

Mai 2023

Kernaussagen

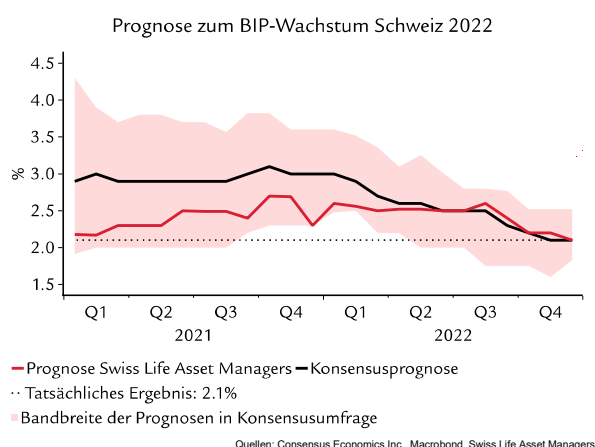
- USA: Die prognostizierte konjunkturelle Abkühlung zeigt sich noch nicht in den Daten
- Eurozone: Der Dienstleistungssektor gewinnt weiter an Schwung, während die Industrie schwächelt
- China: Die offiziellen BIP-Zahlen für das 1. Quartal bestätigten die erwartete konsumgetriebene Erholung

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%	1.1% ↑	0.6%	0.7% ↓	4.2%	4.3% ↑	2.5%	2.6%
Eurozone	0.7%	0.7% ↑	0.9%	1.0% ↓	5.8% ↓	5.5% ↓	2.5% ↓	2.4%
Deutschland	0.3%	0.1% ↑	0.8%	1.2% ↓	6.2% ↑	6.1% ↑	2.4%	2.7%
Frankreich	0.5%	0.5%	1.0%	1.0% ↓	4.9% ↑	5.3% ↑	2.2%	2.7% ↑
Italien	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	6.3% ↓	6.0% ↓	2.2%	2.4%
Spanien	1.2%	1.4% ↑	1.3%	1.8%	4.6% ↓	4.0% ↓	2.7%	2.8% ↑
Grossbritannien	-0.1% ↑	-0.2% ↑	0.6%	0.8% ↑	6.9% ↑	6.4%	2.7%	2.8% ↓
Schweiz	0.7%	0.7%	1.5%	1.5% ↓	2.3%	2.6% ↑	1.5%	1.5% ↑
Japan	0.9%	1.1% ↑	0.6%	1.1%	2.4%	2.5% ↑	0.7%	1.4% ↑
China	5.8% ↑	5.5% ↑	5.2%	5.1% ↓	2.2%	2.2% ↓	2.4%	2.4%

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

Grafik des Monats



Consensus Economics, der weltweit führende Anbieter von makroökonomischen Prognose-Umfragen, vergibt jährlich eine Auszeichnung für die beste Konjunkturprognose. Mit den Prognosen zu 2022 für die Schweiz steht das Research-Team von Swiss Life Asset Managers zum fünften Mal in den letzten Jahren zuoberst auf dem Siegereppchen des Forecast Accuracy Award. Im Rückblick auf das herausfordernde Jahr 2022 zeigt sich, dass unsere Prozesse zur Abschätzung des BIP-Wachstums funktionieren. Das Schaubild zeigt die historische Entwicklung der Prognosen zum BIP-Wachstum in der Schweiz zwischen Januar 2021 und Dezember 2022.

USA Euphorie ist fehl am Platz

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.9%	2023: 1.1%
2024: 0.6%	2024: 0.7%

Seit den Turbulenzen im US-Bankensektor im März hat sich die Lage zwischenzeitlich beruhigt. Die Finanzmärkte setzten zur Erholung an und die Wirtschaftsdaten zeigten eine solide Verfassung der US-Wirtschaft. Wir möchten allerdings vor übermässigem Optimismus warnen. Der Depositenabfluss aus dem US-Bankensystem ist in den vergangenen Wochen weiter vorangeschritten, weil die Zinsen auf alternative Anlagen wie Geldmarktfonds nach wie vor deutlich attraktiver sind. Dank der Massnahmen der Behörden, insbesondere des neuen Liquiditätsprogramms der US-Notenbank, droht unseres Erachtens keine systemische Bankenkrise. Aber gemäss Umfrage unter amerikanischen KMU ist die Verfügbarkeit von Krediten nicht zuletzt wegen der Probleme bei Regionalbanken weiter zurückgegangen. Selbst im bisher grundsoliden US-Arbeitsmarkt stehen nicht mehr alle Zeichen auf Grün. Die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung steigen seit Herbst 2022 graduell an. Zudem gehen die Stellen in der Branche Temporärarbeit im Vorjahresvergleich zurück. Es handelt sich zwar um einen kleinen Sektor, der aber der Konjunktur vorläuft und in den Rezessionen 2001 und 2008/2009 als Frühwarnindikator für die Trendwende am Arbeitsmarkt gedient hat.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.2%	2023: 4.3%
2024: 2.5%	2024: 2.6%

Die Inflationszahlen vom März lagen weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen. Tiefere Energiepreise und Basiseffekte sorgten für einen deutlichen Rückgang der Gesamtinflation von 6.0% auf 5.0%. Bei der Zusammensetzung der Kerninflation (5.6% im März) fiel insbesondere der Rückgang der Wohnkosteninflation auf, die endlich die Abkühlung auf dem US-Immobilienmarkt widerspiegelt. Ausserhalb des Bereichs Wohnen hielt sich allerdings die Dienstleistungsinflation hartnäckig. Folglich geben auch die jüngsten Inflationszahlen noch keine Entwarnung für die US-Notenbank.

Eurozone Achtung Lücke!

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.7%	2023: 0.7%
2024: 0.9%	2024: 1.0%

Gemäss ersten Zahlen für den Einkaufsmanagerindex (PMI) im April startete die Eurozone mit Schwung in das zweite Quartal, was unsere Annahme einer temporären Beschleunigung des Wachstums vor der Abschwächung im zweiten Halbjahr bestätigt. Der PMI-Anstieg war aber ausschliesslich durch den Dienstleistungssektor getrieben, wo der Wert auf den höchsten Stand seit Mai 2022 kletterte. Der Industrie-PMI fiel hingegen weiter unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Damit öffnete sich die Lücke zwischen den beiden Sektoren auf historische Höchststände. Der Graben ist bei den Bestellungseingängen besonders gross. Die Industrie verzeichnete hier wieder einen stärkeren Rückgang, nachdem sich dieser seit Oktober 2022 verlangsamt hatte. Bei den Dienstleistungen setzte sich hingegen der positive Trend seit November 2022 fort. Auch bei der Beschäftigungskomponente steigt die Kluft: Zwar befindet sie sich in der Industrie oberhalb der Wachstumsgrenze, sah aber im April eine weitere Verlangsamung. Die Dienstleister hingegen verzeichneten ein so starkes Beschäftigungswachstum wie zuletzt im Sommer 2007. Neben der Verlagerung des Konsums von Gütern zu Dienstleistungen erklärt wohl auch die höhere Sensitivität der Industrie auf die gestiegenen Zinsen diese historische Lücke.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.8%	2023: 5.5%
2024: 2.5%	2024: 2.4%

Der Beitrag der Energiepreise zur Gesamtinflation war im März erstmals negativ und damit Haupttreiber des Inflationsrückgangs von 8.5% auf 6.9%. Die monatliche Veränderung der Energiepreise war in Italien und Spanien negativ, in Deutschland und Frankreich aber noch positiv. Die negativen Basiseffekte werden über die nächsten Monate grösser werden. Wichtiger bleibt aber aus Zentralbankensicht die Entwicklung der Kerninflation, welche Energie und Nahrungsmittel ausschliesst. Hier blieb der Beitrag sowohl der Dienstleistungen als auch der Güter im März hoch und dürfte gerade bei Ersteren noch weiter ansteigen.

Deutschland Bremspuren im Bausektor

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.3%	2023: 0.1%
2024: 0.8%	2024: 1.2%

Eine erneute positive Überraschung bei der Februar-Industrieproduktion bestätigte die Wachstumserholung zu Jahresbeginn. Gemäss Einkaufsmanagerindex bleibt das Momentum auch im zweiten Quartal positiv, allerdings getrieben durch den Dienstleistungssektor, während sich die Stimmung in der Industrie weiter eintrübte. Wir denken, dass die höheren Zinsen ab dem dritten Quartal vermehrt ihre Bremswirkung entfalten werden. Am deutlichsten betroffen ist bereits der Bausektor. Die jüngste ifo-Umfrage bestätigte, dass im Bau unter allen Hauptsektoren der grösste Pessimismus bezüglich Aktivität in den nächsten sechs Monaten herrscht, und auch die Einschätzung der aktuellen Lage liegt nur noch knapp über dem neutralen Nullpunkt. Unter den Subsektoren schneidet der Wohnimmobilienbau am schlechtesten ab, der Tiefbau am besten. Bauunternehmen geben an, dass der Arbeitskräftemangel und die fehlende Nachfrage derzeit die Produktion am meisten hemmen, aber auch die Finanzierung wird mehr und mehr als limitierender Produktionsfaktor gesehen. Die getrübtete Stimmung widerspiegelt sich auch in den sinkenden Baugenehmigungen. Die Bauaktivität dürfte in den nächsten Monaten schwach ausfallen. Mittelfristig könnte dies gerade im Wohnbereich die Angebotsknappheit verschärfen und damit den Raum für Preiskorrekturen gegen unten beschränken.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.2%	2023: 6.1%
2024: 2.4%	2024: 2.7%

Die Jahresinflation der Konsumentenpreise fiel im März getrieben von Energiebasiseffekten von zuvor 8.7% auf 7.4%, während die Monatsveränderung bei 0.8% verharrte. Auch der Rückgang der Produzentenpreis-inflation von 15.8% auf 7.5% war grösstenteils den Energiepreisen geschuldet. Die Kerninflation der Konsumentenpreise zog hingegen weiter an auf nun 5.8%, getrieben durch hartnäckig hohe Preisanstiege im Dienstleistungsbereich. Wir rechnen damit, dass die Höchstwerte hier noch nicht erreicht sind.

Frankreich Der grosse Graben

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 0.5%	2023: 0.5%
2024: 1.0%	2024: 1.0%

Das Bild einer zweigeteilten Wirtschaft akzentuierte sich zu Beginn des zweiten Quartals 2023 weiter: Gemäss Umfragen unter den Einkaufsmanagern des Dienstleistungssektors nahm dieser Teil der französischen Wirtschaft im April weiter Fahrt auf, derweil die Werte für das verarbeitende Gewerbe zum dritten Mal in Folge auf eine schwächere Dynamik hindeuten. Im Vergleich der beiden Einkaufsmanagerindizes ist der Graben zugunsten der Dienstleister mit 10.8 Punkten derzeit so gross wie nie seit Verfügbarkeit der Daten ab Mai 1998. Es ist davon auszugehen, dass sich an diesem Befund über die kommenden Monate nicht so rasch etwas ändern wird. Unter den Dienstleistern profitiert der Tourismus stark von der Rückkehr ausländischer Gäste, derweil das verarbeitende Gewerbe von hohen Finanzierungskosten und den weiterhin hohen Kosten für Energie beeinträchtigt bleibt. Wie stark die letzten Umfragen unter Firmen und privaten Haushalten von den jüngsten Protesten gegen die Rentenreform geprägt sind, bleibt abzuwarten. Es ist jedenfalls bemerkenswert, dass ein Indikator des statistischen Amtes INSEE, der darauf abzielt, konjunkturelle Wendepunkte zu identifizieren, auf den tiefsten Wert seit Mai 2020 gefallen ist. Gemäss Erklärungen des INSEE ist der aktuelle Wert mit einem «unvorteilhaften Konjunkturklima» gleichzusetzen. Unsere Prognose trägt dieser Einschätzung Rechnung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 4.9%	2023: 5.3%
2024: 2.2%	2024: 2.7%

Die Inflationsrate in Frankreich liegt zwar weiterhin unter derjenigen der anderen zwei grossen Euro-Mitglieder Deutschland und Italien. Allerdings sank die Inflation hierzulande zuletzt weniger rasch als in der übrigen Eurozone. Gründe hierfür sind die Anhebung der Tabaksteuer, v.a. aber der fortgesetzte Anstieg der Lebensmittelpreise. Ausserdem sorgten die Streiks der vergangenen Wochen in Frankreich für neuerlich steigende Benzinpreise. Höhere Tarife in der Gesundheitsversorgung werden die Kaufkraft weiter schwächen.

Italien

Energiepreise fallen deutlich

Die derzeit wohl wichtigste Entwicklung in Italien ist der schnelle Rückgang der Inflation. Die Gesamtinflation ging seit November 2022 von 11.8% auf 7.6% (März 2023) zurück, getrieben durch die Energiepreise, die im selben Zeitraum um 18% gefallen sind. Die Kerninflation hielt sich wie in anderen europäischen Ländern hartnäckiger, aber selbst bei Dienstleistungen und Güterpreisen (ohne Energie und Nahrungsmittel) liess das Tempo im März deutlich nach. Es bleibt abzuwarten, ob der März ein Ausreisser war, denn die Vorzeichen für die private Konsumnachfrage sehen zumindest kurzfristig noch gut aus, was den Inflationsdruck aufrechterhalten könnte: Das Nominallohnwachstum steigt weiter an und lässt die Lücke zur Inflation kleiner werden, was zur weiteren Normalisierung der Konsumentenstimmung im März beitrug. Dienstleister meldeten zudem im März gemäss Einkaufsmanagerindex das stärkste Neugeschäft seit November 2021. Wir gehen aber nach wie vor davon aus, dass ausbleibende fiskalische Impulse und die Straffung der Geldpolitik gegen Ende 2023 und spätestens 2024 vermehrt Brems Spuren im Wirtschaftswachstum hinterlassen werden.

Spanien

Exzellente Stimmung

Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) deuteten jüngst auf einen starken Stimmungsaufschwung in Spanien hin, der den für die gesamte Eurozone deutlich übertrifft hat. Während der PMI für die Industrie in der Eurozone deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50 notierte, lag er in Spanien mit 51.3 im März deutlich darüber. Der PMI für den spanischen Dienstleistungssektor war im März mit 59.4 der höchste innerhalb der Eurozone. Laut den Umfrageergebnissen ist der stärkste Treiber das hohe Level an Neugeschäften. Auch die Beschäftigungskomponente deutet weiterhin auf einen starken Anstieg der Anstellungen hin. Während wir für die Eurozone als Ganzes bereits vorläufige PMI-Daten für April haben, steht die Veröffentlichung der spanischen Zahlen noch aus. Jedoch deutet die offizielle Pressemitteilung darauf hin, dass der erneute Anstieg für den Gesamt-PMI in der Eurozone von Ländern ausserhalb Frankreichs und Deutschland getrieben wurde. Das dürfte auf weiterhin optimistische Aussichten für die spanische Wirtschaft hindeuten.

Schweiz

Nachlassender Preisdruck

BIP-Wachstum

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

Weiterhin dümpeln die verfügbaren Konjunkturdaten richtungslos vor sich her. Kräftige Wachstumsimpulse fehlen, auch wenn sich die Lieferkettenprobleme in der Industrie weitgehend aufgelöst haben. Auch in der Schweiz klappt seit Beginn des Jahres eine Schere zwischen den Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und für das Dienstleistungsgewerbe. Die Dienstleister sind dem Gegenwind in Form höherer Finanzierungskosten und nachlassender Nachfrage auf den Weltmärkten weniger stark ausgesetzt als das Baugewerbe oder weite Teile der Exportwirtschaft. Dennoch fallen auch für die Dienstleister frühere Impulse allmählich aus: Ein besonderes Merkmal der Jahre 2020 bis 2022 war der hohe Inlandtourismus, der auch über die Zeit der striktesten Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie hinaus für hohe Übernachtungszahlen einheimischer Gäste in Schweizer Hotels sorgte. Die zu Hause gebliebene Kundschaft mit hoher Kaufkraft stützte auch die Nachfrage im Detailhandel. Dieser Rückenwind der vergangenen Jahre fällt nun weg. Die Flugbewegungen ab Flughafen Zürich haben im April erstmals wieder Werte erreicht, wie sie vor der Pandemie normal waren. Die Tourismusbilanz dürfte 2023 nicht mehr so vorteilhaft ausfallen wie in den Vorjahren.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 2.3%	2023: 2.6%
2024: 1.5%	2024: 1.5%

Auf der Stufe der Hersteller lässt der Teuerungsdruck nach. Stieg der Produzenten- und Importpreisindex im Juni 2022 um 6.9% gegenüber Vorjahr, so betrug die Jahreststeuerung auf dieser Stufe im März 2023 noch 2.1%. Niedrigere Energie- und Transportkosten und der zum US-Dollar erstarkte Franken sorgen für Entspannung. Diese Entwicklung wird sich bei den Konsumentenpreisen nicht so rasch zeigen: Dort werden steigende Mieten im Schlussquartal 2023 und 2024 in die Bemessung des Landesindex der Konsumentenpreise einfließen.

Grossbritannien Hartnäckiger Preisdruck

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: -0.1%	2023: -0.2%
2024: 0.6%	2024: 0.8%

Das monatliche BIP-Wachstum von 0.0% für Februar im Vergleich zum Vormonat hat die Konsensuserwartungen leicht enttäuscht, aber unsere Erwartungen übertroffen. Der Dienstleistungsoutput sowie die Industrieproduktion verzeichneten einen leichten Rückgang im Vergleich zum Vormonat. Die Auswirkungen der vergangenen Streiks sind nun in den Daten sichtbar. Besonders der öffentliche Sektor brach ein, der stark betroffen war aufgrund der Lehrerstreiks. Der Rest des Dienstleistungssektors zeigte jedoch erneut ein starkes Wachstum. Alles in allem bleibt der Privatkonsum robuster als angesichts der immer noch hartnäckigen Inflation erwartet. Im März dürfte zudem eine Umkehr des Streikeffekts eintreten. Aufgrund des stärkeren Wachstums in den ersten zwei Monaten erwarten wir für das erste Quartal kein negatives Wachstum mehr und haben deshalb unsere BIP-Wachstumsprognose für dieses Jahr leicht auf -0.1% angehoben. Wir haben die negativen Wachstumsquartale um ein Quartal nach hinten geschoben (auf das zweite und das dritte Quartal 2023). Auch die Einkaufsmanagerindizes (PMI) stiegen im April erneut stark an. Wir erwarten jedoch weiterhin, dass sich die straffere Geldpolitik mit einer Verzögerung auf die Wirtschaftsaktivität auswirken wird und die positiven Treiber für den Privatkonsum nachlassen werden.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 6.9%	2023: 6.4%
2024: 2.7%	2024: 2.8%

Die Inflation fiel im März weniger stark als erwartet und bleibt bei über 10%. Besonders die Kerninflation erweist sich als hartnäckig. Aber auch die Inflation der Lebensmittelpreise ist im März weiter gestiegen und hat das höchste Level seit 45 Jahren erreicht. Zwar dürfte die Inflation dieses Jahr infolge der Basiseffekte im Energiebereich fallen, aber das hoch bleibende Lohnwachstum aufgrund der Anspannung auf dem Arbeitsmarkt beeinträchtigt das Bild weiter.

China Konsumgetriebene Erholung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2023: 5.8%	2023: 5.5%
2024: 5.2%	2024: 5.1%

Die Veröffentlichung der offiziellen BIP-Zahlen für das erste Quartal bestätigte die Erholung der chinesischen Wirtschaft, die sich schon in den vorlaufenden Indikatoren abgezeichnet hatte. Die chinesische Wirtschaft wuchs jedoch mit 4.5% im Vergleich zum Vorjahr stärker, als wir das erwartet hatten. Die Erholung wurde vor allem von den starken Konsumausgaben getrieben. Besonders diejenigen Bereiche, die unter den strengen Lockdowns gelitten hatten, z. B. Einzelhandelsumsätze von Lebensmitteln, Schmuck, Kleidung sowie Restaurantausgaben, wuchsen wieder stark. Trotz der Erholung bleibt das Wachstum der Einzelhandelsumsätze unter dem Vor-Pandemieniveau. Der Immobilienmarkt erholt sich auch weiter, was die wirtschaftliche Erholung dieses Jahr unterstützen sollte. Auf der anderen Seite hinkt der Industriesektor bei der Erholung immer noch etwas hinterher. Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für dieses Jahr deutlich auf 5.8% angehoben aufgrund der starken Erholung im ersten Quartal. Wir erwarten, dass die Konsumausgaben auch im zweiten Quartal ein wichtiger Treiber bleiben. Das von der Regierung gesetzte Wachstumsziel von 5% für 2023 ist allerdings moderat und signalisiert, dass Peking nicht beabsichtigt, ein starkes Stimulus-Programm zu lancieren. Zudem stellt die schwache globale Nachfrage eine Hürde für das chinesische Wirtschaftswachstum dar.

Inflation

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

Chinas Inflationsrate fiel im März mit 0.7% im Vergleich zum Vorjahr überraschend tief aus. Der erneute Rückgang der Inflationsrate war getrieben von Konsumgütern, welche einen deutlich langsameren Preisanstieg als im Vormonat zeigten. Die Kerninflation stieg jedoch im Vergleich zum Vormonat leicht an. China bleibt aber weiterhin das Land mit der tiefsten Inflationsrate unter den Schwellenländern.

Economic Research



Marc Brüttsch
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 Mayfair Capital Investment Management 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.