	2024: 0.9%

Die Industrieproduktion der Eurozone überraschte im Mai positiv. Dies war aber allein einem volatilen Anstieg von 21% in Irland zu verdanken. In Frankreich und Deutschland stieg die Industrieproduktion zwar leicht an, blieb aber deutlich unter dem Vor-Pandemie-Niveau und bewegte sich seit Jahresbeginn mehrheitlich seitwärts. Der italienische und der spanische Industriesektor schlugen sich zwar nach der Pandemie besser, verzeichneten im April aber einen starken und überraschenden Rückgang. Trotz deutlicher Entspannung der Energiepreise konnten auch energieintensive Sektoren der Eurozone wie Chemie oder Metall ihre Produktion in diesem Jahr nicht wesentlich steigern. Und auch die Autoproduktion bewegt sich seit Jahresanfang flach, obwohl gerade die Produktionspläne in Deutschland immer noch deutlich positiv sind. In diesem Sektor sieht es zunehmend danach aus, dass aus China nach der Wiederöffnung nicht nur keine positiven Wachstumsimpulse kommen, sondern auch die Konkurrenz die strukturellen Probleme im Europäischen Industriesektor weiter verstärkt: Chinas Autoexporte kletterten im April auf neue Höchstwerte. Der Einkaufsmanagerindex für Juni bestätigt die Industrieschwäche in der Eurozone mit einem weiteren Rückgang der Produktion und der Bestellungseingänge und – zum ersten Mal seit der Pandemie – einem Rückgang der Industriebeschäftigung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.5%	2023: 5.4%
2024: 2.4%	2024: 2.4%

Nachdem die Angebotsengpässe nun weitestgehend verschwunden sind, dürfte die sich abschwächende Industrienachfrage wieder Haupttreiber der Güterpreise werden. Die Produzentenpreise in der Eurozone sinken seit vier Monaten und ihre Jahresinflation lag im April unerwartet zum ersten Mal seit Februar 2021 unterhalb von 2% (bei 1.0%). Auch die Einkaufsmanager der Industrie geben seit vier respektive zwei Monaten sinkende Ein- und Verkaufspreise an. Im Dienstleistungsbereich bleibt der Preisdruck jedoch erhöht.

Deutschland Fehlende Arbeitskräfte

BIP-Wachstum

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

Sowohl Umfrage- als auch Aktivitätsdaten für Deutschland waren im letzten Monat enttäuschend. Detailhandelsumsätze und Industrieproduktion stiegen im April weniger stark als erwartet, der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie fiel im Juni weiter unter die Marke von 50 und auch der PMI für den Dienstleistungssektor lag unter den Erwartungen (auf immer noch hohen Niveaus), wobei das ausstehende Geschäft erstmals seit Januar rückläufig war. Die Beschäftigung steigt jedoch weiter an, und immer noch geben sowohl im Industrie- als auch im Dienstleistungsbereich deutlich mehr Firmen als vor der Pandemie fehlende Arbeitskräfte als produktionshindernden Faktor an. Der Arbeitskräftemangel wird die deutsche Wirtschaft noch länger beschäftigen. Die Erwerbsbevölkerung könnte bis 2035 um 8% schrumpfen und die Bundesagentur für Arbeit schätzt, dass jährlich rund 400 000 qualifizierte Arbeitskräfte fehlen werden. Die Arbeitsmarktpartizipation ist in Deutschland bei 70% relativ hoch, womit das Steigerungspotenzial hier limitiert ist. Bleibt also nur die Immigration, welche sich vor dem starken Anstieg aufgrund des Ukrainekriegs seit 2015 auf einem Abwärtstrend befand. Vor diesem Hintergrund hat die Bundesregierung jüngst ein neues Einwanderungsgesetz verabschiedet, welches die Immigration für Arbeitskräfte erleichtern soll.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.0%	2023: 6.0%
2024: 2.3%	2024: 2.5%

Der Arbeitskräftemangel wird den Lohn- und damit den Preisdruck über die kommenden Jahre insbesondere im Dienstleistungsbereich strukturell hoch halten. Zyklisch zeichnet sich aber immerhin bei den Güterpreisen etwas Entspannung ab. Die Produzentenpreise waren im Mai stärker als erwartet rückläufig und Industriefirmen senkten im Juni gemäss PMI erstmals seit 2020 ihre Verkaufspreise. Wir rechnen deshalb mit einem graduellen Rückgang der Inflation auf 2% gegen Ende 2024, jedoch nicht mit einem Rückgang auf Vor-Pandemie-Raten von durchschnittlich 1.2%.

Frankreich Aus dem Tritt

BIP-Wachstum

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

Zum Beginn der ruhmreichen Tour de France gerät die Konjunktur in Frankreich etwas aus dem Tritt. Die zu Beginn des Jahres erhofften Impulse aus China fallen auch hierzulande geringer aus. Zudem bedeutet die fortgesetzte Straffung der Geldpolitik durch die EZB spürbaren Gegenwind für das Gewerbe. Die Indexkomponente «Auftragseingang» im Einkaufsmanagerindex für die Industrie fiel im Juni auf den niedrigsten Wert für 2023, ein ungünstiges Vorzeichen für die zweite Jahreshälfte. In der Konjunkturprognose ist es beinahe unmöglich, den exakten Zeitpunkt eines zyklischen Wendepunkts vorherzusehen, selbst wenn die fundamentalen Entwicklungen korrekt analysiert worden sind. Anhand der heute verfügbaren, teils hochfrequenten Datenreihen liegt es nahe, den Moment der wirtschaftlichen Abkühlung auf die Mitte des Monats Mai zu datieren. Gemäss der Online-Jobinserte-Plattform Indeed sinkt seit diesem Zeitraum das Volumen der online geschalteten Stelleninserate über alle Sektoren hinweg. Zudem haben sich in den vergangenen Wochen auch die Werte der am stärksten beachteten Unternehmerumfragen weiter verschlechtert. Neben der fortgesetzten Schwächeperiode im verarbeitenden Gewerbe fiel im Juni nun auch der Einkaufsmanagerindex für das Dienstleistungsgewerbe unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.8%	2023: 5.3%
2024: 2.1%	2024: 2.7%

Auch in Frankreich ist die Jahresveränderungsrate der Produzentenpreise rückläufig. Allerdings liegen bisher erst Werte bis und mit April vor. Gemäss oben erwähnter Umfrage unter den Einkaufsverantwortlichen senkte die Mehrheit der befragten Firmen im verarbeitenden Gewerbe seither ihre Verkaufspreise. In einer Antwort auf politischen Druck haben sich die grossen Einzelhandelsfirmen dazu verpflichtet, die günstigeren Einkaufspreise an die Kundschaft weiterzugeben. Diese Beobachtungen erklären unsere vergleichsweise niedrige Prognose zur Inflationsrate.

Italien

Industriesektor unter Druck

Der italienischen Wirtschaft, die seit der Pandemie überraschend dynamisch unterwegs war, laufen allmählich die Wachstumstreiber aus. Die Investitionen im Wohnbereich, eine Folge von zeitlich begrenzten Anreizen für energetische Sanierungen, haben den Höhepunkt bereits überschritten. Derweil stottert wie in anderen Ländern der Industriemotor. Der Abwärtstrend bei der Industrieproduktion hat sich (saisonbereinigt) im April 2023 beschleunigt, und die Zeichen stehen gemäss Einkaufsmanagerindizes weiter auf Kontraktion. Besonders schwach unterwegs ist der zyklische Chemiesektor, während die Pharma- und die Transportindustrie (hier insbesondere die Luftfahrt) nach wie vor gut unterwegs sind. Der Graben zum Dienstleistungssektor hat sich ausgeweitet. Der Aufwärtstrend bei den Einzelhandelsumsätzen ist ungebrochen, und die Konsumentenstimmung überraschte im Juni positiv. Die persönliche finanzielle Situation wird vermutlich wegen der fallenden Inflation positiver eingeschätzt, während die Jobsicherheit trotz der leicht steigenden Arbeitslosenquote im ersten Quartal wieder besser bewertet wurde.

Spanien

Moderater Lohnkostendruck

Der Inflationsdruck in Spanien hat im Mai weiter nachgelassen. Die Gesamtinflation fiel von 4.1% auf 3.2% im Vergleich zum Mai im Vorjahr. Der Rückgang der Kerninflation verläuft analog zur Entwicklung in der Eurozone als Ganzes etwas schleppender und liegt mit 6.1% im Mai doppelt so hoch wie die Gesamtinflation. Wir erwarten, dass sich dieser Abwärtstrend im Juni fortgesetzt hat. Die EZB hat im Juni ihre Inflationsprognose deutlich angehoben und Lohnkostendruck als einen der Hauptgründe aufgeführt. Dieser entwickelt sich aber sehr heterogen innerhalb der Währungsunion. In Spanien sind zwar die durchschnittlichen Lohnkosten pro Arbeitskraft im ersten Quartal auch angestiegen, doch sollte die Entwicklung mittelfristig günstiger ausfallen als in der Eurozone als Ganzes. In Spanien orientieren sich die Verhandlungen der Vertragslöhne an der Gesamtinflation. Zudem tritt ein neuer nationaler Tarifvertrag mit dreijähriger Laufzeit in Kraft, der Teil der jüngsten Arbeitsmarktreform ist. Diese Faktoren sollten dazu beitragen, dass der Druck auf die Lohnkosten vergleichsweise moderat bleibt.

Schweiz

Weiter nachlassende Dynamik

BIP-Wachstum

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

Unsere Einschätzung einer weitgehend impulslosen Entwicklung der Konjunktur bestätigt sich zum Ende des zweiten Quartals. Unternehmerumfragen tendieren auf breiter Front abwärts, mittlerweile liegen die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und die eher binnenorientierten KMU-Betriebe unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dieselbe Umfrage unter den Einkaufsverantwortlichen aus dem Dienstleistungssektor zeigt hingegen noch Wachstum an. Es ist demnach vor allem der Konsum der privaten Haushalte, welcher das Wachstum über die Sommermonate stützen dürfte. Allerdings wachsen auch bei den Schweizer Konsumenten die Bäume nicht in den Himmel. In Aussicht stehende Erhöhungen der Krankenkassenprämien und der Mieten mindern die Kaufkraft über die kommenden Quartale. Im Vergleich zu den Vorjahren ist darüber hinaus davon auszugehen, dass inländische Kaufkraft in den Sommermonaten ins europäische Ausland abfliessen wird, da der Nachholbedarf bei den Auslandsreisen nach wie vor hoch scheint. Die gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten sowie die schleppenden Bewilligungsverfahren bremsen zudem die Dynamik in der Bauwirtschaft.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.4%
2024: 1.6%	2024: 1.4%

Unser Modell sagt für die zweite Jahreshälfte einen temporären Rückgang der Inflationsrate unter den Schwellenwert von 2% vorher. Dieses Modell basiert auf dem Produzenten- und Importpreisindex sowie der Entwicklung der Dienstleistungspreise gemäss Einkaufsmanagerindex. Gegen Ende des Jahres und zu Anfang von 2024 wird die Inflation auf Konsumentenebene durch Sondereffekte beeinflusst, welche das Modell nicht berücksichtigt: Neben den steigenden Bestandesmieten für Wohnungen zählen die Preiserhöhungen im öffentlichen Verkehr und die Anhebung der Mehrwertsteuer dazu. Auch eine erneute Erhöhung der Strompreise ist für 2024 absehbar.

Grossbritannien Stagflation?

BIP-Wachstum

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

Das monatliche BIP wuchs im April um 0.2% im Vergleich zum Vormonat und konnte den Verlust vom März zumindest teilweise wieder gutmachen. Die Erholung wurde vor allem vom Dienstleistungssektor getrieben, der sich teilweise vom Einfluss des schlechten Wetters im März erholte. Gleichzeitig schrumpften die Industrieproduktion sowie das Baugewerbe. Es war jedoch der erste negative monatliche Wachstumsbeitrag der Industrie seit August 2022. Die Industrieproduktion hat sich seit letztem Sommer insgesamt erholt. Diese Entwicklung steht im Kontrast zum Einkaufsmanagerindex für die britische Industrie, der während dieser Zeit konstant unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 lag. Wie auch im Industriesektor bremsen die steigenden Finanzierungskosten die Investitionstätigkeit im Bausektor. Der Arbeitsmarkt bleibt robuster als erwartet. Die Arbeitslosenquote ist im April überraschenderweise erneut gefallen, während das Lohnwachstum auf 7.2% angestiegen ist. Das ist das höchste Niveau in der Zeit nach der Pandemie. Die Daten stehen im Kontrast zu den Erwartungen der Bank of England (BoE), die von einer Verlangsamung der Lohnodynamik ausging. Die unerwartete Verschärfung der Lage auf dem Arbeitsmarkt sowie die hohe Kerninflation dürften den Druck auf die BoE hoch halten, die Zinsen weiter anzuheben. Wir sehen mittlerweile die Gefahr einer Stagflation in Grossbritannien als signifikant.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.4%	2023: 7.3%
2024: 2.8%	2024: 3.2%

Die Gesamtinflation blieb im Mai konstant hoch bei 8.7% im Vergleich zum Vorjahr, die Kerninflation stieg jedoch überraschenderweise weiter an. Der Haupttreiber waren die Dienstleistungspreise, jedoch blieben auch Lebensmittel- und Konsumgüterinflation hoch. Die BoE hat im Juni die Zinsen erneut und mehr als erwartet erhöht. Der Markt erwartet momentan weitere Zinserhöhungsschritte bis zu 6% (von momentan 5%), was wir jedoch als etwas übertrieben erachten.

China Tiefer Preisdruck

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.8%	2023: 5.7%
2024: 5.2%	2024: 4.9%

Nachdem die Wirtschaftsdaten für April bereits deutlich schwächer ausgefallen sind als erwartet, deuten auch die Mai-Daten darauf hin, dass sich die Erholung bereits wieder abschwächt. Die Aussenhandelszahlen für Mai haben erneut deutlich nach unten überrascht. Besonders die Exporte sind im Mai stark eingebrochen. Auch die Importe schrumpften erneut. Nachdem die Industrieproduktion im April signifikant tiefer ausgefallen ist als erwartet, entsprachen die Daten für Mai zwar den Erwartungen, die jedoch nach unten geschraubt wurden. Der offizielle Einkaufsmanagerindex für den Industriesektor blieb im Mai für den zweiten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50. Weiterhin robust bleibt der Privatkonsum. Die Einzelhandelsumsätze wuchsen weiterhin stark. Jedoch spielen hier immer noch gewisse Basiseffekte aufgrund der Lockdowns im letzten Jahr eine Rolle. Die Regierung hat auf diese schwachen Daten bereits reagiert. Die chinesische Zentralbank hat überraschenderweise Mitte Juni ihren Leitzins um 0.1 Prozentpunkte gesenkt. Die tiefe Inflation gibt der Zentralbank etwas Spielraum. Die schwächelnden Daten haben auch die Spekulationen über mögliche Stimuluspakete der Regierung wieder erhöht. Wir sehen jedoch momentan die Wahrscheinlichkeit eines bedeutsamen Pakets, v. a. im Infrastruktur- oder im Immobilienbereich, als gering.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 1.2%	2023: 1.3%
2024: 2.0%	2024: 2.3%

Chinas Inflationsrate der Konsumentenpreise stieg zwar im Mai minimal an, liegt aber mit 0.2% im Vergleich zum Vorjahr immer noch sehr tief. Die Produzentenpreise liegen mit -4.6% im Vergleich zum Vorjahr weiterhin deutlich im deflationären Terrain. Der tiefe Preisdruck deutet ebenfalls nicht auf eine überhitzende Wirtschaft hin.

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.