

Oktober 2023

Kernaussagen

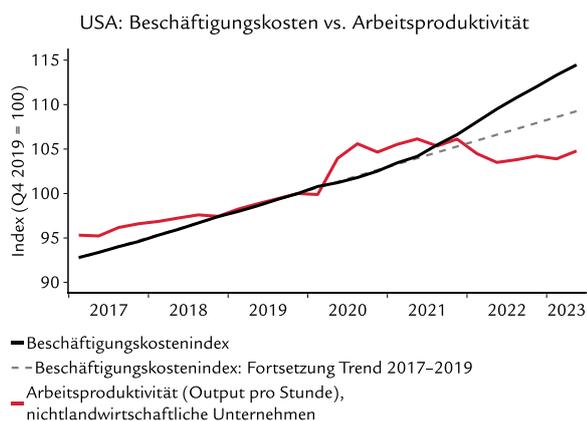
- USA: Steigende Realzinsen, schärfere Kreditbedingungen und schwache Produktivität belasten Firmen
- Eurozone: Energiepreise steigen wegen tieferem Angebot, Ausgangslage für Winter bleibt aber positiv
- China: Trotz einer Stabilisierung im August bleibt die Erholung in China hinter den Erwartungen zurück

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	2.1%	2.1% ↑	0.4%	0.8% ↑	4.2% ↑	4.1%	2.8%	2.5% ↓
Eurozone	0.5%	0.5% ↓	0.6%	0.7% ↓	5.7% ↑	5.5%	2.6% ↑	2.5%
Deutschland	-0.4%	-0.4% ↓	0.2%	0.6% ↓	6.1% ↑	6.0%	2.5% ↑	2.7% ↑
Frankreich	0.7%	0.8% ↑	0.8%	0.8% ↓	5.0% ↑	5.0% ↓	2.4% ↑	2.7% ↑
Italien	0.8% ↓	0.8% ↓	0.5%	0.7%	6.0%	6.0%	2.1%	2.4% ↑
Spanien	2.1%	2.2% ↑	1.2%	1.4%	3.8% ↑	3.6% ↑	2.3% ↓	3.0% ↑
Grossbritannien	0.2%	0.3% ↑	0.3%	0.4%	7.3%	7.4% ↑	3.0% ↑	3.1% ↑
Schweiz	0.7% ↑	0.8% ↑	1.0%	1.3% ↓	2.2% ↑	2.3%	1.9% ↑	1.6% ↑
Japan	1.8%	1.8% ↑	0.6%	0.9% ↓	3.0%	3.1% ↑	1.6%	2.0% ↑
China	5.0%	5.0% ↓	4.7%	4.5% ↓	0.5%	0.7% ↓	1.2%	1.8% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. September 2023

Grafik des Monats



In den USA hat sich seit Mitte 2021 eine Schere zwischen Lohnkosten und Arbeitsproduktivität geöffnet. Zwischen Anfang 2017 und Mitte 2021 stiegen die Lohnkosten für US-Unternehmen um 2.7% pro Jahr, was durch beinahe ebenso hohes Produktivitätswachstum kompensiert wurde. Ab Mitte 2021 hoben die Lohnkosten allerdings ab und wuchsen bis Mitte 2023 um 4.8% pro Jahr, während die Arbeitsproduktivität gar zurückging. In einer ersten Phase konnten die Firmen die höheren Kosten auf die Konsumenten abwälzen, was die Inflation befeuerte. Nun ist das schwieriger geworden, und die höheren Lohnkosten drücken auf die operative Marge der Firmen.

USA Bremsfaktor höhere Realzinsen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.1%
2024: 0.4%	2024: 0.8%

Die jüngst publizierten US-Daten zeigten wie von uns erwartet eine leichte Abkühlung der Wirtschaftsaktivität im August an. Die Arbeitsmarktdaten überraschten aber positiv, mit solidem Beschäftigungswachstum im August und tieferen Erstanträgen auf Arbeitslosenunterstützung im September. Dies trug dazu bei, dass einige Marktteilnehmerinnen und Ökonomen tiefere Rezessionsrisiken sehen, was sich in höheren Langfristzinsen respektive einem höheren BIP-Wachstum 2024 in der Umfrage von Consensus Economics widerspiegelte. Wir gehen zwar nicht von einer unmittelbaren Rezession aus, bleiben aber für 2024 vorsichtiger positioniert. In den jüngsten Einkaufsmanagerindizes von S&P zeigten sich auf der Dienstleistungsseite erste Schwächezeichen; der Subindex zum Neugeschäft fiel unter die Wachstumsgrenze von 50. Viel wichtiger ist aber der Anstieg der Realzinsen. Bereinigt um die Inflationserwartungen rentiert eine 10-jährige US-Bundesanleihe derzeit über 2%, so viel wie zuletzt 2008. Firmen sind also mit deutlich höheren Realzinsen, schärferen Kreditbedingungen und erhöhtem Margendruck als Folge der steigenden Lohnkosten (siehe Grafik des Monats) konfrontiert. Auf der Verteilungsseite des BIP ist der Einkommensanteil, der an die Unternehmen geht, im Vorjahresvergleich gar rückläufig. Historisch gesehen waren das schlechte Vorzeichen für private Investitionen und die US-Konjunktur.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.2%	2023: 4.1%
2024: 2.8%	2024: 2.5%

Aufgrund der steigenden Benzinpreise legte die Gesamtinflation im August weiter zu, von 3.2% auf 3.7%. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, ging aber erwartungsgemäss weiter zurück, von 4.7% auf 4.3%. Damit der weitere Rückgang der Kerninflation auf unter 3% gelingt, wie wir das für das zweite Quartal 2024 prognostizieren, ist aber unseres Erachtens eine deutliche konjunkturelle Abkühlung notwendig.

Eurozone Steigende Energiepreise

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.5%
2024: 0.6%	2024: 0.7%

Vor einem Jahr sah die Eurozone besorgt der Energiesituation im bevorstehenden Winter entgegen. Die Gasspeicher waren damals zwar zu 87% gefüllt, Russland hatte jedoch gerade den offiziellen Stopp der Gaslieferungen via Nord Stream 1 verkündet. Die schlimmsten Befürchtungen sind jedoch ausgeblieben. Heute beträgt der Stand der Gasspeicher gar 95%, so hoch wie selten zu dieser Jahreszeit. Verschiedene längerfristige Wettermodelle sagen ausserdem erneut einen milden Winter voraus. Nachdem sich die Energiepreise im Jahresverlauf 2023 ihrem Vorkrisenniveau angenähert hatten, stiegen sie jüngst jedoch wieder an. Am Gasmarkt sorgte ein Streik beim australischen Gasproduzenten Chevron, der 7% des globalen verflüssigten Erdgases produziert, für kurzfristige Volatilität. Der Konflikt in Aserbaidschan stellt eine weitere Unsicherheit dar, da die EU ihre Gasimporte aus diesem Land bis 2027 verdoppeln will. Aktuell stellt Aserbaidschan aber nur 3% der EU-Gasimporte. Die Preisanstiege für Benzin und Diesel waren getrieben durch Angebotseinschränkungen der OPEC+- Länder Saudi Arabien und Russland. Für die kommenden drei Monate sehen wir hier bei stabiler Nachfrage weitere Aufwärtsrisiken. 2024 könnten flexible Produzenten wie die USA das Angebot erhöhen und die schwächelnde Konjunktur die Nachfrage dämpfen und so zu einer Normalisierung der Ölpreise beitragen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.7%	2023: 5.5%
2024: 2.6%	2024: 2.5%

Die Konsumentenpreise für Gas und Elektrizität widerspiegeln die Preisentwicklungen im Grosshandel nur unvollständig. So stiegen sie im letzten Jahr nicht im gleichen Ausmass an und verharrten seither grösstenteils auf den erhöhten Niveaus. Die jüngste Volatilität am Gasmarkt dürfte deshalb für die Konsumentenpreise vernachlässigbar sein. Wir erhöhten unsere Inflationsprognose für dieses Jahr jedoch aufgrund der steigenden Benzin- und Dieselpreise, die sich direkter in den Konsumentenpreisen niederschlagen.

Deutschland Stabilisierung auf tiefen Niveaus

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.4%	2023: -0.4%
2024: 0.2%	2024: 0.6%

Die letzten Umfragewerte unter Einkaufsmanagern (PMI) und des ifo-Instituts deuten auf eine Stabilisierung der Stimmung in der deutschen Industrie hin, allerdings auf sehr tiefen Niveaus. Der PMI zeigt zwar leicht höhere Werte für neue Bestellungen, der Abwärtstrend bei der erwarteten zukünftigen Produktion setzte sich jedoch nach einer kurzen Verschnaufpause im Vormonat nun wieder fort und auch die Beschäftigungskomponente sank weiter unter die 50er-Wachstumsschwelle. Der Tiefpunkt des Pessimismus in der deutschen Industrie mag erreicht sein, aber eine schnelle Rückkehr zum Optimismus ist nicht zu erwarten. Im Dienstleistungssektor täuschte die Erholung des Gesamt-PMI fast zurück auf 50 über schwache Subkomponenten hinweg. Der Beschäftigungsindex fiel erstmals seit der Pandemie unter 50 und die Geschäftserwartungen liegen nur noch knapp im positiven Bereich. Auch im gebeutelten Bausektor zeigt die ifo-Umfrage eine weitere Verschlechterung auf den tiefsten Wert seit 2009, getrieben sowohl durch die aktuelle Situation als durch die Erwartungen. Im Wohnungssektor gaben 21% der befragten Firmen im August an, Projekte abgebrochen zu haben, und rund 12% beklagen finanzielle Schwierigkeiten, Werte, die seit Umfragebeginn 1991 noch nie beobachtet wurden. Der letzte Zinsschritt der EZB, mit dem wir nicht gerechnet hatten, dürfte die Stimmung in diesem Sektor weiter dämpfen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.1%	2023: 6.0%
2024: 2.5%	2024: 2.7%

Die Gesamtinflation sank im August weniger stark als erwartet auf 6.2%. Aufwärtsüberraschungen gab es sowohl bei den Energiepreisen als auch bei den Preisen für Dienstleistungen und Kerngüter. Damit verharrte die Kerninflation bei 5.5%. Wir erwarten, dass diese in den kommenden Monaten unter 5% sinkt, sehen aber Risiken gegen oben. Insbesondere steigen die Kosten im Dienstleistungssektor gemäss PMI wieder schneller.

Frankreich Wachstum unter Potenzial

BIP-Wachstum

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

Die vorläufigen September-Daten zum Einkaufsmanagerindex zeigen sowohl für die Industrie als auch für Dienstleister eine weitere Abschwächung der Dynamik. Im Unterschied dazu verbesserte sich das Unternehmerklima im verarbeitenden Gewerbe gemäss einer separaten Umfrage des statistischen Amtes INSEE zuletzt leicht. Aus dieser Umfrage ist zudem positiv mitzunehmen, dass die Beschäftigungspläne der Firmen erstmals in diesem Jahr nicht mehr weiter gedrosselt wurden. Eine ähnliche Aussage lassen Daten der Online-Jobplattform Indeed zu, wonach die saisonbereinigte Anzahl der geschalteten Stelleninserate seit Ende Juli wieder spürbar zugenommen hat. Die nachlassende weltwirtschaftliche Nachfrage und zurückhaltendes Investitionsverhalten der Unternehmen als Folge der gestiegenen Finanzierungskosten werden nur teilweise kompensiert durch Sondereffekte aus grossen öffentlichen Infrastrukturprogrammen oder Massenveranstaltungen wie der derzeit durchgeführten Rugby-Weltmeisterschaft und den Olympischen Spielen 2024. Nach unserer Einschätzung wird Frankreichs Wirtschaft bis zur Jahresmitte 2024 unter ihrem langfristigen Potenzial wachsen. Mit dem Ende des Zinserhöhungszyklus dürfte die Planungssicherheit unter langfristig orientierten Investoren und Projektentwicklern zurückkehren. Bereits jetzt zeichnet sich eine leichte Erholung der Baugenehmigungen für Wohnungen ab.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.0%	2023: 5.0%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Der jüngste Anstieg der Rohölpreise führte dazu, dass der Treibstoffpreis an den Tankstellen auf einen Höchststand für 2023 geklettert ist. Wir tragen dieser Entwicklung mit einer nach oben korrigierten Inflationsprognose Rechnung. Zur Wahrung der Kaufkraft der besonders betroffenen Haushalte werden derzeit wieder fiskalische Gegenmassnahmen diskutiert. Derweil setzt sich der Trend zu tieferen Verkaufspreisen im Warenbereich gemäss Umfragen weiter fort.

Italien

Katerstimmung an Ferragosto?

Die jüngsten Wirtschaftszahlen zeigen, dass sich auch die in den letzten zwei Jahren boomende italienische Wirtschaft nicht dem globalen Gegenwind entziehen kann. Just im August, dem wichtigsten Ferienmonat des Jahres, beklagten Dienstleister zum ersten Mal seit November 2022 rückläufiges Neugeschäft. Aktivitätszahlen wie Detailhandelsumsätze sind zwar für diesen Monat noch nicht vorhanden, die Preisentwicklung im Dienstleistungssektor deutet aber auf eine schwache Preissetzungsmacht und eine deshalb mutmasslich schwächere Nachfrage hin. Dienstleister beklagten in der Einkaufsmanagerumfrage von S&P, dass ihre Inputpreise schneller wachsen als die Outputpreise. Die Dienstleistungsinflation, noch bis Mai 2023 ein wesentlicher Inflationstreiber in Italien, ist nach unseren Berechnungen im Juli und August 2023 zu einem Stillstand gekommen. Deshalb sehen wir trotz höheren Energiepreisen von einer Revision der Inflationsprognosen ab und bleiben für das kommende Jahr sowohl bei der Inflation wie auch beim Wirtschaftswachstum vorsichtiger positioniert als Konsensus.

Spanien

Der Kampf um die Regierung

Die Regierungsbildung in Spanien gestaltet sich nach wie vor schwierig. Nach dem unklaren Ergebnis der Wahlen im Juli hatte der Oppositionsführer Alberto Núñez Feijóo als Wahlsieger den Auftrag zur Regierungsbildung erhalten. Bis jetzt ist es ihm jedoch nicht gelungen, eine parlamentarische Mehrheit für eine Regierung zu finden. Es stehen zwei Einsetzungsabstimmungen im Parlament an (nach Redaktionsschluss). Wir gehen nicht davon aus, dass Feijóo die nötige Mehrheit erreichen wird. Sollte Feijóo tatsächlich die Abstimmungen verlieren, startet damit eine zweimonatige Periode, in der der aktuelle Premierminister Pedro Sánchez die Möglichkeit hat, eine Regierung zu bilden. Seine Chancen werden leicht höher eingeschätzt, da er bereit ist, mit der katalanischen Separatistenpartei Gespräche zu führen. Sollte auch Sánchez bei der Regierungsbildung scheitern, werden im Januar Neuwahlen stattfinden.

Schweiz

Hoher Erklärungsbedarf

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.8%
2024: 1.0%	2024: 1.3%

Die Kommentierung der Schweizer Konjunktur wird durch die jüngste Publikation der vierteljährlichen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt eher erschwert als erleichtert. Zwar entsprach das Nullwachstum im Laufe des zweiten Quartals 2023 gegenüber dem Vorquartal weitgehend den Erwartungen. Teils markante Revisionen der Zahlen für die vorangegangenen Quartale brachten es nun aber mit sich, dass die durchschnittliche Jahresveränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts 2023 beinahe doppelt so stark ausgefallen wäre wie ursprünglich angenommen. Wenn wir nun also neu ein Wachstum von 0.7% veranschlagen, bedeutet dies in Wahrheit, dass wir die Annahmen zum Konjunkturverlauf in der zweiten Jahreshälfte 2023 nach unten revidieren. Gründe hierfür sind unter anderem die Signale aus den Einkaufsmanagerumfragen (PMI): Insbesondere der Wert des PMI für die Industrie lässt für die kommenden Monate einen weiteren Rückgang der konjunkturellen Dynamik im verarbeitenden Gewerbe erwarten. Darüber hinaus sind wenig Impulse vom Privatkonsum zu erwarten. Die Budgets der Haushalte werden im kommenden Jahr durch Steuererhöhungen, Mietzinssteigerungen und um rund 18% höhere Stromtarife belastet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.2%	2023: 2.3%
2024: 1.9%	2024: 1.6%

Wir verarbeiten bei unseren revidierten Inflationsprognose drei neue Informationen: Erstens sorgen im Moment höhere Energiepreise für einen Anstieg der Kosten für Benzin und Heizöl. Zweitens liegen jetzt die Daten zum Anstieg der Stromtarife für die Privathaushalte im Jahr 2024 vor. Und zu guter Letzt ist auch absehbar, dass der hypothekarische Referenzzinssatz nach dem Stichtag 1. Dezember 2023 bereits am 1. Juni 2024 erneut angehoben werden dürfte. Entsprechend ziehen wir eine bisher für 2025 erwartete Erhöhung der Mieten auf das Schlussquartal 2024 vor. Höhere Mieten tragen damit 0.8 Prozentpunkte zur erwarteten Jahresteuern 2024 bei.

Grossbritannien Der Herbst steht vor der Türe

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.2%	2023: 0.3%
2024: 0.3%	2024: 0.4%

Die erwartete Abkühlung ist im Juli eingetroffen. Das monatliche BIP-Wachstum für Juli fiel mit -0.5% im Vergleich zum Vormonat deutlich schwächer aus als erwartet. Alle drei Sektoren – Dienstleistungen, Bau und Industrie – wiesen ein negatives Wachstum auf. Besonders überraschend war der Rückgang im Dienstleistungssektor. Die Streiks im Gesundheitswesen scheinen eine grössere negative Auswirkung auf die Aktivität gehabt zu haben, als vorgängig erwartet wurde. Auch die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes für September deuten auf eine sich abschwächende Wachstumsdynamik hin. Obwohl der Industrieindex leicht angestiegen ist, bleibt er sehr tief, während der Dienstleistungsindex stark gefallen ist. Besonders die Beschäftigungskomponente zeigt eine starke Verschlechterung, was sich auch mit anderen Arbeitsmarktindikatoren deckt. Die Arbeitslosenquote ist weiter angestiegen und zeigt einen deutlichen Trend nach oben. Die Anzahl offener Stellen sowie die geleisteten Arbeitsstunden sind rückläufig. Das Lohnwachstum bleibt jedoch hoch und war im Juli das erste Mal seit März 2022 höher als die Inflationsrate. Das sind gute Neuigkeiten für britische Konsumenten, was sich auch in einer Verbesserung der Konsumentenstimmung widerspiegelt. Wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass sich das Wachstum im zweiten Halbjahr 2023 aufgrund der strikteren Finanzierungsbedingungen abschwächt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.3%	2023: 7.4%
2024: 3.0%	2024: 3.1%

Die Inflationsrate fiel im August deutlich tiefer aus als erwartet und lag bei 6.7% . Der Rückgang war breit abgestützt. Auch die Kern- sowie die Dienstleistungsinflation waren deutlich rückläufig. Das führte zu einem überraschenden Zinsentscheid der Bank of England (BoE), die die Leitzinsen überraschend unverändert gehalten hat. Die BoE betont jedoch weiterhin ihre Verpflichtung zu weiteren Zinsschritten, falls es Anzeichen für anhaltenden Inflationsdruck gibt.

China Stabilisierung, mehr nicht

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.0%	2023: 5.0%
2024: 4.7%	2024: 4.5%

Nach einem schwachen Juli haben die Aktivitätsdaten in China im August für eine positive Überraschung gesorgt. Die Industrieproduktion sowie die Einzelhandelsumsätze erlebten eine unerwartete Wachstumsverbesserung gegenüber dem Vormonat. Die starke Erholung der Einzelhandelsumsätze war besonders überraschend, da sie im Kontrast steht zur Abschwächung des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor im August. Höhere Umsätze in Sektoren, die besonders von den Sommerferien profitiert haben, wie Restaurants, Unterkunft und Reisen, waren die Haupttreiber. Die Industrieproduktion wurde vor allem von einer Erholung der Automobilproduktion und der Produktion von Solarbatterien gestützt. Das sind beides Sektoren, die von eingeführten politischen Unterstützungsmassnahmen profitiert haben dürften. Auch die Trendwende bei den Produzentenpreisen ist ein weiteres Indiz dafür, dass sich der Industriesektor langsam wieder stabilisiert. Zwar liegt die Produzentenpreisinflation immer noch in deflationärem Gebiet, jedoch zeigt die Entwicklung über die letzten Monate eine steigende Tendenz. Neben den Aktivitätsdaten zeigten auch die Aussenhandelsdaten eine leichte Verbesserung im August im Vergleich zum Vormonat. Während die Konjunkturdaten auf eine leichte Stabilisierung hindeuten, zeigt der chinesische Immobiliensektor auch im August keine Anzeichen einer Verbesserung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.7%
2024: 1.2%	2024: 1.8%

Alles in allem sieht es danach aus, als ob die von der Regierung eingeführten Unterstützungsmassnahmen endlich sichtbare Auswirkungen auf die Konjunkturdaten haben könnten. Dies ist zwar eine begrüßenswerte Entwicklung, aber wir gehen nach wie vor nicht davon aus, dass diese Massnahmen das Wachstum massgeblich ankurbeln werden, sondern dass sie eher einen stabilisierenden Einfluss haben dürften.

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.