

März 2024

Kernaussagen

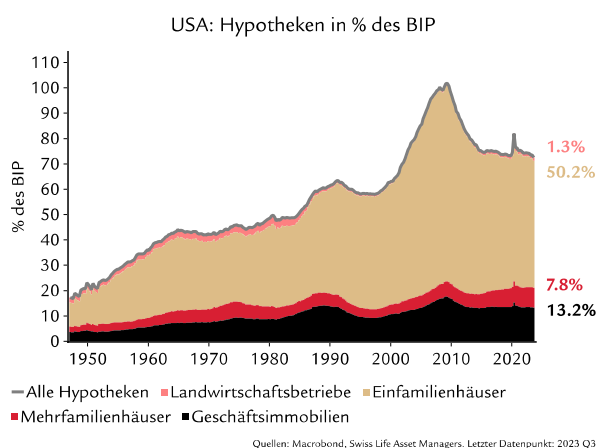
- Der Einbruch bei US-Geschäftsimmobilien belastet kleine US-Banken, wir erwarten aber keine systemische Krise
- Der Süden Europas ist Anfang 2024 weiterhin dynamischer unterwegs als die Eurozonen-Kernländer
- China: Inlandsreisen erreichen Rekordwerte, dennoch belastet die Schwäche im Immobiliensektor den Konsum

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	2.1% ↑	2.1% ↑	1.7% ↑	1.7%	2.9% ↑	2.6%	2.4%	2.2% ↓
Eurozone	0.3% ↓	0.5%	1.0%	1.3%	2.3% ↑	2.3% ↑	2.0% ↑	2.0%
Deutschland	-0.2% ↓	0.3%	1.0%	1.1% ↓	2.2% ↑	2.5%	1.9%	2.1%
Frankreich	0.6% ↓	0.7%	1.0%	1.3%	2.2% ↑	2.4% ↓	1.8% ↑	1.9%
Italien	0.5%	0.5%	0.8%	1.0%	1.7%	1.9% ↓	1.9%	1.9% ↑
Spanien	1.3%	1.5% ↑	1.6%	1.8%	2.8% ↑	2.9%	2.1%	2.1%
Grossbritannien	0.1% ↓	0.3% ↑	1.0%	1.1% ↑	3.0%	2.6% ↓	2.4%	2.1% ↓
Schweiz	1.0%	1.1% ↓	0.9%	1.6%	1.2% ↓	1.6% ↑	0.9%	1.2%
Japan	0.3% ↓	0.7% ↓	0.7%	1.0%	1.7% ↓	2.3% ↑	1.4%	1.6% ↑
China	4.5%	4.6%	4.4%	4.3%	0.7% ↓	0.9% ↓	1.9%	1.6% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12. Februar 2024

Grafik des Monats



Die Preise für US-Geschäftsimmobilien sind in den grossen Zentren eingebrochen. Höhere Zinsen und insbesondere die Unterbelegung im Zuge von Homeoffice forderten ihren Tribut. Folgende Argumente sprechen aber gegen eine Neuauflage der Finanzkrise 2008: (1) Hypotheken für Geschäftsimmobilien machen nur 18% des Gesamtmarkts aus und waren im Vergleich zum BIP seit 2014 stabil. (2) Im weitaus grösseren Markt für Wohnhypotheken sind keine Schwächezeichen auszumachen. (3) Zentralbank und Bankenaufsicht sind sich des Problems bewusst und würden vermutlich beim geringsten Anzeichen von systemischem Stress im US-Bankensystem eingreifen.

USA Kleinere Banken unter Druck

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.1%	2024: 2.1%
2025: 1.7%	2025: 1.7%

Erste Daten scheinen unsere Erwartung zu bestätigen, dass der US-Dienstleistungssektor Anfang 2024 etwas an Schwung verloren hat. Die Detailhandelsumsätze gingen im Januar überraschend zurück, und der Einkaufsmanagerindex für Dienstleister hat sich im Februar von soliden Niveaus aus etwas abgeschwächt. Wir erwarten 2024 weiterhin eine gewisse Abschwächung der US-Wirtschaft, aber keine eigentliche Rezession mehr. Die grosse Unbekannte 2024 ist allerdings die Krise bei US-Geschäftsimmobilien und deren mögliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Gemäss den meisten Marktbeobachtern dürfte sich die Korrektur angesichts von anstehenden Refinanzierungen und auslaufenden Mietverträgen weiter verschärfen. Während wir die Gefahr einer systemischen Krise für gering halten (siehe Grafik des Monats), dürfte die Kreditversorgung gerade für KMU schwieriger werden. Bei gewerblichen Hypotheken sind vor allem US-Regionalbanken engagiert, und viele von ihnen werden wohl 2024 mit der Restrukturierung von solchen Hypotheken beschäftigt sein. Leidtragende der Korrektur sind auch viele Städte, deren Steuereinnahmen teils stark von Geschäftsimmobilien abhängen. Die Bauwirtschaft dürfte aber kaum betroffen sein. Der Bau von Gewerbeimmobilien macht nur rund 0.4% des BIP aus, und die aktuelle Schwäche dürfte vom Bauboom in den Bereichen Infrastruktur und Industriebauten mehr als kompensiert werden.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.9%	2024: 2.6%
2025: 2.4%	2025: 2.2%

Im Januar stiegen die US-Konsumentenpreise (CPI) im Monatsvergleich deutlich an. Besonders die Beschleunigung bei den Dienstleistungen (ohne Energie und Wohnen) war ein Schock. Diese Komponente dürfte aber bei der Inflation der Konsumausgaben (PCE) – des eigentlichen Ziels der US-Notenbank – weniger stark ansteigen, da Gesundheitsausgaben hier anders berücksichtigt sind. Insofern denken wir, dass Zinssenkungen in den USA 2024 nach wie vor realistisch sind.

Eurozone Mehr Daten nötig

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.3%	2024: 0.5%
2025: 1.0%	2025: 1.3%

Mit Blick auf mögliche erste Zinssenkungen der EZB zeichnen aktuelle Daten ein gemischtes Bild. Die Wirtschaftsaktivität bleibt besonders in der Industrie schwach und die Gesamtinflation nähert sich dem 2%-Ziel. Allerdings blieb die Kerninflation der Dienstleistungspreise im Januar hartnäckig hoch, wenn auch getrieben durch Sondereffekte in Deutschland. Der Einkaufsmanagerindex der Dienstleister erreichte im Februar zudem überraschend die Wachstumsschwelle von 50 nach einem halben Jahr im Kontraktionsbereich. Ein Haupttreiber war die starke Beschäftigungskomponente, welche den allgemein robusten Arbeitsmarkt widerspiegelt. Gerade dieser bereitet der EZB mit Blick auf die Lohnentwicklung Sorge, und mehrere Ratsmitglieder betonten zuletzt die Notwendigkeit, weitere Daten abzuwarten. Allerdings sind Lohndaten immer erst mit einer Verzögerung verfügbar. Die Tariflöhne stiegen im vierten Quartal 2023 um 4.5% gegenüber Vorjahr an, weniger als im Vorquartal, aber immer noch zu schnell. Tariflöhne für das erste Quartal 2024 werden erst im Mai publiziert. Bis dahin stehen Lohndaten auf Länderebene (Spanien, Italien, Deutschland) sowie der Indeed-Monitor von Löhnen aus Stelleninseraten im Fokus. Ausserdem könnten Prognoserevisionen der EZB im März Signale über den Zeitpunkt der ersten Zinssenkung senden. Aktuell liegen die Wachstumsprognosen der EZB mit 0.8% für 2024 und 1.5% für 2025 höher als unsere.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.3%	2024: 2.3%
2025: 2.0%	2025: 2.1%

Auch die Inflationsprognosen der EZB liegen mit 2.7% für 2024 und 2.1% für 2025 höher als unsere Annahmen. Abwärtsrevisionen von Wachstums- und Inflationsprognosen würden die Türen für eine Zinssenkung im April offenhalten, falls die Gesamtinflation bis dahin weiter sinkt und Lohndaten den richtigen Trend aufweisen. Aktuell schätzen aber mehrere EZB-Ratsmitglieder das Risiko einer zu frühen Zinssenkung höher ein als dasjenige einer zu späten Lockerung.

Deutschland

Weiterhin Angstsparen angesagt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: -0.2%	2024: 0.3%
2025: 1.0%	2025: 1.3%

Die Krise bei US-Geschäftsimmobilien sorgte auch in Deutschland zuletzt wieder für Schlagzeilen, da einzelne deutsche Banken stark gegenüber diesem Markt exponiert sind. Während grössere Probleme einzelner Banken nicht ausgeschlossen werden können, scheinen aber systemische Risiken gedämmt. Im Basisszenario gehen wir weder in den USA noch in Europa, wo der Geschäftsimmobiliemarkt weniger angeschlagen ist, von einer grösseren Vertrauenskrise im Bankensektor aus. Weiterhin in der Krise befindet sich allerdings die deutsche Industrie. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) überraschte im Februar negativ mit beschleunigtem Rückgang der Produktion, der neuen Bestellungseingänge und der Beschäftigung. Dies veranlasste uns zu einer Abwärtsrevision unserer Wachstumsprognose für das erste Quartal 2024. Etwas konstruktivere Zeichen kommen aus dem Dienstleistungssektor, wo der Rückgang zuletzt weniger stark ausfiel und die Beschäftigungskomponente stark blieb. Das Konsumklima verbesserte sich im Februar geringfügig mit einem starken Anstieg der Einkommenserwartung, die sich allerdings nach wie vor nicht in höheren Kaufabsichten widerspiegelt. Die aktuelle Wirtschaftslage verleitet offenbar weiterhin zum Angstsparen. Vor dem Hintergrund der angeschlagenen deutschen Wirtschaft mag es erstaunen, dass sich gerade die beiden deutschen EZB-Ratsmitglieder weiterhin besonders restriktiv äussern.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.1%	2024: 2.5%
2025: 1.9%	2025: 2.1%

Die Gesamtinflation sank im Januar von 3.7% auf 2.9% und näherte sich damit ein deutliches Stück weiter dem Inflationsziel von 2% an. Die Kerninflation zeigte sich hartnäckiger und fiel von 3.5% auf 3.4%. Die Kerngüterpreise waren im Monatsvergleich rückläufig, die Dienstleistungspreise steigen aber aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung deutlich an. Die Kerninflation dürfte bis Jahresende höher bleiben als die Gesamtinflation, jedoch auf zeitweise 2.1% sinken.

Frankreich

Industrie: weniger Gegenwind

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.6%	2024: 0.7%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

Es fällt zurzeit schwer, den Zustand der französischen Wirtschaft zu beschreiben. Der Einkaufsmanagerindex zeigt in der Industrie und bei Dienstleistern die erwartete Aufwärtstendenz. Erfreulich ist dabei die nur noch leichte Abnahme des Auftragseingangs in der Industrie. Die Stagnation im zweiten Halbjahr 2023 schlägt sich bisher nicht im Arbeitsmarkt nieder. Zusammen mit der Erwartung von weiter nachlassender Inflation wäre damit der Boden bereitet für das Ende der Kaufkraftkrise und für einen höheren Privatkonsum. Der Rückgang der Konsumentenstimmung im Februar 2024 widerspricht aber dieser Erwartung. Dies mag im Zusammenhang damit stehen, dass das Lohnwachstum 2024 geringer ausfallen könnte als erhofft. Gemäss einer Umfrage von Rexecode und vom «Laboratoire d'idées pour les PME-ETI» sollen die Löhne 2024 um 2.6% steigen, nach 3.4% im Vorjahr. Eine Unbekannte bleibt die Fiskalpolitik: Nach einem leicht positiven Fiskalimpuls im Vorjahr kündigt die Regierung nun Sparprogramme an, deren Ausmass 2024 noch nicht abzuschätzen ist. Zu guter Letzt wird die Analyse durch die Austragung der Olympischen Sommerspiele erschwert. Wohl zieht das Ereignis Publikum aus dem In- und Ausland an. Wie gross der Nettoeffekt tatsächlich sein wird, hängt davon ab, wie sehr die einheimische Bevölkerung und die Unternehmen während der Sommermonate daran gehindert werden, ihren alltäglichen Beschäftigungen nachzugehen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.2%	2024: 2.5%
2025: 1.8%	2025: 1.9%

Die Inflationsrate sank im Januar auf 3.1%, den niedrigsten Wert seit Januar 2022. Schon im Februar dürfte die Inflationsrate nach unseren Erwartungen unter 3% zu liegen kommen. Diese Tendenz wird auch im weiteren Jahresverlauf anhalten: Im Schlussquartal 2024 rechnen wir mit einer Inflationsrate unterhalb von 2%.

Italien

Steigende Reallöhne

Gemäss Einkaufsmanagerindizes (PMI) ist Italien dynamischer ins Jahr 2024 gestartet als die Eurozonen-Kernländer Deutschland und Frankreich. Der Industrie-PMI ist weiter gestiegen und kratzte im Januar an der Wachstumsschwelle. Allerdings ist die Lage innerhalb des Sektors unterschiedlich, mit guten Produktionszahlen im Pharma- und Chemiesektor und insgesamt stagnierenden Zahlen in der übrigen Industrie. Besser sind die Vorzeichen im Dienstleistungssektor. Der PMI liegt hier wieder im Wachstumsbereich – dank höherem Output und besseren Geschäfts- und Beschäftigungserwartungen. Der Konsum dürfte 2024 von steigenden Reallöhnen profitieren. Die Inflationsrate liegt seit November 2023 unter der 1%-Marke, während Stundenlöhne im November um 2.7% gegenüber Vorjahr stiegen. Das Wachstum im Dezember betrug gar 7.9%, aber dieser Wert darf getrost ignoriert werden, da im Dezember Einmalzahlungen an Staatsangestellte ausgehändigt wurden, die das ganze Jahr 2024 betreffen. Im Gegensatz zu Deutschland und Frankreich ist bei Italien aufgrund der freundlicheren Daten keine Abwärtsrevision des BIP 2024 angezeigt.

Spanien

Boom in der Elektrobranche

In Spanien stieg der aggregierte Einkaufsmanagerindex im Januar auf 51.5, getrieben durch Verbesserungen in der Industrie und weiterhin guten Werten im Dienstleistungsbereich. Damit zeigt sich die spanische Wirtschaft deutlich dynamischer als der Eurozonen-schnitt (48.9). Unter allen publizierenden Eurozonen-ländern liegt der PMI derzeit nur in Griechenland (54.7) höher. Im Jahr 2023 verzeichneten die Produzenten von Computern, Elektro- und optischen Geräten einen besonders starken Anstieg (27%), gefolgt von Reparaturen und Installationen von Maschinen (10%) und chemischen Produkten (8%). Den stärksten Produktionsrückgang verzeichnete die Getränkeindustrie (-12%), die Druckindustrie (-8%) und Hersteller von pharmazeutischen Erzeugnissen (-7%). Bemerkenswert ist in diesem Umfeld der Rückgang der Kerninflation im Januar von 3.8% auf 3.6%, während die Gesamtinflation von 3.1% auf 3.4% anstieg, getrieben durch die Erhöhung der Energiesteuer und einen starken Anstieg der Preise verarbeiteter Lebensmittel. Spanien wird Anfang März als erstes Land Lohndaten für Februar publizieren, welche mit Spannung erwartet werden.

Schweiz

Überraschend tiefe Inflationsrate

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.0%	2024: 1.1%
2025: 0.9%	2025: 1.6%

Gewohnt spät werden die Zahlen zum Schweizer Bruttoinlandsprodukt für das Schlussquartal 2023 erst am 29. Februar und damit nach Redaktionsschluss dieser Publikation veröffentlicht. Eine aktuelle Umfrage von Bloomberg zeigt, dass die Konsensuserwartung bei einem moderaten Wachstum des realen BIP von 0.1% gegenüber dem Vorquartal liegt. Dies entspricht exakt unseren eigenen Annahmen. Grössere Überraschungen einmal ausgeschlossen, dürfte das reale BIP-Wachstum für das Gesamtjahr 2023 damit 0.7% betragen. Damit entging die Schweizer Wirtschaft einer technischen Rezession. Die aktuellen Beobachtungen zeigen aber, dass die Konjunktur insbesondere im Industriesektor gegenwärtig noch im Kriechgang verharrt. Die Arbeitslosenquote steigt seit Sommer 2023 leicht an, insbesondere in den stark industriegeprägten Kantonen des Jurabogens. Nach einem Durchschnitt von 2.0% im Vorjahr rechnen wir für 2024 mit einer mittleren Arbeitslosenquote von 2.3%. Nach wie vor gehen wir von einer zyklischen Belebung ungefähr zur Jahresmitte aus. Günstigere Finanzierungskosten via tiefere Zinsen und steigende Reallöhne im benachbarten Europa sollten für diesen Aufschwung sorgen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.6%
2025: 0.9%	2025: 1.2%

Im Januar überraschte die Inflationsrate stark gegen unten. Anstelle des von uns erwarteten Anstiegs auf über 2% sank die Jahreststeuerung auf 1.3%. Dieser Rückgang weckte Hoffnungen auf eine Leitzinssenkung durch die Nationalbank bereits im März. Der Effekt vergangener Mietzinserhöhungen ist allerdings noch nicht voll im Konsumentenpreisindex widerspiegelt. Darüber hinaus steigen die Angebotsmieten gemäss aktuellen Zahlen weiter und zusätzliche Mietzinserhöhungen sind nicht auszuschliessen. Auch könnte die Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes erst mit Verzögerung an die Kunden weitergegeben werden.

Grossbritannien Positive Zeichen Anfang 2024

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.1%	2024: 0.3%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

Die BIP-Zahlen für das vierte Quartal 2023 waren eine Enttäuschung und bestätigten, dass Grossbritannien im zweiten Halbjahr 2023 in einer technischen Rezession war – definiert als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit BIP-Rückgängen. Die Zeichen Anfang 2024 sind aber insgesamt positiv und bestärken unsere vorsichtig optimistische Prognose, dass Grossbritannien 2024 zu bescheidenem Wachstum zurückkehrt. Im Februar notierte der Einkaufsmanagerindex für Dienstleister zum dritten Monat in Folge im Wachstumsbereich (54.3), wobei sich insbesondere die Auftrags- und die Beschäftigungslage weiter verbesserten. Die Detailhandelsumsätze erholten sich im Januar von sehr tiefen Niveaus aus überraschend stark, und die jüngsten Zahlen deuten nicht darauf hin, dass der Arbeitsmarkt aufgrund der technischen Rezession Schaden genommen hat. Die Arbeitslosenquote ist seit Mitte 2023 wieder auf einem Abwärtstrend und notiert wieder unter 4%. Derweil ist das nominale Lohnwachstum mit rund 6% gegenüber Vorjahr immer noch erstaunlich stark und liegt damit höher als die Inflation. Die Reallohnsteigerungen dürften dazu führen, dass sich der bisher schwache Privatkonsum 2024 etwas erholt. Die Schwachstelle der britischen Wirtschaft ist wie auf dem Kontinent weiterhin der Industriesektor, der weder gemäss den Produktions- noch gemäss den Umfragezahlen richtig auf Touren kommt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 3.0%	2024: 2.6%
2025: 2.4%	2025: 2.1%

Die britischen Inflationszahlen brachten im Januar zur Abwechslung keine Überraschung und waren erstaunlich stabil. Die Gesamtinflation notierte bei 4.0% und die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) bei immer noch stolzen 5.1%. Das hohe Lohnwachstum impliziert, dass die Inflation bei den (arbeitsintensiven) Dienstleistungen – im Januar bei 6.5% – weiterhin hoch bleiben dürfte.

China Reiselust wächst

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 4.5%	2024: 4.6%
2025: 4.4%	2025: 4.3%

China vermeldete beeindruckende Zahlen während seines Neujahrsfestes. Die Daten zu den Konsumausgaben waren stark, während die Inlandsausflüge erstaunliche 474 Millionen Reisen erreichten. Das sind 19% mehr als 2019 – vor der Pandemie. Dennoch lagen die Tourismuseinnahmen pro Reise immer noch etwa 10% unter dem Niveau von 2019. Dies zeigt, dass die Bevölkerung zwar ihre frühere Reiselust wiedererlangt, ihr früheres Ausgabeverhalten aber noch nicht erreicht hat und vor grösseren Anschaffungen zurückschreckt. Dies spiegelt sich auch in den Flugzahlen wider. Die Inlandsflüge liegen 20% über dem Niveau von 2019, während die teureren internationalen Flüge immer noch mehr als 20% unter diesem Niveau liegen. Der Hauptgrund für diese unvollständige Erholung ist die Schwäche des Immobiliensektors, welche die Konsumentenstimmung belastet. China hat den Leitzins für fünfjährige Kredite, der als Massstab für Hypothekarzinsen gilt, um 25 Basispunkte gesenkt, was die bisher stärkste Senkung überhaupt war und ein Zeichen dafür ist, dass die Regierung gewillt ist, den Abwärtstrend auf dem Immobilienmarkt zu bremsen. Dennoch wird die Senkung der Hypothekarzinsen die Immobilienverkäufe nicht ankurbeln können, da der Grund für die Schwäche nicht die Hypothekarzinsen sind, die sich bereits auf einem Rekordtief befinden, sondern eine Vertrauenskrise.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.7%	2024: 0.9%
2025: 1.9%	2025: 1.6%

Die Inflation im Januar fiel mit -0.8% niedriger aus als erwartet. Wir gehen davon aus, dass sich die Inflation in China im Laufe des Jahres wieder in den positiven Bereich bewegen wird, da sich die Schweinefleischpreise, die die Gesamtinflation stark belasten, stabilisieren dürften. Dennoch wird die Kerninflation tief bleiben, da die mit dem Immobilienmarkt verbundenen Preise niedrig bleiben 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 Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@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.