

November/Dezember 2023

Kernaussagen

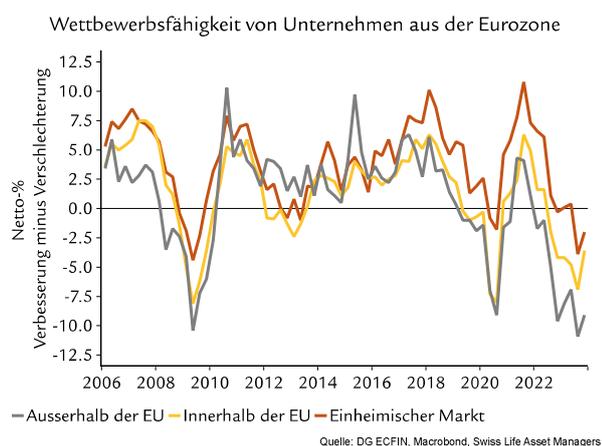
- Krieg zwischen Israel und Hamas birgt das Risiko erneut steigender Energiepreise, insbesondere für Europa
- Wirtschaftswachstum im dritten Quartal besser als erwartet, besonders in den USA und China
- Ausblick bleibt vorsichtig: Straffe Geldpolitik hinterlässt Spuren, hohe Staatsverschuldung wieder im Fokus

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	2.4% ↑	2.2% ↑	0.6% ↑	0.9% ↑	4.2%	4.1%	2.8%	2.6% ↑
Eurozone	0.5%	0.5%	0.6%	0.6% ↓	5.6% ↓	5.6% ↑	2.4% ↓	2.5%
Deutschland	-0.2% ↑	-0.4%	0.2%	0.5% ↓	6.1%	6.1% ↑	2.4% ↓	2.7%
Frankreich	0.9% ↑	0.8%	0.8%	0.8%	4.9% ↓	5.0%	2.4%	2.7%
Italien	0.7% ↓	0.7% ↓	0.5%	0.6% ↓	5.9% ↓	6.0%	2.1%	2.5% ↑
Spanien	2.3% ↑	2.3% ↑	1.2%	1.3% ↓	3.7% ↓	3.7% ↑	2.1% ↓	3.3% ↑
Grossbritannien	0.5% ↑	0.4% ↑	0.3%	0.3% ↓	7.5% ↑	7.4%	3.0%	3.1%
Schweiz	0.7%	0.8%	1.0%	1.2% ↓	2.1% ↓	2.2% ↓	1.9%	1.6%
Japan	1.8%	1.9% ↑	0.6%	0.9%	3.1% ↑	3.2% ↑	1.6%	2.2% ↑
China	5.4% ↑	5.0%	4.7%	4.4% ↓	0.5%	0.6% ↓	1.2%	1.7% ↓

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

Grafik des Monats



Seit 2022 geben immer mehr Unternehmen der Eurozone an, dass sich ihre Wettbewerbsfähigkeit verschlechtert. Besonders bemerkbar macht sich dies auf den Märkten ausserhalb der EU, insbesondere für deutsche Unternehmen. Ein Treiber dürften die immer noch erhöhten Energiepreise sein. Die Wettbewerbsfähigkeit energieintensiver Branchen wie Chemie, Metall- oder Papierproduktion ist besonders tief. Auch pharmazeutische Unternehmen und Autoproduzenten beklagen sich über steigende Konkurrenz. Letztere besonders bei Elektroautos aus China. Die EU hat deshalb jüngst eine Antisubventionsuntersuchung gegen Importe chinesischer Elektroautos lanciert.

USA Ein Land im Kaufrausch

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.4%	2023: 2.2%
2024: 0.6%	2024: 0.9%

Die US-Wirtschaft wuchs im dritten Quartal 2023 gemäss der ersten BIP-Schätzung um 1.2% gegenüber dem Vorquartal, was einer deutlichen Beschleunigung und dem stärksten Wachstum seit Ende 2021 entspricht. Das Wachstum war allerdings einseitig. Haupttreiber waren der überaus starke Privatkonsum sowie ein Lageraufbau. Der Staatskonsum trug ebenfalls erneut positiv zum Wachstum bei, was angesichts der schiefen Haushaltslage ein problematisches Zeichen ist, während die Investitionen und der Aussenhandelsbeitrag stagnierten. Beim Privatkonsum ist besonders die ungebrochene Kauflust für langlebige Güter bemerkenswert. Auch wenn die Ausgaben für Dienstleistungen sich weiter erholt haben, ist die erwartete Verlagerung zurück von Güter- zu Dienstleistungsausgaben nach Ende der Pandemie im Gegensatz zu anderen Ländern ausgeblieben. Das vermag auch zu erklären, weshalb sich die Bestellungen für langlebige Güter im September gut entwickelten und die verarbeitende Industrie gemäss Einkaufsmanagerindizes in einer besseren Verfassung ist als in Europa. Der starke Konsum ging allerdings zulasten einer tieferen Sparquote. Die realen Haushaltseinkommen gingen im September gar zum zweiten Monat in Folge zurück. Auch wenn wir für die Folgequartale an unserer vorsichtigen Einschätzung festhalten, mussten wir aufgrund der starken Zahlen im dritten Quartal die Wachstumsprognosen 2023 und 2024 leicht anheben.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.2%	2023: 4.1%
2024: 2.8%	2024: 2.6%

Die Inflationsrate ist im September weiter zurückgegangen, aber die Dienstleistungspreise (ohne Energie) haben im dritten Quartal wieder leicht an Dynamik gewonnen, was angesichts des starken Konsums nicht überrascht. Erst die erwartete Wirtschaftsabschwächung wird hier Entlastung bringen. Dies gilt auch für den immer noch hohen Lohndruck: Hier schafften es die Gewerkschaften jüngst mittels Streik, den Autobauern deutliche Lohnsteigerungen abzurufen.

Eurozone Nahostkonflikt und die Folgen

BIP-Wachstum

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

Die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes für den Oktober für die Industrie sowie den Dienstleistungssektor deuten auf einen anhaltenden Rückgang der Wirtschaftsdynamik in der Eurozone hin. Auch der Anfang Oktober ausgebrochene Krieg zwischen Israel und Hamas könnte in der Eurozonenwirtschaft mehr Spuren hinterlassen als beispielsweise in den USA. Der Effekt des Nachfrageeinbruchs aus Israel dürfte zwar gering sein – Exporte nach Israel machen nur 0.2% des Eurozonen-BIP aus. Der Krieg droht jedoch die Öl- und Gaspreise in die Höhe zu treiben, was in der Eurozone zu einem erneuten Anstieg der Inflation führen und die Wirtschaftstätigkeit abbremsen würde. In einem am wenigsten negativen Szenario, in dem der Krieg auf Israel und die palästinensischen Gebiete beschränkt bleibt, erwarten wir keinen wesentlichen Anstieg der Energiepreise. Sollte der Krieg, wie es derzeit zunehmend der Fall zu sein scheint, auf andere arabische Länder wie den Libanon und Syrien übergreifen, wo der Iran verschiedene Gruppen unterstützt, rechnen wir mit einer erhöhten Volatilität der Energiepreise und einer Risikoprämie aufgrund des drohenden Risikos eines direkten Konflikts mit dem Iran. Nur der schlimmste Fall jedoch eines direkten Konflikts zwischen Israel und dem Iran, in dem sich auch andere Grossmächte wie die USA und China einmischen würden, hätte unseres Erachtens einen erheblichen und langwierigen Anstieg der Energiepreise zur Folge.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.6%	2023: 5.6%
2024: 2.4%	2024: 2.5%

Die Gesamtinflation im Euroraum ist im Oktober mit 2.9% auf das tiefste Niveau seit über zwei Jahren gefallen und liegt damit nun deutlich unter der Kerninflation von 4.2%. Ein wesentlicher Teil waren rückläufige Energiepreise. Auch bei den Preisen für Kerngüter entspannte sich der Preisdruck wesentlich. Während von einer Eskalation im Nahen Osten Aufwärtsrisiken für die Inflation ausgehen, birgt die zuletzt schwächer als erwartete Wirtschaftsdynamik Abwärtsrisiken.

Deutschland Kein Grund zu Optimismus

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.2%	2023: -0.4%
2024: 0.2%	2024: 0.5%

Gemäss erster Schätzung ist die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal um 0.1% geschrumpft, leicht weniger stark als von uns erwartet. Ausserdem wurden die ersten beiden Quartale 2023 auf 0.1% und 0.0% hochrevidiert. Deutschland befand sich also doch nicht in einer technischen Rezession. Vorausblickend sehen wir aber wenig Grund zu Optimismus und sind der Meinung, dass sich Deutschland aktuell tatsächlich in einer Rezession befindet. Zwei Gründe, weshalb unsere Prognosen nicht noch tiefer sind, sind der robuste Arbeitsmarkt und die erwartete leichte Stütze des privaten Konsums. Zuletzt sind die Abwärtsrisiken bezüglich beider Faktoren aber angestiegen. Gemäss der Einkaufsmanagerumfrage sank die Beschäftigung zum ersten Mal seit der Pandemie nun auch im Dienstleistungssektor und die Geschwindigkeit des Rückgangs in der Industrie nahm weiter zu, obwohl sich der Rückgang der Produktion und des Neugeschäfts verlangsamte. Auch die Stimmung der Konsumenten war im Oktober weiter rückläufig und setzte damit ihren erneuten Abwärtstrend seit Mai fort. Aufgrund der erneut steigenden Energiepreise und der grösseren Angst vor Arbeitslosigkeit sind die Haushalte bezüglich des erwarteten Einkommens wieder pessimistischer gestimmt, obwohl die Gesamtinflation weiter zurückgehen und die Löhne steigen dürften.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.1%	2023: 6.1%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Auf der Suche nach neuen Gaslieferanten nach Ausbruch des Ukrainekriegs unterzeichnete Deutschland Ende 2022 ein schon damals stark kritisiertes Abkommen mit Katar zum Import von Flüssigerdgas. Mit dem Ausbruch des Kriegs zwischen Israel und Hamas, welche von Katar unterstützt wird, wird die Kritik nun noch lauter. Solange Katar auch eine vermittelnde Rolle im Nahen Osten wahrnimmt, dürfte das Abkommen bestehen bleiben. Eine Eskalation der Situation würde jedoch die Unsicherheit der Gasversorgung und damit die Gaspreise wieder erhöhen.

Frankreich Rekordhohes Defizit

BIP-Wachstum

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

Ähnlich wie in den USA stützte die Fiskalpolitik das Wachstum im Jahr 2023 und vermochte den geldpolitischen Gegenwind in Form von höheren Finanzierungskosten für Unternehmen und Hauseigentümer abzumildern. Die Folge ist ein rekordhohes Defizit des Staatshaushaltes im bisherigen Jahresverlauf. Der kumulierte Negativsaldo per August übertrifft sogar die Werte während der Pandemie im Jahr 2020. Damit rückt die Tragbarkeit der Staatsschulden wieder in den Vordergrund der Diskussionen. An den Finanzmärkten ist der Risikoaufschlag für französische Staatsanleihen gegenüber vergleichbaren Papieren Deutschlands bereits wieder angestiegen. Aktuell liegt die Risikoprämie mehr als eine Standardabweichung über dem langfristigen Durchschnittswert der letzten 20 Jahre. Neben dieser Verschlechterung der strukturellen Rahmenbedingungen zeigen auch die zyklischen Indikatoren eine weitere Verlangsamung der Dynamik an. So deutet ein Indikator des staatlichen Instituts für Statistik und wirtschaftliche Studien (Insee) auf ein ausgesprochen ungünstiges Konjunkturklima per Oktober 2023: In den letzten fünf Jahren lag dieser Indikator nur in vier Monaten unterhalb des aktuellen Werts. Drei dieser vier Beobachtungen fielen in die Zeit der Eindämmungsmassnahmen zur Bekämpfung der Pandemie.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.9%	2023: 5.0%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Für den Monat Oktober liegen noch keine detaillierten Zahlen zur Entwicklung des Verbraucherpreisindex vor. Die vorläufige Schätzung des Insee bestätigte allerdings unsere Annahme, wonach Basiseffekte und die nachlassende Konjunkturdynamik für eine weiter rückläufige Gesamtinflation sorgten. Zuletzt stand die Inflationsrate demnach noch bei 4%, 2 Prozentpunkte unter dem Wert vom Januar 2023. In unserem Basisszenario, und unter der Annahme stabiler Energiepreise, dürfte die Inflationsrate ab Oktober 2024 wieder unter 2% zu liegen kommen.

Italien

Staatshaushalt aus dem Lot

In der Eurozone sind die Renditen auf Staatsanleihen im dritten Quartal auf breiter Basis angestiegen. In Kombination mit einem italienischen Budgetvorschlag, der wenig Wunsch nach Sparen ausstrahlt, sind die Diskussionen um die Nachhaltigkeit der italienischen Schuldensituation neu aufgeflammt, und der Spread zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen hat sich wieder ausgeweitet. Die befürchtete Neubewertung des italienischen Kreditratings von S&P blieb im Oktober zwar aus, aber die Überprüfungen von Fitch und Moody's standen bei Redaktionsschluss noch aus. Die italienische Regierung stellt zwar eine Verbesserung des Primärdefizits (Defizit ohne Zinszahlungen) von -1.5% des BIP im Jahr 2023 auf -0.2% im Jahr 2024 in Aussicht. Diese Verbesserung basiert aber auf unseres Erachtens zu optimistischen BIP-Wachstumsannahmen der Regierung (1.2% vs. unsere Prognose von 0.5% für 2024). Gleichzeitig steigt die erwartete Zinslast über die Jahre an und sorgt dafür, dass trotz der geplanten, eher halbherzigen Fiskalkonsolidierung das Gesamtdefizit erst 2026 wieder unter die Maastricht-Marke von 3% des BIP fallen wird.

Spanien

Abschwächung im Winter

Von der Verschlechterung der Wettbewerbsposition von Unternehmen aus der Eurozone (siehe Grafik des Monats) ist Spanien deutlich weniger stark betroffen als Deutschland. In Spanien geben Unternehmen aus der Bekleidungs-, der Plastik-, der Papier- und der Metallindustrie die stärkste Verschlechterung der Wettbewerbsposition im dritten Quartal an. Hingegen hat sich die Position für Produzenten von Metallzeugnissen, Fahrzeugen, Möbeln und pharmazeutischen Produkten im selben Zeitraum sogar verbessert. Insgesamt wuchs die spanische Wirtschaft im dritten Quartal um 0.3%, leicht stärker als von uns erwartet. Der Konsum und der Handel trugen beide positiv bei. Die restriktive Geldpolitik hinterlässt aber auch in der spanischen Wirtschaft Spuren: Die Investitionen waren bereits im dritten Quartal rückläufig und die Kreditnachfrage von Unternehmen verschlechterte sich zuletzt nochmals deutlich. Ausserdem trübt sich die Konsumentenstimmung trotz tieferer Inflation seit August wieder ein. Für die Winterquartale erwarten wir deshalb auch für Spanien eine Abschwächung der Wirtschaftsdynamik.

Schweiz

Nullwachstum

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.8%
2024: 1.0%	2024: 1.2%

Seit dem zweiten Quartal des laufenden Jahres dümpelt die Schweizer Wirtschaft in seichtem Wellengang. Dies hat sich zu Beginn des Schlussquartals nicht geändert. Bis jetzt vorliegende Indikatoren wie der Oktoberwert des Konjunkturbarometers der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich bestätigen diesen Befund. Der Einkaufsmanagerindex PMI für die Industrie fiel im Monat Oktober deutlich auf 40.6 Punkte. Hauptgrund für den erneuten Rückgang des PMI sind die gegenüber September stark geschrumpfte Produktion und der niedrige Auftragsbestand, der keine rasche Trendwende erwarten lässt. In der Vergangenheit war die Schweizer Wirtschaft in einer Rezession, wenn der Einkaufsmanagerindex derart niedrige Werte auswies. Nicht zufällig mehrten sich zuletzt auch die Nachrichten von Arbeitsplatzverlusten in der einheimischen Wirtschaft. Getragen wird das Wachstum weiterhin von der inländischen Konsumnachfrage und vom Bevölkerungswachstum. Mit Ausnahme des Monats Juli lagen die Monatsdaten zur Nettozuwanderung gemäss Staatssekretariat für Migration (SEM) bisher in jedem Monat auf einem Rekordstand für die Zeit seit 2014.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.1%	2023: 2.2%
2024: 1.9%	2024: 1.6%

Nach dem deutlichen Rückgang der Inflationsrate über die Sommermonate fließt nun im vierten Quartal 2023 die Erhöhung der Bestandsmieten in die Berechnung der Konsumentenpreise ein. Zusammen mit höheren Stromtarifen und der Anhebung des Mehrwertsteuersatzes auf Jahresanfang 2024 führen die höheren Mieten zu einem erneuten Anstieg der Inflationsrate auf knapp über 2% im Laufe des ersten Quartals 2024. Die geopolitischen Entwicklungen bringen kurzfristig gegenläufige Prognoserisiken mit sich: Einerseits stiegen im Oktober die Energiepreise deutlich an, andererseits sorgt die Aufwertung des Schweizer Frankens für niedrigere Importpreise.

Grossbritannien Der Arbeitsmarkt hat gedreht

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.4%
2024: 0.3%	2024: 0.3%

Die monatlichen BIP-Zahlen waren insgesamt etwas besser als unsere vorsichtigen Prognosen und veranlassten uns zu einer leichten Aufwärtsrevision der Prognose für 2023. Allerdings ändert das wenig am Bild, dass die britische Wirtschaft seit Anfang 2022 mehrheitlich seitwärts läuft und nach wie vor keine Wachstumstreiber auszumachen sind. Die Bank of England dürfte nun zwar pausieren, aber die Geldpolitik ist straff eingestellt und fordert ihren Tribut. Die verschiedenen Indikatoren zeigen, dass die Häuserpreise im besten Fall stagnieren oder gar deutlich zurückgehen. Zudem ist die Konsumentenstimmung im Oktober, nach Monaten der Erholung, wieder eingebrochen, hauptsächlich aufgrund der schlechteren Einschätzung des Wirtschaftsausblicks. Dies widerspiegelt sich in nach wie vor schwachen Einzelhandelszahlen, die seit Anfang 2023 an Ort und Stelle treten und im dritten Quartal gar an Dynamik eingebüsst haben. Positiv anzumerken ist, dass aufgrund der fallenden Inflationsrate die Reallöhne im Moment zulegen. Allerdings dürfte sich nun auch das Lohnwachstum abschwächen, da der Arbeitsmarkt gedreht hat, mit rückläufiger Beschäftigung im dritten Quartal. Die Einkaufsmanagerindizes für Oktober deuten gerade im Dienstleistungsbereich nicht auf eine Verbesserung im vierten Quartal hin. Aufgrund der ausbleibenden Wachstumstreiber ist unsere BIP-Wachstumsprognose von 0.3% für 2024 weiterhin vorsichtig.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 7.5%	2023: 7.4%
2024: 3.0%	2024: 3.1%

Die britische Inflation sorgt immer wieder für Überraschungen. Nach der Abwärtsüberraschung im August waren die Septemberzahlen wieder etwas stärker als erwartet, was eine Prognoseanpassung erforderte. Insgesamt zeigt der Trend bei der Kerninflation weiterhin nach unten, bei den Kern-Güterpreisen etwas stärker als bei den Dienstleistungspreisen. Wir rechnen damit, dass die Kerninflation von derzeit 6.1% im ersten Quartal 2024 wieder unter die Marke von 5% fallen wird.

China Konsum top, Immobilien Flop

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.4%	2023: 5.0%
2024: 4.7%	2024: 4.4%

Chinas BIP-Wachstum für das dritte Quartal dieses Jahres fiel mit 4.9% stärker aus als erwartet. Darüber hinaus wuchsen auch die monatlichen Septemberdaten für die Industrie und den Konsum mit einem soliden Tempo. Die Konsumaussichten sind in der Tat ermutigend. Neben den Einzelhandelsumsätzen für den Monat September, die um solide 5.5% gegenüber Vorjahr stiegen, deuten auch die täglichen Indikatoren der Einnahmen an der Kinokasse auf eine anhaltende Verbesserung hin. Unterdessen ist die Arbeitslosenquote von 5.2% auf 5.0% gesunken, während sich die Sparquote der Haushalte dem Niveau vor der Pandemie annähert – ein Hinweis darauf, dass sich die Haushalte weniger Sorgen um ihre Einkommenserwartungen machen und entsprechend wieder mehr ausgeben. Daher heben wir unsere BIP-Prognose für 2023 von zuvor 5.0% auf 5.4% an. Derweil bleibt der Immobiliensektor der Schwachpunkt der Wirtschaft. Sowohl die Investitionen als auch die Verkäufe sind aufgrund des Vertrauensschocks, der die Investoren aus dem Sektor trifft, weiterhin rückläufig. Es gibt jedoch einen Silberstreif am Horizont: Die Fertigstellungen von vorverkauften Immobilien nehmen weiterhin deutlich zu. Dies könnte mit der Zeit dazu beitragen, das Vertrauen wiederherzustellen, wenn die Käufer von bereits verkauften Häusern zunehmend die Gewissheit haben, dass sie die Objekte bekommen, für die sie zuvor bezahlt haben.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.6%
2024: 1.2%	2024: 1.7%

Die chinesischen Inflationsdaten für den September blieben mit einer Gesamtinflationsrate von 0.0% schwach. Während die Preise in den Bereichen Freizeit und Verkehr leicht anziehen, bleiben die Güterpreise im Zusammenhang mit Immobilien schwach, was die anhaltende Schwäche dieses Sektors widerspiegelt. Die Produzentenpreise blieben mit -2.5% gegenüber Vorjahr im deflationären Bereich, zogen aber im Vergleich zum Vormonat leicht an.

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.