

Juli 2024

Kernaussagen

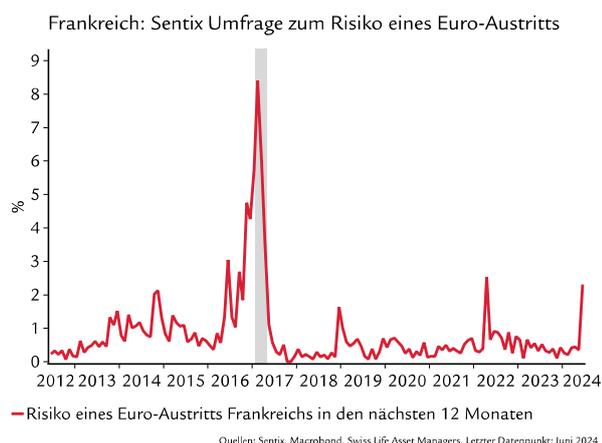
- USA: schwacher Konsum, rückläufige Inflation und widersprüchliche Arbeitsmarktzahlen
- Europa: Konsolidierung der Staatshaushalte rückt weiter in den Fokus
- China: Handelsbarrieren und eine Lokalisierung der Produktion sprechen für ein erhöhtes Inflationsumfeld

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	2.3% ↓	2.3% ↓	1.7%	1.7%	3.2% ↓	3.2%	2.4%	2.4% ↑
Eurozone	0.6%	0.7% ↑	1.0%	1.4%	2.3%	2.4% ↑	1.9% ↓	2.0% ↑
Deutschland	0.1%	0.2%	1.0%	1.2% ↑	2.3%	2.4%	1.9%	2.0%
Frankreich	1.0% ↑	0.9% ↑	1.0%	1.2%	2.1% ↓	2.5%	1.4% ↓	1.9% ↑
Italien	0.9% ↑	0.8%	0.8%	1.0%	1.1%	1.4% ↓	1.9%	1.8%
Spanien	2.0%	2.1% ↑	1.5%	1.9% ↑	3.1% ↑	3.1%	2.1%	2.1% ↓
Grossbritannien	0.8%	0.6% ↑	1.0%	1.1%	2.8% ↓	2.6% ↑	2.3% ↓	2.3% ↑
Schweiz	1.3% ↑	1.3% ↑	1.0%	1.6%	1.2%	1.3%	0.5% ↓	1.1%
Japan	0.1%	0.3% ↓	0.7%	1.2%	2.2%	2.6% ↑	1.5%	2.0% ↑
China	4.9%	5.0% ↑	4.4%	4.4%	0.6%	0.6% ↓	1.8%	1.5%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 13. Juni 2024

Grafik des Monats



Die Auflösung des französischen Parlaments durch Präsident Macron verunsichert die Finanzmärkte. Ein Fortbestand der bisherigen Mehrheit ist unwahrscheinlich. Zur Einordnung möglicher künftiger Mehrheiten ist festzuhalten, dass selbst das Rassemblement national nicht weiter auf einen Austritt aus dem Euro setzt. Anders als im Vorfeld zur Präsidentschaftswahl 2017 scheinen Ängste vor einem Auseinanderbrechen der Währungsunion nicht angebracht. Dagegen wird die Konsolidierung des Staatshaushalts wohl in jedem Szenario weiter auf die lange Bank geschoben. Die erhöhte Risikoprämie auf französischen Staatsanleihen dürfte vorerst Bestand haben.

USA

Ist das Glas halb voll?

BIP-Wachstum

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

Der Vorsitzende der US-Notenbank Jerome Powell betonte in der Pressekonferenz der Juni-Sitzung mehrmals die Stärke der US-Wirtschaft und des Arbeitsmarkts. Damit hat das Fed klar eine «Glas-halb-voll-Sicht» der Wirtschaftsdaten. Bei den Umfragen zeigt sich nämlich eine grosse Divergenz zwischen zuversichtlichen Unternehmen und besorgten Konsumenten. Letzteres widerspiegelt sich auch in «harten» Zahlen; die US-Detailhandelsumsätze waren im zweiten Quartal bisher insgesamt rückläufig, und dies auf nominaler Basis. Die Arbeitsmarktzahlen sind ebenfalls widersprüchlich: Während die Unternehmen im Mai einen überraschend starken Stellenaufbau vermeldeten, zeigte die Umfrage unter Haushalten eine rückläufige Beschäftigung und eine steigende Arbeitslosenquote. Letztere ist vor allem getrieben durch höhere Jugendarbeitslosigkeit und im langjährigen Vergleich immer noch tief. Dennoch sind wir erstaunt über die optimistische Interpretation der Zahlen durch das Fed, zumal zunehmend kritische Stimmen bezüglich Datenqualität bei der stärker beachteten Unternehmensumfrage («Non-farm payrolls») laut werden. Im Durchschnitt werden hier pro Monat mehr als 100'000 Stellen hinzuaddiert, um für den mutmasslichen Stellenaufbau bei neugegründeten Firmen, die noch nicht befragt werden können, zu korrigieren. Bei einer wirtschaftlichen Verlangsamung, die wir zurzeit beobachten, ist aber mit weniger Neugründungen zu rechnen, weshalb die Zahlen möglicherweise zu positiv sind.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 3.2%	2024: 3.2%
2025: 2.4%	2025: 2.4%

Insgesamt denken wir, dass sich die Zeichen einer Wirtschaftsabkühlung im dritten Quartal verdichten werden und das Fed im September zu einer ersten Zinssenkung bewegen werden. Der deutliche Rückgang der Inflation im Mai, der breit abgestützt war, hilft ebenfalls. Die Preise für Dienstleistungen (ohne Energie und Wohnen), die konjunktursensitiv sind, gingen gar zum ersten Mal seit 32 Monaten zurück.

Eurozone

Ein vorsichtiger erster Schritt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.6%	2024: 0.7%
2025: 1.0%	2025: 1.4%

Die Europäische Zentralbank senkte Mitte Juni wie erwartet ihren Leitzins um 25 Basispunkte. Der Ausblick ist jedoch weniger gewiss. Die EZB hat sich in ihrer Kommunikation nach dem Zinsentscheid nicht zu einem zukünftigen Zinspfad bekannt und blieb vorsichtig, mit dem Hinweis darauf, dass zukünftige Zinssenkungen datenabhängig bleiben werden. Gerade Staaten mit hoher Verschuldung hoffen auf weitere Senkungen. Die Europäische Kommission nannte kürzlich sieben Länder, für die ein Verfahren bei einem übermässigen Defizit eingeleitet werden soll, da ihr gesamtstaatliches Defizit 2023 3% des BIPs überstieg: Italien (7.4% Schuldenquote 2023), Ungarn (6.7%), Frankreich (5.5%), Polen (5.1%), Malta (4.9%), Slowakei (4.9%) und Belgien (4.4%). Tschechien (3.7%), Spanien (3.6%) und Estland (3.4%) wiesen 2023 ebenfalls eine Schuldenquote über 3% aus, wurden aber unter Berücksichtigung spezieller Faktoren vom Verfahren ausgeschlossen. Die genau erforderliche Reduktion des strukturellen Haushaltsdefizits unter dem Defizitverfahren ist noch offen, da bis 2027 Teile der derzeit höheren Zinsausgaben nicht in die Berechnungen miteinfließen sollen. Die Disziplinierungsmassnahmen der Kommission im Falle einer Nichteinhaltung des vereinbarten Reduktionspfads sind eher beschränkt, aber das Debakel um Liz Truss 2022 und jüngst der rasante Anstieg der Risikoprämie auf französische Staatsanleihen zeigten, dass eine Abstrafung durch die Finanzmärkte schnell stattfinden und schmerzhaft sein kann.

Inflation

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

Im Mai stieg die Gesamtinflation leicht auf 2.6% und die Kerninflation auf 2.9%. Für die Gesamtinflation war dieser leichte Anstieg erwartet worden, für die Kerninflation jedoch hatte der Markt eine unveränderte Rate von 2.7% erwartet. Die Dienstleistungsinflation war ein weiteres Mal der Haupttreiber und hält sich hartnäckig. Die Inflation in den Kerngütern hingegen ging im Mai weiter zurück.

Deutschland War es das bereits?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.1%	2024: 0.2%
2025: 1.0%	2025: 1.2%

Nach der Erholung im Januar und im Februar war die Industrieproduktion in Deutschland im März und im April erneut rückläufig. Haupttreiber für den erneuten Rückgang waren der Bau und die Produktion in energieintensiven Branchen. Während sich die Baubranche immerhin auf etwas tiefere Zinsen freuen kann, scheint der Effekt des Energiepreistrückgangs und der Verlängerung der Steuerbegünstigungen für energieintensive Produzenten bereits wieder zu verpuffen. Unternehmen geben in Umfragen weiterhin eine sich verschlechternde internationale Wettbewerbsfähigkeit an. Tatsache bleibt, dass sie im Vergleich zur Konkurrenz, gerade aus den USA und China, mit deutlich höheren Energiepreisen konfrontiert bleiben. Auch die kürzlich angekündigten neuen Zölle der EU auf Elektrofahrzeuge aus China dürften für die deutsche Industrie kaum eine Erleichterung sein. Chinesische Produzenten können diese Zölle wohl mehrheitlich durch tiefere Margen auffangen. Im Gegenzug hat aber China mit höheren Zöllen auf grossmotorige Personenwagen gedroht und bereits im Mai eine Antidumping-Untersuchung im Bereich technischer Kunststoffe eingeleitet. Damit stehen zwei wichtige deutsche Sektoren im Fokus möglicher Gegenmassnahmen. In diesem Umfeld trübten sich auch die letzten Umfragewerte aus der Industrie erneut ein und brachen überraschend stark ein. Ist der Industrieaufschwung bereits wieder vorbei, bevor er überhaupt richtig begonnen hat?

Inflation

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

In unseren Prognosen gingen wir bereits Anfang Jahr eher von einer verhaltenen Verbesserung als von einem deutlichen Aufschwung der Industrie aus. Vielmehr denken wir, dass die nun wieder steigenden Reallöhne den Konsum in der zweiten Jahreshälfte unterstützen werden. Im Mai betrug die Inflation 2.4% und das Lohnwachstum rund 5%, womit das Reallohnwachstum im Vergleich zum Vorjahr im dritten Monat in Folge positiv war.

Frankreich Griechisches Drama

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.0%	2024: 0.9%
2025: 1.0%	2025: 1.2%

Wenige Wochen vor dem Auftakt der Olympischen Sommerspiele in Paris weckt Frankreichs Politik unerwartete Assoziationen zum griechischen Kulturerbe. Wohlgermerkt bleibt bei allem Drama um die künftigen Mehrheitsverhältnisse Frankreichs Teilnahme an den europäischen Institutionen ausser Frage. Eine Wiederholung der europäischen Schuldenkrise von 2012 steht daher nicht auf der Agenda. Es ist aber auch nicht zu erwarten, dass Präsident Macron wie ein Deus ex machina aus den zwei Wahlgängen hervorgeht. Immerhin ist festzuhalten, dass seine Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre Früchte tragen und dass das Land zuletzt eine hohe Anziehungskraft für ausländische Direktinvestitionen ausstrahlt. Auch in puncto Digitalisierung schneidet Frankreich im Vergleich mit anderen grossen europäischen Ländern vorteilhaft ab. Zudem zeichnete sich zuletzt eine zyklische Erholung ab. Abzulesen war diese sowohl an Verbraucherumfragen wie auch an der Unternehmerstimmung bis Mai. Für Juni liegen bisher nur die vorläufigen Resultate zu den Einkaufsmanagerindizes vor. Diese Werte sind interessant, weil sie nach der Europawahl erhoben wurden. Positiv wird in den Antworten der Unternehmen erwähnt, dass die tieferen Finanzierungskosten bereits in der Realwirtschaft angekommen sind. Negativ schlägt der Hinweis auf einen Rückgang beim Auftragseingang unter den Dienstleistern zu Buche.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.1%	2024: 2.5%
2025: 1.4%	2025: 1.9%

Da einzelne Wahlversprechen der Parteien auf die Erhöhung der Kaufkraft der Haushalte mittels tieferer Mehrwertsteuersätze zielen, ist die Prognose zur Inflation einem hohen Risiko unterworfen. Wir berücksichtigen im Vergleich zum Vormonat zwei neue Informationen: Schon im Juli 2024 belasten höhere Gaspreise das Budget der Haushalte. Auf der anderen Seite zeichnet sich ein Rückgang der Stromrechnung im zweistelligen Prozentbereich auf Februar 2025 ab.

Italien

Superbonus und Superdefizit

Giorgia Melonis Partei Fratelli d'Italia siegte bei den Europawahlen mit 29% der Stimmen und konnte damit gegenüber den italienischen Parlamentswahlen 2022 den Stimmenanteil um 3 Prozentpunkte steigern. Meloni profitierte dabei von der guten Wirtschaftsentwicklung, die allerdings auf rekordhohen Staatsausgaben fusst. Der Druck zu Fiskalkonsolidierung nimmt nun aber zu: Im Juni lancierte die EU-Kommission eine «Excessive Deficit Procedure», und die Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen stiegen nach der Europawahl an. Massgeblicher Treiber des Defizits ist der «Superbonus», ein steuerlicher Anreiz zur energetischen Gebäudesanierung. Eine im Juni publizierte Studie der Banca d'Italia stellt dem Programm aber schlechte Noten aus: Zwischen 2021 und 2023 kostete das Programm ca. EUR 170 Mrd. (rund 3% des BIP pro Jahr). Die Autoren schätzen aber, dass ein Viertel der Investitionen auch ohne Subventionen getätigt worden wären (sog. Mitnahmeeffekte) und der fiskalische Multiplikatoreffekt unter 1 liegt, die Wertschöpfung also um weniger als einen Euro anstieg pro Euro an Subventionsausgaben.

Spanien

Gruppensieger

Spanien liegt nicht nur nach der EM-Gruppenphase vor Italien. Auch die spanische Industrie überholte diejenige Italiens zuletzt und produziert noch 2.5% unter dem Vor-Pandemie-Niveau. Italiens Industrie war zwar unter den grossen vier Eurozonenwirtschaften die erste, welche das Vor-Pandemie-Produktionsniveau erreichte. Nach dem erneuten Rückgang im April liegt sie nun aber wieder 4% darunter. Auch in den Umfragen öffnet sich zwischen den beiden südeuropäischen Industrien zuletzt ein Graben zugunsten Spaniens. Während der Einkaufsmanagerindex der Industrie in Italien wieder unter der 50er-Marke liegt, legte derjenige in Spanien im Mai weiter über diese Marke zu. Spanische Firmen geben Anstiege bei der Beschäftigung, der Produktion und den neuen Bestellungseingängen an. Spanien profitiert weiterhin von Geldern aus dem NextGenerationEU-Fonds. Ausserdem könnte Spanien von den EU-Zöllen auf chinesische Elektroautos profitieren. Der chinesische Produzent Chery hat beispielsweise bereits eine Fabrik in Barcelona angekündigt und BYD könnte Gerüchten zufolge bald Batterien für Elektroautos in Spanien produzieren.

Schweiz

Abweichende Prognose für 2025

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.3%	2024: 1.3%
2025: 1.0%	2025: 1.6%

Im zweiten Quartal festigte sich die konjunkturelle Dynamik gemäss bisher vorliegenden hochfrequenten Datenreihen weiter. Der monatlich publizierte Index zur Konjunkturstimung des Staatsekretariats für Wirtschaft SECO kletterte im Mai auf den höchsten Stand seit Dezember 2022. Via tiefere Hypothekarzinsen erreicht die Leitzinssenkung der Schweizerischen Nationalbank SNB vom März bereits die Realwirtschaft. Die zweite Leitzinssenkung vom Juni wird die Finanzierungskosten für Investoren im Inland weiter reduzieren. Nach unserer Einschätzung ist die geldpolitische Ausrichtung der SNB nun nicht mehr restriktiv. Weitere Impulse für die Konjunktur in der Schweiz müssen nun also von einer Erholung der weltwirtschaftlichen Nachfrage stammen. Wir gehen seit Anfang Jahr davon aus, dass die zunehmende geopolitische Unordnung das mittelfristige Erholungspotenzial begrenzt. In Frankreich ist die wirtschaftspolitische Verunsicherung gerade mit Händen zu greifen. Wir erwarten für Europa mittelfristig bestenfalls eine Rückkehr zu Wachstumsraten in der Nähe des Potenzialwachstums. Diese vergleichsweise vorsichtige Einschätzung erklärt auch, weshalb unsere Prognose zum BIP-Wachstum der Schweiz für das kommende Jahr deutlich unter der Konsensuserwartung liegt.

Inflation

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

Auch unsere Inflationsprognose für 2025 weicht erheblich von der Konsensuserwartung ab. Gründe hierfür sind die geringere Nachfragedynamik in unserem Wachstumsszenario, erwartete Tarifsenkungen der Stromversorger und das Ausbleiben weiterer Mietzins erhöhungen auf bestehenden Verträgen. Wir erwarten zudem, dass die jüngste Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro sich weiter fortsetzen dürfte. Der importierte Inflationsdruck lässt daher in den kommenden Monaten weiter nach.

Grossbritannien

Labour so gut wie gesetzt

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.8%	2024: 0.6%
2025: 1.0%	2025: 1.1%

Der Wahlkampf in Grossbritannien hat über die vergangenen Wochen an Fahrt gewonnen. Die jüngsten Umfragen zeigen immer noch eine deutliche Führung der Labour-Partei um 20 Prozentpunkte gegenüber den Conservatives. Mit der Veröffentlichung der Partei-Manifeste sind nun alle Details zu den Parteiprogrammen bekannt. Während sich die Tories mehr auf die Themen Sicherheit und Steuern fokussieren, legt Labour den Fokus auf wachstumsstimulierende Massnahmen. Das erklärte Ziel von Labour ist es, das höchste nachhaltige Wachstum unter den G7-Staaten mit einer Reihe von angebotsseitigen Reformen, wirtschaftlicher Sicherheit und einer Konzentration auf Investitionen zu erreichen. Besonders Investitionen im Infrastrukturbereich mit einem Fokus auf erneuerbare Energien sowie die Schaffung von neuem Wohnraum stehen im Zentrum. Die Finanzierung dieser Aufgaben wird eine Herausforderung, da Grossbritanniens Staatshaushalt bereits jetzt stark belastet ist. Labour hat eine Reihe von Einnahmequellen vorgeschlagen, wie z. B. eine Energiegewinnsteuer auf Öl und Gas, die Mehrwertbesteuerung von Privatschulen sowie die Bekämpfung von Steuerumgehung insbesondere bei multinationalen Unternehmen. Eine weitere zentrale Herausforderung ist die Wiederbelebung privater Investitionen in Ausbildung, Technologie und Bauwesen. Dazu müssen die Unternehmen von stabilen wirtschaftlichen Aussichten überzeugt werden. Das erfordert ein verbessertes Vertrauen in die Politik.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.8%	2024: 2.6%
2025: 2.3%	2025: 2.3%

Die Inflation erreichte im Mai temporär das Zentralbankziel von 2.0%. Die Dienstleistungsinflation erwies sich jedoch weiterhin als hartnäckig. Der Finanzmarkt erwartet, dass die Bank of England dieses Jahr eine Zinssenkung durchführen kann. Zusammen mit den steigenden Reallöhnen sollte sich das positiv auf die Konsumausgaben der Haushalte auswirken, wo wir eine Verbesserung im Jahresverlauf erwarten.

China

Von global zu lokal

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 4.9%	2024: 5.0%
2025: 4.4%	2025: 4.4%

Die Wirtschaft Chinas sieht sich mit erheblichen Herausforderungen konfrontiert. Obwohl im Mai verschiedene Anreizmassnahmen für den Immobiliensektor eingeführt wurden – darunter eine weitere Senkung der Hypothekarzinsen, eine Reduzierung der Eigenkapitalanforderungen und die Aufforderung an lokale Regierungen, überschüssige Immobilienbestände zu erwerben –, verzeichnen die Immobilienmarktindikatoren einen weiteren Rückgang von einem bereits niedrigen Ausgangsniveau. Nebst den US-Zöllen auf diverse chinesische Hightechprodukte hat nun auch die Europäische Kommission einen durchschnittlichen Zusatzzoll von 21% auf Elektrofahrzeuge angekündigt. Diese Zollbarrieren werden das Wachstum des Elektrofahrzeugsektors in der chinesischen Wirtschaft verlangsamen, jedoch nicht aufhalten. Chinesische Autohersteller, die ihre Produkte in Europa zu deutlich höheren Preisen verkaufen als im Inland, können ihre Preise senken, um einen Teil der EU-Zölle zu absorbieren. Zudem werden sie ihre Produktion verstärkt lokal verlagern, um Zölle zu umgehen und ihren Marktanteil weiter auszubauen. Die zunehmenden Handelskonflikte und die Verlagerung hin zu lokaler Produktion werden jedoch zu einer Erhöhung der Kostenstruktur führen, was unsere Annahme einer höheren Inflationsrate im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie untermauert.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.6%	2024: 0.6%
2025: 1.8%	2025: 1.5%

Die Inflation blieb im Mai unverändert auf einem niedrigen Niveau von 0.3%. Die Preissetzungsmacht für Waren und Dienstleistungen bleibt weiterhin schwach, da die Inlandsnachfrage nicht mit dem Wachstum auf der Produktionsseite Schritt hält. Wir erwarten, dass die Inflation dieses Jahr im positiven Bereich, aber weiterhin niedrig bleiben wird.

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 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 VIIIs gt 1, NO-0161 Oslo.