

September 2024

Kernaussagen

- USA: Die Arbeitsmarktdaten dürften in den kommenden Monaten erneut für Rezessionsängste sorgen
- Europa: Der Industriesektor schwächelt aufgrund zyklischer und teils struktureller Probleme
- China: Staatliche Unterstützung für den schwächelnden Immobiliensektor wird weiterhin limitiert bleiben

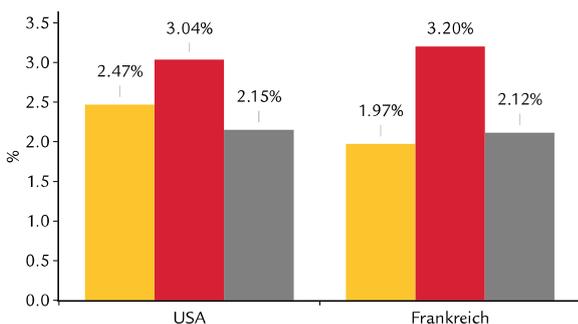
Prognosevergleich

	2024 BIP-Wachstum		2025 BIP-Wachstum		2024 Inflation		2025 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	2.5%	2.5% ↑	1.6% ↓	1.7%	2.9% ↓	3.0% ↓	2.1% ↓	2.2% ↓
Eurozone	0.7%	0.8% ↑	1.0%	1.3% ↓	2.5% ↑	2.4%	2.1% ↑	2.0%
Deutschland	0.1%	0.1% ↓	1.0%	1.0% ↓	2.3%	2.4% ↑	1.9%	2.0%
Frankreich	1.2%	1.1% ↑	1.0%	1.1% ↓	2.1%	2.3% ↓	1.4%	1.8%
Italien	0.8%	0.8% ↓	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.9%	1.8% ↑
Spanien	2.6%	2.4% ↑	1.5%	1.9%	3.0%	3.1%	2.1%	2.1%
Grossbritannien	1.1% ↑	1.0% ↑	1.0%	1.2% ↑	2.5% ↓	2.6%	2.1%	2.3%
Schweiz	1.3%	1.4%	1.0%	1.5%	1.2%	1.3%	0.5%	1.1%
Japan	-0.1%	0.0% ↓	0.9%	1.2% ↓	2.5%	2.5%	1.5%	2.1%
China	4.7%	4.9%	4.4%	4.4%	0.4%	0.5% ↓	1.8%	1.3% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 15. August 2024

Grafik des Monats

Marktimplizierte Inflationserwartungen
«Break-even»-Inflationsrate im Durchschnitt der nächsten 10 Jahre



■ 2022 (bis 24. Februar) ■ Maximum 2022 - 2024 ■ Per Redaktionsschluss

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 27.08.2024

Das Ziel der Straffung der Geldpolitik durch die Zentralbanken ab Frühjahr 2022 war es einerseits, den unmittelbaren Inflationsdruck zu bändigen, und andererseits, die langfristigen Inflationserwartungen wieder fest zu verankern. Letztere lassen sich in jenen Ländern, welche inflationsgeschützte Anleihen ausstehen haben, an Marktpreisen ablesen. Die sogenannte Break-even-Inflationsrate über die kommenden zehn Jahre lag unmittelbar vor dem Ukrainekrieg sowohl in den USA wie auch in Frankreich in der Nähe des Inflationsziels der jeweils verantwortlichen Zentralbank. Nach dem sprunghaften Anstieg haben sich die Inflationserwartungen mittlerweile wieder normalisiert.

USA Die Rezessionsdebatte lebt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.5%	2024: 2.5%
2025: 1.6%	2025: 1.7%

Schlechte US-Arbeitsmarktdaten lösten Anfang August akute Rezessionsängste aus, die für eine kurzzeitige Verkaufswelle an den Märkten sorgten (siehe unseren Flash Comment vom 8. August). Seither haben sich die Sorgen wieder gelegt, hauptsächlich aufgrund positiver Wirtschaftsdaten. Im Juli legten die Detailhandelsumsätze stärker als erwartet zu, und der S&P-Global-Einkaufsmanagerindex (PMI) für Dienstleister lag im August zum dritten Monat in Folge klar im Expansionsbereich. Dennoch gehen wir davon aus, dass die Rezessionsangst wieder periodisch aufflammen wird. Die erwartete Abkühlung der US-Wirtschaft ist eingetroffen, und wir erwarten einen weiteren Anstieg der Arbeitslosenquote über die kommenden Monate von derzeit 4.3% auf 4.7% Ende 2025, ein Ausmass, das weder von der US-Notenbank (Jahresendprognose 2025 von 4.1%) noch vom Konsensus (4.2% im Jahresdurchschnitt 2025) erwartet wird. Das tiefere Konsumwachstum sorgt dafür, dass sich die Firmen offenbar auf Effizienz trimmen: Es gibt weniger offene Stellen, und die Dienstleister meldeten im August-PMI trotz solider Auftragslage gar eine rückläufige Beschäftigung. Konsumenten zeigen sich gemäss Umfragen zunehmend besorgt über die Lage am Arbeitsmarkt. Um der Gefahr einer Negativspirale, die tatsächlich in eine Rezession münden könnte, zu begegnen, hat der Vorsitzende der US-Notenbank eine erste Zinssenkung im September in Aussicht gestellt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.9%	2024: 3.0%
2025: 2.1%	2025: 2.2%

Die Juli-Inflationszahlen zeigten, dass die starken Inflationsrückgänge der beiden Vormonate Ausreisser waren. Die Wohnkosten und die Autoversicherungsprämien gaben ein Comeback, beides Elemente, bei denen wir spätestens 2025 eine deutliche Entspannung erwarten. Die Inflation zyklischer Dienstleistungen zeigt eine schwache Dynamik, was der Fed grünes Licht für die geldpolitische Normalisierung geben dürfte.

Eurozone Schwächelnde Industrie

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.7%	2024: 0.8%
2025: 1.0%	2025: 1.3%

Die Industrieproduktion in der Eurozone bleibt immer noch hinter dem Vor-Pandemie-Niveau zurück. Auch Umfragedaten deuten auf eine gedrückte Stimmung in der Industrie hin, z. B. die momentan schwachen Einkaufsmanagerindizes (PMI). Die anhaltende Schwäche ist einerseits auf zyklische Faktoren zurückzuführen. So sind die Firmen immer noch dabei, überhöhte Lagerbestände abzubauen, die sie während des postpandemischen Nachfragebooms angehäuft haben. Dazu kommt die schwache Konsumnachfrage aus China, was vor allem Deutschland spürt. Zudem ist die Erholung der Konsumausgaben immer noch schwach und belastet auch die Inlandsnachfrage nach industrieller Produktion. Weiter belasten die höheren Zinsen die Ausgaben und die Investitionen. Die meisten dieser zyklischen Probleme dürften sich unserer Meinung nach aber in naher Zukunft lösen und zumindest für eine Stabilisierung der Industrieproduktion in der Eurozone sorgen. Jedoch stellt sich in Anbetracht der anhaltenden Schwäche der Industrie die Frage nach strukturellen Problemen in diesem Sektor. Der Industriesektor ist wie die übrige Wirtschaft von umfassenderen strukturellen Problemen wie einer alternden Erwerbsbevölkerung betroffen. Es ist auch eine Verschiebung hin zu hoch spezialisierten Produkten innerhalb des Sektors sichtbar. Diese Entwicklung sollte aber unserer Meinung nach primär das Volumen, jedoch nicht die Wertschöpfung reduzieren.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.5%	2024: 2.4%
2025: 2.1%	2025: 2.0%

Die Gesamtinflation in der Eurozone stieg im Juli leicht an von 2.5% auf 2.6%, während die Kerninflation unverändert bei 2.9% lag. Im Kernwarenkorb ging die Inflation in vielen Komponenten zurück. Jedoch glich ein Anstieg der Bekleidungs-inflation dies aus. Die Bekleidungspreise in Italien sind im Juli weniger stark gefallen als normalerweise in diesem Monat.

Deutschland Geschwächt, nicht geschlagen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.1%	2024: 0.1%
2025: 1.0%	2025: 1.0%

Die deutsche Industrie ist zweifelsohne mit vielseitigen Herausforderungen konfrontiert. Während der Pandemie wurde die Produktion durch Liefer- und Personalengpässe gedrosselt, heute ist die schwache Nachfrage die viel grössere Limitierung. Insbesondere die Exportauftragsbücher werden als unzureichend gefüllt beurteilt. Standortnachteile wie hohe Lohnkosten und Unternehmenssteuern bestehen schon länger. Die gegenüber den USA immer noch deutlich höheren Energiepreise erschweren den Wettbewerb seit 2021 zusätzlich und bald kommt wohl ein schnellerer Rückgang der Erwerbsbevölkerung als anderswo hinzu. Es gibt aber drei Gründe, weshalb wir zyklisch von einer Stabilisierung der Industrieproduktion ausgehen. Erstens zeigt der Produktionstrend der energieintensiven Sektoren wieder nach oben. Zweitens scheint auch bei den Baugenehmigungen die Talsohle durchschritten und die Baubranche dürfte als erste von tieferen Zinsen profitieren. Drittens wird ein Teil der schwachen Produktion immer noch durch eine Normalisierung der Lager erklärt. Diese dürfte aber allmählich abgeschlossen sein. Auch strukturell halten wir die Warnungen vor einer Deindustrialisierung für zu pessimistisch. Während die Beschäftigung in der Herstellung zwar ihren langfristigen Abwärtstrend fortsetzt und das produzierte Volumen seit 2017 sinkt, hielt sich die Bruttowertschöpfung bisher erstaunlich konstant. Es werden also insgesamt weniger, dafür hochwertigere Güter produziert, was sich auch in der zunehmenden Beschäftigung in entsprechenden Sektoren zeigt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.3%	2024: 2.4%
2025: 1.9%	2025: 2.0%

Die Inflation zog im Juli wie erwartet leicht an von 2.2% auf 2.3%. Wir erwarten aber, dass sie im August abgerundet erstmals wieder auf das Zentralbankziel von 2% zu liegen kommt. Die Dienstleistungsinflation bleibt aber hartnäckig. Für die Kerninflation erwarten wir deshalb erst im Jahr 2025 einen Rückgang auf 2%.

Frankreich Rekorde, wohin man schaut

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.1%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

Jetzt hat auch Frankreich sein Sommermärchen. Die Olympischen Sommerspiele waren die perfekte Inszenierung von Frankreichs Gestaltungstalent. Selbst das Wasser der Seine war sauber genug für die Medaillenjagd. Beobachter der wirtschaftlichen und politischen Vorgänge dagegen fischen derzeit eher in trüben Wassern nach Orientierung. Nach wie vor ist nicht bekannt, welchen Vertreter aus welchem Lager Präsident Macron zum Premierminister ernennen wird. Wenig überraschend schnellte ein Index einer amerikanischen Forschungsgruppe zum Stand der wirtschaftspolitischen Verunsicherung für Frankreich im Monat Juli stark nach oben. Die bekannteren Konjunkturindikatoren sind verzerrt durch den sportlichen Megaanlass: Der Einkaufsmanagerindex für die Industrie brach im August ein, auch aufgrund stark rückläufiger Aufträge aus dem Inland. Im selben Monat sprang derselbe Indikator für die Dienstleister auf den höchsten Wert seit Mai 2022. Als Folge ist die Differenz zwischen den beiden Sektoren so hoch wie noch nie. Nicht nur in den Stadien, auch in gewissen Konjunkturdaten lassen sich also neue Rekorde feststellen. Der Nettoeffekt der Sommerspiele auf das BIP-Wachstum im laufenden Quartal wird vom statistischen Amt INSEE auf 0.3 Prozentpunkte veranschlagt. Weitere positive Effekte auf das Wirtschaftswachstum dürfen in den kommenden Quartalen von der Bauwirtschaft und vom Konsum der privaten Haushalte erwartet werden. Sinkende Finanzierungskosten und steigende Reallöhne sind die Auslöser dieser Tendenz.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.1%	2024: 2.3%
2025: 1.4%	2025: 1.8%

Die Inflationserwartungen der Investoren (siehe Seite 1) und der Verbraucher sind wieder gut verankert. Gemäss einer EZB-Umfrage erwarten Frankreichs Haushalte für die nächsten drei Jahre eine mittlere Teuerung von 2.0%. Kurzfristig wird sie noch niedriger ausfallen: Für August erwarten wir erstmals seit drei Jahren einen Rückgang der Inflationsrate unter 2%.

Italien

Boomende Exporte in die USA

Italien kann sich der aktuellen Malaise in der europäischen Industrie nicht entziehen. Die Exporte in die lange Zeit wichtigsten Exportländer Deutschland und Frankreich gehen seit Anfang 2023 auf nominaler Basis zurück. Glücklicherweise konnten die boomenden Exporte in die USA einen Teil davon auffangen. Die Exporte in die USA betragen 2011 noch rund EUR 23 Milliarden und damit fast gleich viel wie in die Schweiz. Seither haben die Exporte in die Schweiz nur wenig zugelegt, während sich die Exporte in die USA auf EUR 68 Milliarden verdreifacht haben und die USA nun nach Deutschland und noch vor Frankreich der zweitwichtigste Absatzmarkt ist. Insbesondere Maschinen und Pharmaprodukte waren dabei wichtige Treiber. Die geringe Abhängigkeit von China und die zunehmende Ausrichtung auf den US-Markt sind grundsätzlich eine positive Entwicklung, könnten aber aufgrund der erwarteten zyklischen Abkühlung in den USA in den nächsten Monaten auf der Performance der italienischen Industrie lasten und die Vulnerabilität der italienischen Wirtschaft gegenüber möglichen Zöllen bei einer erneuten Trump-Präsidentschaft erhöhen.

Spanien

Olivenölkrise

Spanien weist momentan eine der höchsten Inflationsraten der Eurozone auf. Die Gesamtinflation lag im Juli bei 2.8%, ist jedoch bereits deutlich tiefer als im Juni (3.4%). Die Dynamik über die letzten Monate wurde vor allem durch die Lebensmittelpreise geprägt, wo eine Komponente besonders herausstricht: Olivenöl. Das Gewicht von Olivenöl im spanischen Konsumentenindex ist höher als im europäischen Durchschnitt, weshalb die Preissteigerung hier besonders durchschlägt. Die Olivenölpreise erreichten im März ihren Höhepunkt mit einer Preissteigerung von 70% im Vergleich zum Vorjahr, was schlechten Ernteprognosen geschuldet war. Die spanische Regierung hat die Mehrwertsteuer auf Olivenöl seit Jahresbeginn gesenkt, um den Preissteigerungen entgegenzuwirken. Günstiger Regenfall im März und im April haben die Situation etwas entschärft und die Olivenölpreise sind seit Mai Monat für Monat rückläufig. Im Juli lag die Olivenölinflation noch bei 38.3% im Vergleich zum Vorjahr. Die Olivenölpreise sollten jedoch volatil bleiben, bis die genauen Erntemengen für dieses Jahr im Herbst bekannt sind.

Schweiz

Rückgang der Inflation

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.3%	2024: 1.4%
2025: 1.0%	2025: 1.5%

Die Daten zur konjunkturellen Verfassung der Schweizer Wirtschaft bleiben schwierig zu interpretieren: Neuerdings veröffentlicht das Staatssekretariat für Wirtschaft SECO 45 Tage nach Quartalsende eine Vorabschätzung zum BIP-Wachstum. Für das zweite Quartal fiel dieser Wert etwas stärker aus, als es die bisher bekannten Daten hätten erwarten lassen. Das sogenannte Flash-BIP zeigt zudem eine Beschleunigung der wirtschaftlichen Dynamik gegenüber dem erstem Quartal 2024 an. Erstaunlich an diesen Daten ist der Umstand, dass die Industrie stark zum überdurchschnittlichen Wachstum beitrug. Unternehmerumfragen aus diesem Sektor zeichnen weiterhin ein weniger erfreuliches Bild. Insbesondere der Einkaufsmanagerindex aus der Industrie liegt seit Januar 2023 ununterbrochen unter dem Wert von 50 Punkten, welcher Wachstum gegenüber dem Vormonat anzeigen würde. Die erwartete Normalisierung der Geldpolitik in Europa und den USA sollte den Exporteuren in den kommenden Quartalen Rückenwind verschaffen. Ebenso sind positive Effekte durch die Entspannung der Kaufkraftkrise zu erwarten. Die Konsumenten in der Schweiz und andernorts in Europa signalisierten in Umfragen zuletzt, dass sie den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen als zunehmend günstig wahrnehmen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.3%
2025: 0.5%	2025: 1.1%

Unsere Inflationsprognose für das kommende Jahr liegt erheblich unter der Konsensuserwartung. Dieser Umstand dürfte teilweise auf die vorsichtigere Annahme zum BIP-Wachstum zurückzuführen sein. Der Preisdruck wird aber 2025 zusätzlich nachlassen, weil die Bestandsmieten nicht weiter erhöht werden und die Stromtarife meistens deutlich gesenkt werden. Die kräftige Aufwertung des Schweizer Frankens über die vergangenen Wochen schlägt sich zudem rasch in tieferen Importpreisen nieder.

Grossbritannien Erwartungen übertroffen

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.1%	2024: 1.0%
2025: 1.0%	2025: 1.2%

Die britische Wirtschaft zeigt sich weiterhin von seiner starken Seite. Nach dem ersten Quartal sind auch die BIP-Zahlen für das zweite Quartal besser als erwartet ausgefallen. Die britische Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 0.6% im Vergleich zum Vorquartal. Die unterliegenden Details waren jedoch etwas weniger ermutigend. So war der Staatskonsum der stärkste Wachstumstreiber auf der Nachfrageseite, während der Haushaltskonsum und die Unternehmensinvestitionen hinter den Erwartungen zurückblieben. Für den Haushaltskonsum sehen wir aber weiterhin positive Signale. Die realen Einkommen sind weiter angestiegen und die Konsumentenstimmung erholt sich weiter. Zudem haben sich die Einzelhandelsverkäufe im Juli von ihrem deutlichen Rückgang im Juni erholt. Neben der Konsumentenstimmung ist auch die Stimmung im Industrie- und Dienstleistungssektor stark. So zeigen die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes (PMI) für August weiterhin einen soliden Ausblick für den Privatsektor, welcher besonders einem robusten Aufschwung bei neuen Auftragseingängen geschuldet ist. Die kräftigen Nachfragebedingungen trugen zu einem stärkeren Anstieg bei den Personaleinstellungen bei. Dies zeigt sich auch in den Arbeitslosenzahlen. Die Arbeitslosenquote fiel im Juni überraschend von 4.4% auf 4.2%. Jedoch ist auch hier die unterliegende Dynamik weniger ermutigend. So war der Grossteil des Beschäftigungswachstums auf Teilzeitbeschäftigungen und befristete Stellen zurückzuführen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.5%	2024: 2.6%
2025: 2.1%	2025: 2.3%

Die Gesamtinflation ist im Juli weniger stark als erwartet auf 2.2% angestiegen. Der Anstieg der Jahresrate gegenüber Juni war jedoch erwartet worden aufgrund auslaufender Basiseffekte der Energiepreise. Ermutigend war für einmal die Dienstleistungsinflation, die weniger stark als erwartet anstieg. Die Dienstleistungsinflation hält sich seit Monaten hartnäckig.

China Unterstützung bleibt begrenzt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 4.7%	2024: 4.9%
2025: 4.4%	2025: 4.4%

Nach einem schwächer als erwarteten Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal zeigen auch die ersten Indikatoren für das dritte Quartal keine Besserung. Besonders der Immobilienmarkt verzeichnet eine anhaltende Abwärtsbewegung im Vergleich zum Vorjahr, sei es bei den Verkäufen, den Immobilienpreisen oder den Investitionen. Dennoch verzichtet die Regierung auf eine substanziellere Unterstützung, die die Wirtschaft ankurbeln würde. Der Grund dafür ist, dass die Regierung von den alten Wachstumstreibern abrücken möchte und eine weitere Abschwächung der Investitionstätigkeit anstrebt, während sie Ressourcen in die Produktion neuer Energie- und Hightech-Technologien lenkt. Zudem verläuft der Abwärtstrend im Immobilienmarkt vermutlich nach Plan der Regierung. Insbesondere die Immobilienverkäufe bleiben zwar auf einem sehr niedrigen Niveau, fallen aber in diesem Jahr nur noch marginal. Dennoch gibt es Grund zur Vorsicht. Erstens bleiben die Einkommensaussichten unsicher, da die Beschäftigungssituation düster ist. Dies ist kein Umfeld, in dem Menschen bereit sind, in Wohnimmobilien zu investieren. Zweitens sind die Rückgänge der Immobilienpreise im Vergleich zum Einbruch der Nachfrage moderat. Neubaupreise sind nur um etwa 8% gesunken, während die Hausverkäufe im Vergleich zu Mitte 2021 um mehr als 50% zurückgegangen sind. Die Erwartung weiterer Preisrückgänge wird Käufer dazu veranlassen, abzuwarten.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.4%	2024: 0.5%
2025: 1.8%	2025: 1.3%

Die Gesamtinflation stieg im Juli auf 0.5% an, verglichen mit 0.2% im Juni. Der Haupttreiber für den Anstieg ist eine Erholung der Schweinefleischpreise, die dieses Jahr eine Rückkehr zum deflationären Umfeld verhindern wird. Dennoch zeigt die niedrige Kerninflation von 0.4% (0.6% im Juni) weiterhin schwache Nachfragebedingungen.

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 Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

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 Abteilung Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding 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 worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie 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, F-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 Street, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milan. **Dänemark:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K, 1265 Frederiksgade.