

April 2024

Kernaussagen

- USA: Abschwächung im Detailhandel, Aufhellung am Immobilienmarkt, gemischte Signale am Arbeitsmarkt
- Europa: weiterhin schwaches Momentum, aber erste Lichtblicke sowie eine überraschende Zinssenkung
- China: Wachstumsziel von 5% unrealistisch, angekündigte Fiskalmassnahmen bleiben schwammig

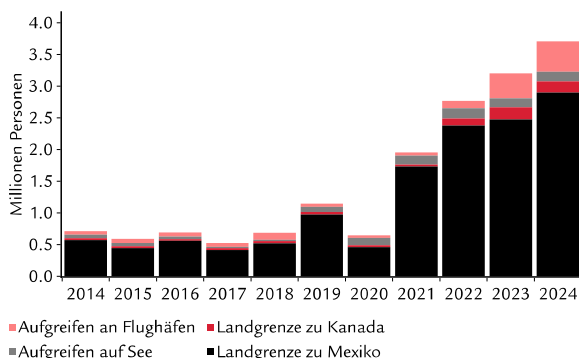
Prognosevergleich

	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%	2.2% ↑	1.7%	1.6% ↓	3.1% ↑	2.8% ↑	2.4%	2.2%
Eurozone	0.3%	0.5%	1.0%	1.3%	2.5% ↑	2.3%	2.0%	2.0%
Deutschland	-0.2%	0.1% ↓	1.0%	1.1%	2.2%	2.5%	1.9%	2.1%
Frankreich	0.7% ↑	0.7%	1.0%	1.3%	2.3% ↑	2.5% ↑	1.7% ↓	1.9%
Italien	0.6% ↑	0.6% ↑	0.8%	1.0%	1.7%	1.8% ↓	1.9%	1.9%
Spanien	1.3%	1.6% ↑	1.6%	1.8%	2.9% ↑	3.0% ↑	2.1%	2.2% ↑
Grossbritannien	0.1%	0.2% ↓	1.0%	1.1%	3.0%	2.5% ↓	2.4%	2.2% ↑
Schweiz	1.2% ↑	1.1%	0.9%	1.6%	1.2%	1.4% ↓	0.9%	1.1% ↓
Japan	0.4% ↑	0.6% ↓	0.7%	1.1% ↑	2.0% ↑	2.3%	1.5% ↑	1.6%
China	4.5%	4.7% ↑	4.4%	4.4% ↑	0.8% ↑	0.8% ↓	1.9%	1.6%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. März 2024

Grafik des Monats

US Customs and Border Protection: Aufgreifen von unzulässigen Personen an der Grenze, Zahlen für das Fiskaljahr 2024 extrapoliert



In den USA hat der Immigrationsdruck insbesondere aus Lateinamerika während der Präsidentschaft Biden deutlich zugenommen. Der Grenzschutz hat 2023 sechsmal mehr Personen ohne Aufenthaltsbewilligung aufgegriffen als 2020. Viele unerlaubte Grenzübertritte sind aber erfolgreich, und das unabhängige Congressional Budget Office (CBO) schätzt, dass sich die illegale Immigration allein 2023 auf 2.4 Millionen Personen belief, ein Vielfaches des Vorpandemieniveaus. Dieser Immigrationsschub trug vermutlich zum unerwartet robusten Wirtschaftswachstum 2023 bei. Die Immigration wird auch zentrales Wahlkampfthema sein, was den Demokraten Stimmen kosten könnte.

USA Arbeitsmarkt, quo vadis?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.1%	2024: 2.2%
2025: 1.7%	2025: 1.6%

Der US-Privatkonsum hat im ersten Quartal wie erwartet an Dynamik eingebüsst, mit schwachen Detailhandelszahlen im Januar und Februar und einem Rückgang des Einkaufsmanagerindex für Dienstleister im März. Unserer Meinung nach ist das aber eine Normalisierung des Konsumwachstums von zuvor nicht nachhaltigen Niveaus aus. Derweil schlagen sich die gelockerten Finanzbedingungen positiv im Immobiliensektor nieder. Die Stimmung im Sektor hat sich gemäss NAHB-Umfrage deutlich verbessert und der Transaktionsmarkt bei Einfamilienhäusern ist seit Anfang Jahr wieder in die Gänge gekommen. So weit, so klar. Bei den Arbeitsmarktzahlen sind aber die Signale widersprüchlich: Das Stellenwachstum, das auf einer Umfrage unter Firmen beruht («establishment survey»), lag im Januar und Februar weit über den Erwartungen, und auch die Anträge auf Arbeitslosengelder senden keinerlei Warnsignale aus. Die Umfrage bei den Haushalten («household survey») zeigt aber über denselben Zeitraum einen deutlichen Rückgang der Beschäftigung und eine höhere Arbeitslosenquote. Meist schenken wir dem «establishment survey» mehr Beachtung, da die Stichprobe grösser ist, aber dieser Fakt kann die aktuelle Rekorddivergenz kaum erklären. Eine mögliche Erklärung ist die starke illegale Zuwanderung (siehe Grafik des Monats), die im Stellenwachstum reflektiert ist, aber gemäss einigen Stimmen beim «household survey» nur unzureichend erfasst wird.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 3.1%	2024: 2.8%
2025: 2.4%	2025: 2.2%

Nach dem Inflationsschock im Januar brachten die Februarzahlen keine Entwarnung: Die US-Gesamtinflation stieg von 3.1% auf 3.2%, getrieben durch höhere Energiepreise, während die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) weniger als erwartet zurückging, von 3.9% auf 3.8%. Erneut machte sich ein höheres Wachstum der Mietkosten bemerkbar, was im Widerspruch zu einem nachlassenden Preisdruck bei den inserierten Neu- und Angebotsmieten steht.

Eurozone Angst vor November

BIP-Wachstum

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

Die Eurozone kämpft nicht nur mit einer zyklischen Wachstumsschwäche, die im ersten Quartal 2024 anhält, sondern auch mit strukturellen Problemen, insbesondere mit einem anhaltenden Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Gleichzeitig bereitet die Entwicklung im Ukrainekrieg Sorgen und zeigt den deutlichen Bedarf an mehr Verteidigungsausgaben auf EU-Ebene auf. Eine allfällige zweite Trump-Präsidentschaft würde sowohl die Handels- als auch die Verteidigungsproblematik zusätzlich verschärfen, auch wenn eine volle Umsetzung der Drohungen Trumps (10% Zoll auf alle Güterimporte und Rückzug aus der NATO) unwahrscheinlich ist. Die Eurozone würde unter einem breitflächigen Handelskrieg deutlich mehr leiden als die USA: Exporte in die USA machen rund 3.4% des Eurozonen-BIP aus, Exporte der USA in die Eurozone rund 1.4% des US-BIP. Ob diesmal die Formulierung einer unverbindlichen Absicht, mehr US-Produkte zu kaufen, Trump besänftigen würde, ist fragwürdig. Ein solches «Versprechen» stünde ausserdem ausgerechnet im Widerspruch mit dem angestrebten Ziel der neuen EU-Verteidigungsstrategie, bis 2035 60% der Beschaffung innerhalb der EU zu tätigen – aktuell beschafft die EU 63% ihrer Verteidigungsausrüstung aus den USA. Ein weiterer Schwachpunkt der neuen Strategie bleibt die Finanzierung, gerade in einer Zeit, in der auf nationaler Ebene wieder Fiskalkonsolidierung angesagt ist.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.5%	2024: 2.3%
2025: 2.0%	2025: 2.0%

Eine zweite Trump-Präsidentschaft wäre für das Wachstum in Europa negativ. Die Auswirkung auf die Inflation ist hingegen unklar. Mehr Handelshemmnisse und höhere Staatsausgaben für die Verteidigung würden die Inflation zumindest temporär erhöhen, eine generell schwächere Nachfrage hätte einen inflationsdämpfenden Effekt. Bis zu den Wahlen dürfte die Inflation aber weiter zurück gehen, nachdem sie im Februar mit 2.6% leicht nach oben überrascht hat.

Deutschland Schwache Aktivität im Januar

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: -0.2%	2024: 0.1%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

2022 betrug die Exporte Deutschlands in die USA 4% des deutschen BIP. Höher war der Anteil innerhalb Europas nur in Irland (11.8%), der Schweiz (8.0%) und Belgien (6.4%). Damit ist Deutschland dem Risiko einer protektionistischeren US-Regierung deutlich stärker ausgesetzt als die drei weiteren grossen Volkswirtschaften der Eurozone (Italien: 3.3%, Frankreich: 1.8%, Spanien: 1.4%). Kommt hinzu, dass Autoimporte für Trump ein besonderer Dorn im Auge sind und ein Fokus auf neue Handelshemmnisse in dieser Branche für Deutschland schmerzhaft wäre. Bereits ohne Trump hinkt Deutschlands Wirtschaft anderen Volkswirtschaften nach. Die Industrieproduktion konnte im Januar den Dezembereinbruch nicht komplett wettmachen und bleibt 10.7% unter dem Vorpandemieniveau (Eurozone: -2.5%). Die Detailhandelsumsätze gingen weiter zurück und liegen damit wieder 1.2% unter dem Niveau vom Januar 2020 (Eurozone: +1.4%). Auch der Einkaufsmanagerindex der Industrie bleibt in Deutschland besonders schwach. Der weitere Rückgang im März war zwar grösstenteils durch eine Normalisierung der Lieferfristen getrieben, aber auch der Beschäftigungsindex ging weiter zurück, während sich die Indizes der Produktion und der neuen Bestellungen nur leicht verbesserten. Ein Lichtblick war die deutliche Stimmungsverbesserung gemäss ifo-Umfrage in allen Hauptsektoren, wenn auch grösstenteils von tiefen Niveaus aus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.2%	2024: 2.5%
2025: 1.9%	2025: 2.1%

Die Gesamtinflation sank im Februar von 2.9% auf 2.5%. Die Kerninflation verharrte jedoch bei 3.4% mit weiterhin hoher Inflation bei Dienstleistungen und überraschend hoher Kerngüterinflation. Auch das Jahreswachstum der verhandelten Löhne blieb im Januar bei 2.4% konstant, nachdem es sich seit Juli 2023 von 3.5% aus kontinuierlich abgeschwächt hatte. Wir denken, dass die Kerninflation erst nächstes Jahr unter 2% fallen wird.

Frankreich Sportliche Herausforderung

BIP-Wachstum

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

Zuletzt boten die Umfragen unter Unternehmen für jeden etwas: Wer das Glas weiterhin als halb leer betrachtet, verweist auf den Rückgang der Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Industrie und den Dienstleistungssektor im Monat März. Mit der Ausnahme vom Januar 2023 verharrt der PMI für die Industrie nun seit 19 Monaten unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Auch der PMI für die Dienstleister wurde nun schon zehn Mal in Folge unterhalb der genannten Schwelle ausgewiesen. Wer für den weiteren Jahresverlauf zu etwas mehr Optimismus neigt, kann sich an den Werten der Unternehmerbefragungen des statistischen Amtes INSEE erfreuen, welche im März einen deutlichen Anstieg anzeigten. Gemäss dieser Quelle füllen sich die Auftragsbücher im verarbeitenden Gewerbe seit Beginn des Jahres. Der entsprechende Indikator liegt aktuell auf dem höchsten Wert seit Dezember 2022. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass das Ende der Kaufkraftkrise tatsächlich bevorsteht. Die Kombination von erstmals seit 2021 wieder steigenden Reallöhnen und der Erwartung tieferer Finanzierungskosten stimmt uns zuversichtlich, dass die Konsum- und Investitionsnachfrage sich im Laufe des Jahres erholen wird. Die quantitative Prognose zum BIP-Wachstum 2024 wird durch den Umstand erschwert, dass die Nettoeffekte der Durchführung der Olympischen Sommerspiele auf das Bruttoinlandsprodukt vorerst nicht abschätzbar bleiben.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.3%	2024: 2.5%
2025: 1.7%	2025: 1.9%

Auch die Inflationsprognose wird von den Sommerspielen herausgefordert. Anbieter von Dienstleistungen dürften während der Sommermonate ihre Preissetzungsmacht gegenüber sportbegeisterten Touristen ausreizen. Weiterhin zeigt der allgemeine Trend bei der Inflation nach unten, insbesondere für die Komponenten Bekleidung, Kommunikation und Haushaltsgeräte. Wir rechnen mit einem Rückgang der Inflationsrate auf unter 2% bis zum Schlussquartal 2024.

Italien

Risikoaufschlag geht zurück

Die Wirtschaftszahlen aus Italien bleiben freundlich. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für März lag bei Redaktionsschluss noch nicht vor, aber die Entwicklung bis und mit Februar deutet auf eine Beschleunigung der Dynamik im Dienstleistungssektor hin, während der Industriesektor wie im übrigen Europa schwächelt. Unser einfaches Modell, welches den PMI auf das Wirtschaftswachstum regressiert, prognostiziert für das erste Quartal 2024 ein Wachstum von 0.2% gegenüber Vorquartal. Damit könnte Italien den Schwung aus dem zweiten Halbjahr 2023 halten und abermals besser abschneiden als Deutschland. Auch bei den Staatsobligationen performte Italien besser. Die Renditen auf zehnjährige deutsche Staatsanleihen erhöhten sich seit Anfang 2024 um 0.3 Prozentpunkte, während diejenigen auf italienische Anleihen gleicher Laufzeit gar marginal fielen. «Lo Spread», also der Risikoaufschlag von italienischen gegenüber deutschen Staatsanleihen, fiel auf den tiefsten Wert seit zwei Jahren – ein «Vertrauensbekenntnis» der Finanzmärkte, das sich mittels lockerer Finanzbedingungen zusätzlich positiv auf das italienische Wachstum 2024 auswirken könnte.

Spanien

Robuster Arbeitsmarkt

Der Einkaufsmanagerindex der Industrie kletterte in Spanien im Februar zum ersten Mal seit März 2023 über die Marke von 50, mit Verbesserungen der Indizes für Produktion, neue Bestellungen und Beschäftigung. Der Beschäftigungsindex kletterte auf den höchsten Wert seit Mai 2023. Der Arbeitsmarkt zeigt sich allgemein robust. Die Arbeitslosenquote sank im Januar weiter auf 11.6%, ein Jahr vorher lag sie noch bei 13.0%. Am deutlichsten war der Rückgang für Arbeitnehmerinnen in der Altersklasse 15–24 auf 27.7%, während Männer in derselben Altersklasse einen Anstieg verzeichneten auf 29.4%. Für Männer ab 25 Jahren liegt die Arbeitslosenquote bei 8.5% deutlich unter der für Frauen derselben Altersklasse von 12.1%. Im Februar verzeichnete die Anzahl beschäftigter Personen den stärksten Anstieg seit April 2023 und die Angst vor Arbeitslosigkeit sank gemäss Konsumentenumfrage weiter. Am besorgtesten sind derzeit Personen zwischen 30 und 49. Das Lohnwachstum gegenüber Vorjahr lag im Februar bei erhöhten 2.6%. Allerdings waren die Reallöhne bei einer Inflation von 2.8% wieder leicht rückläufig.

Schweiz

Leitzins runter, Inflation auch?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.1%
2025: 0.9%	2025: 1.6%

Über das ganze erste Quartal hinweg dümpelten der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) und weitere hochfrequente regionale Indikatoren vor sich her. Damit bestätigte sich in den letzten Wochen unser Befund einer wirtschaftlichen Entwicklung im Kriechgang. Vor diesem Hintergrund brachte sich am 21. März die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit einer nur von wenigen Analysten erwarteten Zinssenkung ins Spiel. Für ihre Verhältnisse recht deutlich begründete die SNB den Zinsschritt nicht nur mit der erreichten Stabilisierung der Inflation, sondern auch damit, mit der Zinssenkung die wirtschaftliche Entwicklung zu unterstützen. Weiterhin gehen wir von einer beschleunigten konjunkturellen Dynamik im Laufe des Jahres aus. Damit diese Annahme sich tatsächlich bewahrheitet, müssen im zweiten Quartal die Werte der Einkaufsmanagerindizes für alle Sektoren auf über 50 Punkte steigen. Ebenso würden wir eine Zunahme der Konsumentenstimmung erwarten, die neuerdings monatlich durch das SECO erhoben wird. Erstmals seit 2021 wieder steigende Reallöhne in Europa und die unterstützende Geldpolitik sind Vorboten einer solchen Entwicklung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.4%
2025: 0.9%	2025: 1.1%

Die Zinssenkung der SNB hatte die nach Lehrbuch erwartete Folge, dass der Schweizer Franken an Wert verlor. Damit steigt kurzfristig die Wahrscheinlichkeit erhöhter Einfuhrpreise. Kontraintuitiv hat die Zinssenkung aber infolge einer schweizerischen Eigenheit auch eine dämpfende Wirkung auf den weiteren Verlauf der Inflation. Es wird nun nämlich weniger wahrscheinlich, dass der zur Festlegung der Bestandsmieten massgebliche hypothekarische Referenzzinssatz weiter erhöht wird. Bleibt dies tatsächlich aus, wird der Anstieg der Mieten nächstes Jahr geringer ausfallen als bisher erwartet.

Grossbritannien Steuersenkungen angekündigt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.1%	2024: 0.2%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

Im März waren die Augen in Grossbritannien weniger auf ökonomische Daten, sondern vielmehr auf die Fiskal- und die Geldpolitik gerichtet. Chancellor Jeremy Hunt präsentierte das «Frühlingsbudget», bei dem die wichtigste Massnahme eine Reduktion der Sozialversicherungsbeiträge («National Insurance Contribution») um 2 Prozentpunkte ist. Zudem wird die Einfrierung der Abgabe auf Treib- und Brennstoffe verlängert. Diese Massnahmen kosten rund 0.5% des britischen BIP. Im Gegenzug sollen die Steuerregeln bei (zumeist reichen) Ausländern, die Hauptwohnsitz ausserhalb Grossbritanniens für sich reklamieren, verschärft werden. Die weiteren «Gegenfinanzierungen», beispielsweise höhere Produktivitätsannahmen, sind fragwürdig, weshalb das Budget insgesamt einen marginal positiven Fiskalimpuls bringen könnte. In erster Linie folgt das Budget aber auch wahltaktischer Logik. Die Parlamentswahlen finden spätestens am 28. Januar 2025 statt, und die Tories liegen in Umfragen zurück. Das Budget schafft ein «fait accompli» mit Massnahmen, die in der Labour-Wählerschaft teils beliebt sind. Noch wichtiger für den Wirtschaftsausblick ist aber die Geldpolitik. Wortmeldungen des Gouverneurs der Bank of England (BoE) sowie die Stimmenverteilung beim Zinsentscheid im März verschoben die Markterwartungen für die Zinssenkungen nach vorne, wobei nun bereits der 20. Juni als mögliches Datum für einen ersten Zinsschritt eingeschätzt wird.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 3.0%	2024: 2.5%
2025: 2.4%	2025: 2.2%

Die Inflationszahlen vom Februar beflügelten ebenfalls die Hoffnungen auf etwas frühere Zinssenkungen der BoE als bisher erwartet. Sowohl Gesamt- als auch Kerninflation gingen stärker zurück als vom Markt erwartet, Erstere von 4.0% auf 3.4% und Letztere von 5.1% auf 4.5%. Zudem waren die jüngsten Arbeitsmarktzahlen schwach und sorgten entsprechend für einen weiteren Rückgang des Lohnwachstums.

China Wachstumsziel wird verfehlt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 4.5%	2024: 4.7%
2025: 4.4%	2025: 4.4%

Für das Jahr 2024 hat China ein Wachstumsziel von «rund 5%» angekündigt, das im Vergleich zum Vorjahr unverändert bleibt. Dieses Ziel erscheint uns äusserst ambitioniert, da umfangreiche Stimulierungsmassnahmen erforderlich wären, um ein solches Wachstumsziel zu erreichen. Das Ziel für das Haushaltsdefizit 2024, einschliesslich der Ausgabe sogenannter «spezieller Staatsanleihen», wurde im Vergleich zum Vorjahr jedoch nur geringfügig auf 4.1% des BIP erhöht (gegenüber 3.5% im Vorjahr). Unterstützungsmassnahmen für den Immobiliensektor – die grösste Belastung für Chinas Wirtschaft heutzutage – blieben ebenfalls schwammig: Die Regierung betonte zwar, dass sie den Immobiliensektor mit öffentlichen Projekten für bezahlbaren Wohnraum und Stadtsanierungen unterstützen möchte, was zu einer Erhöhung der Immobilieninvestitionen führen könnte. Allerdings blieb diese Ankündigung vage und konkrete Zahlen fehlen. Wir gehen daher davon aus, dass die Regierung bei diesen Immobilieninvestitionen einen vorsichtigen Ansatz verfolgen wird. Angesichts der moderaten fiskalischen Ankündigungen und der unklaren Massnahmen für den Immobiliensektor sehen wir daher davon ab, unsere aktuelle Wachstumsprognose von 4.5% zu revidieren. Damit würde das angekündigte Wachstumsziel verfehlt – ein in der Vergangenheit seltenes, aber durchaus vorkommendes Ereignis.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.8%	2024: 0.8%
2025: 1.9%	2025: 1.6%

Die Inflationsrate in China stieg im Februar auf 0.7% und übertraf damit unsere Erwartungen. Dieser Anstieg war auf Neujahrsfaktoren zurückzuführen, die zu höheren Preisen für Lebensmittel und Reiseaktivitäten führten. Für den weiteren Verlauf im Jahr 2024 erwarten wir moderate Inflationsraten, bedingt durch Überkapazitäten und eine verhaltene Nachfrage.

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 Flier
Economist Quantitative Analysis
rita.flier@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.