

Oktober 2022

Kernaussagen

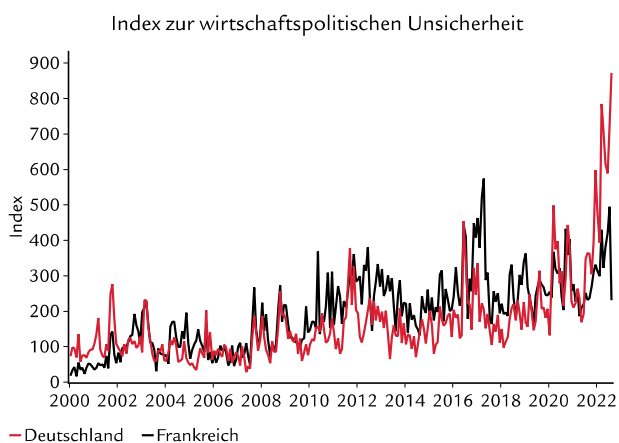
- Eurozone: Winterrezession nach Gaslieferstopp via Nord Stream 1 nun unausweichlich, Inflation steigt weiter
- USA: trotz Abschwächung der Konjunktur und der Inflationsdynamik weitere Zinsschritte nötig
- China: tiefere BIP-Prognose 2023 trotz möglichen Lockerungsschritten nach Parteikongress im Oktober

Prognosevergleich

	2022 BIP-Wachstum		2023 BIP-Wachstum		2022 Inflation		2023 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	1.6%	1.7%	0.4% ↓	0.5% ↓	8.1% ↓	8.0% ↓	3.9%	3.8%
Eurozone	3.0%	2.9% ↑	0.4% ↓	0.2% ↓	8.1% ↑	8.2% ↑	5.0% ↑	5.4% ↑
Deutschland	1.6%	1.4% ↓	-0.6% ↓	-0.7% ↓	7.7%	7.8% ↑	5.6% ↑	5.8% ↑
Frankreich	2.4%	2.5% ↑	0.3% ↓	0.6% ↓	5.4%	5.5%	3.5%	3.6% ↑
Grossbritannien	3.5%	3.4%	-0.1% ↓	-0.3% ↓	8.7% ↓	9.2% ↑	5.8% ↓	7.0% ↑
Schweiz	2.2% ↓	2.3% ↓	0.9% ↓	0.8% ↓	2.9% ↑	2.9% ↑	2.1% ↑	2.0% ↑
Japan	1.5% ↑	1.5% ↑	1.4%	1.5% ↓	2.2% ↑	2.2% ↑	1.5% ↑	1.4%
China	3.3%	3.3% ↓	5.1% ↓	5.0% ↓	2.2%	2.3% ↓	2.0%	2.3% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12. September 2022

Grafik des Monats



Quellen: www.policyuncertainty.com, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Der Krieg in der Ukraine, die hartnäckig hohe Inflationsraten und Anzeichen einer bevorstehenden Rezession tragen alle zu hoher Unsicherheit bei. Allerdings zeigt sich innerhalb Europas ein markanter Unterschied in der Wahrnehmung der wirtschaftspolitischen Krisenlage. Die im Schaubild dargestellten Indizes messen, wie oft in der Berichterstattung zu Wirtschaftsfragen Begriffe wie Krise oder Risiko vorkommen. Derweil die Krisenstimmung in Deutschland aussergewöhnlich hoch ist, bleibt die Verunsicherung bei den französischen Nachbarn (noch) geringer als beispielsweise zu Zeiten des Brexits oder der Präsidentschaftswahlen von 2017.

USA Wirtschaft hält sich über Wasser

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.7%
2023: 0.4%	2023: 0.5%

Im Gegensatz zu Europa verzeichnen die USA keine Energiekrise – im Gegenteil. Gasexporteure profitieren von höheren Weltmarktpreisen für Flüssiggas und die Haushalte jüngst von tieferen Benzinpreisen, die seit dem Höhepunkt Mitte Juni um 25% eingebrochen sind. Diese Entwicklung hat dazu beigetragen, dass sich die Konsumentenstimmung seit Juni leicht erholt hat und die Inflationserwartungen der Haushalte zurückgegangen sind. Der private Konsum und die gute Verfassung des Arbeitsmarkts halten die US-Wirtschaft derzeit noch immer über Wasser. Ebenfalls solide präsentiert sich die Lage in der Industrie, wo die Einkaufsmanager im September wieder eine verbesserte Auftragslage meldeten. Dennoch hat sich der Ausblick für 2023 weiter eingetrübt. Die US-Notenbank hat im Kampf gegen die Inflation die Rhetorik verschärft. Die Baisse an den Börsen und Reallohneinbussen sorgen dafür, dass die Sparquote sinkt und gerade jetzt, da die Zinsen steigen, sich mehr US-Haushalte mit Konsumkrediten verschulden. Offen bleibt, ob die USA künftig von Produktionsverlagerungen energieintensiver Industrien aus Europa profitieren können – ein Thema, das derzeit in den Medien (aber noch nicht in den ökonomischen Zahlen) auftaucht, dem aber Fachkräftemangel sowie steigende Lohn- und Finanzierungskosten in den USA im Weg stehen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.0%
2023: 3.9%	2023: 3.8%

Nach den erfreulichen Juli-Zahlen brachten die Inflationsszahlen für August erneut eine Überraschung nach oben. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, stieg von 5.9% auf 6.3%. Als einzige Kategorien verzeichneten Benzin und Flugtickets deutliche Preisrückgänge, ersteres sorgt in Kombination mit negativen Basiseffekten für einen Rückgang der Gesamtinflation von 8.5% auf 8.3%. Auch wenn der Höhepunkt der Gesamtinflation vermutlich hinter uns liegt, deutet die anhaltend hohe Kerninflation auf zusätzlichen geldpolitischen Handlungsbedarf hin.

Eurozone An der Schwelle zur Rezession

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.0%	2022: 2.9%
2023: 0.4%	2023: 0.2%

Die auf Seite 1 gezeigte wirtschaftspolitische Verunsicherung kommt nicht von ungefähr. Obwohl es den Ländern der EU wohl rechtzeitig vor den Wintermonaten gelingen wird, ihre Gasspeicher über die angestrebten Werte hinaus zu füllen, bleibt das Risiko einer Strommangellage bestehen. Eine Eskalation des Kriegsgeschehens in der Ukraine ist weiterhin nicht auszuschliessen. Und zudem macht die Europäische Zentralbank nun allem Anschein nach Ernst mit der Normalisierung der Geldpolitik. Die bereits vorliegenden Werte zu den Einkaufsmanagerindizes für die Eurozone lagen im September sowohl für die Industrie als auch für den Dienstleistungssektor unterhalb von 50 Punkten. Damit schrumpft die Industrie der Eurozone schon seit drei Monaten, bei den Dienstleistern liegen die Umfragewerte seit August im Kontraktionsbereich. Die Eurozone steht somit insgesamt am Anfang einer Rezession. Nicht alle Teilnehmerländer werden von diesem Abschwung gleichermassen betroffen sein. Frankreich, wo die Inflation dank einem hohen Anteil administrativ festgelegter Preise die Kaufkraft der Verbraucher weniger erodieren lässt, dürfte mit einem blauen Auge davonkommen. Exportnationen, deren Industriesektoren unter den hohen Energiepreisen leiden, sind dagegen einem weit kräftigeren Gegenwind ausgesetzt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.2%
2023: 5.0%	2023: 5.4%

Anders als in den USA ist in der Eurozone der Höhepunkt des Inflationszyklus noch nicht erreicht. Die jüngsten Zahlen zu den Produzentenpreisen zeigen für Deutschland und Spanien Jahresveränderungsraten von über 40%. Auch wenn die Europäische Zentralbank gegen die hohen Energiepreise nichts ausrichten kann, tut sie gut daran, die Geldpolitik weiter zu straffen. Nur so werden sich auch in Europa wie schon in den USA die langfristigen Inflationserwartungen wieder normalisieren, und nur so lassen sich Zweitrundeeffekte in den Griff bekommen.

Deutschland Starke Abkühlung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.6%	2022: 1.4%
2023: -0.6%	2023: -0.7%

Mit dem nun offiziellen Stopp der Gaslieferungen via Nord Stream 1, sehen wir uns gezwungen, unsere Wachstumsprognosen insbesondere für Deutschland erneut nach unten zu revidieren und eine deutliche Winterrezession zu prognostizieren. Die Rezessionsängste zeigen sich in sämtlichen September-Umfragen deutlich. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) deuten auf weniger Bestellungseingänge in der Industrie und bei Dienstleistern hin. Die Subindizes zur zukünftigen Geschäftsentwicklung brachen in beiden Sektoren regelrecht ein. Auch gemäss Umfrage des ifo Instituts waren die Geschäftserwartungen in allen Branchen stark rückläufig und befinden sich nun nahe bei den Pandemietiefstständen. Die Konsumentenstimmung, die bereits auf rekordtiefen Niveaus liegt, dürfte sich weiter verschlechtern. Sucht man in diesem Umfeld nach einer positiven Botschaft, wäre sie, dass die Gaspeicherstände nach wie vor weiter ansteigen und mittlerweile bei über 90% liegen. Zudem hat insbesondere die Industrie ihre Gasnachfrage bereits im zweiten Quartal um fast 15% reduziert. Entscheidend wird nun sein, ob in der Wintersaison auch bei den Haushalten ähnliche Einsparungen möglich sind. Falls ja, dürfte Deutschland von den schlimmsten Energieknappheitsszenarien verschont bleiben.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 7.7%	2022: 7.8%
2023: 5.6%	2023: 5.8%

Trotz der sich rasant abkühlenden Konjunktur ist der Inflationshöchststand in Deutschland mit 7.9% im August noch nicht erreicht. Gemäss PMI stieg der Preisdruck im September erneut an und der Produzentenpreisindex war im August 45% höher als im Vorjahr – ein erneuter Rekordanstieg. Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise zeichnen sich vermehrt ab. In der Politik wird zwar nun über Preisdeckel bei Elektrizitäts- und Gasrechnungen für Haushalte diskutiert, konkrete Vorschläge liegen bei Redaktionsschluss aber noch keine auf dem Tisch. Wir korrigieren unsere Inflationsprognosen für das Jahr 2023 erneut nach oben.

Frankreich Dienstleister als Stütze

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.4%	2022: 2.5%
2023: 0.3%	2023: 0.6%

Auch Frankreich kann sich der geopolitischen Verunsicherung nicht entziehen, auch wenn die Lage in der Öffentlichkeit offenbar noch nicht gleich pessimistisch beurteilt wird wie in Deutschland. Eine vorteilhaftere Zusammensetzung des Bruttoinlandsprodukts und die Bereitschaft, den fiskalpolitischen Spielraum maximal auszuschöpfen, sorgen bisher dafür, dass Unternehmer- und Verbraucherstimmung nicht wie andernorts einbrechen. Nach wie vor sind Unternehmen auch bereit, neue Stellen zu schaffen. Im Unterschied zur Eurozone bleibt Frankreichs Dienstleistungssektor gemäss dem jüngsten Einkaufsmanagerindex auf Expansionskurs. Dieser Bereich ist weniger von den hohen Energie- und Finanzierungskosten betroffen als die Industrie. Auch die Energiediskussion wird in Frankreich abgesehen von der heiss umstrittenen Benzinpreisfrage anders geführt als im übrigen Europa. In Frankreich wäre eine mögliche Strommangellage in den Wintermonaten auf den Ausfall eines grossen Teils seiner Kernkraftwerkwerke zurückzuführen. Aktuelle Zahlen zeigen, dass die Kernkraftwerke derzeit weniger als 50% der möglichen Leistung produzieren. Offizielle Verlautbarungen der zuständigen Behörden stellen allerdings bis Ende Jahr die Rückkehr zu einer Produktion von rund 90% der Gesamtkapazität in Aussicht.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.4%	2022: 5.5%
2023: 3.5%	2023: 3.6%

In Frankreich überraschte die Inflation im August mit 5.8% gegen unten und blieb somit tiefer als in den anderen grossen Volkswirtschaften der Eurozone. Wir rechnen aber nicht damit, dass damit der Inflationshöchststand in Frankreich hinter uns liegt. Auch wenn sich die hohen Energiepreise in Frankreich weniger stark in den Konsumentenpreisen niederschlagen, ist mit weiteren Anstiegen zu rechnen. Auch die Kerninflation dürfte noch weiter anziehen. Gemäss Einkaufsmanagerindex nahm der Preisdruck zuletzt sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistern wieder zu.

Grossbritannien Misstrauensvotum

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.5%	2022: 3.4%
2023: -0.1%	2023: -0.3%

Das Ende September angekündigte «Minibudget» des neuen britischen Schatzkanzlers Kwarteng wurde von den Finanzmärkten abgestraft; das Pfund brach ein und die Rendite auf zweijährige Staatsanleihen legte innert zwei Tagen im Rekordtempo zu, von 3.5% auf 4.5%. Ein zusammengewürfelter Mix von Steuerensenkungen komplettiert bereits vorher angekündigte grosszügige Massnahmen gegen steigende Energiekosten und sorgt für eine massive Erhöhung der Schuldenaufnahme im laufenden Fiskaljahr, von netto £162 Milliarden (vor dem «Minibudget») auf £234 Milliarden (9.3% des BIP). Kurzfristig dürfte das Einfrieren der Energiekosten für Haushalte die Konjunktur tatsächlich stützen. Die fiskalische Largesse könnte sich allerdings schon bald als kontraproduktiv entpuppen, da der zusätzliche Inflationsdruck und die Abwertung des Pfunds die Zentralbank zu einem noch abrupteren Bremsmanöver zwingen werden. Wir rechnen deshalb auch nach den jüngsten politischen Entwicklungen mit einer Rezession in Grossbritannien und haben die BIP-Prognose für 2023 leicht nach unten auf -0.1% revidiert. Die britische Industrie kann sich gemäss der jüngsten Umfrage unter Einkaufsmanagern genauso wenig dem globalen Abschwung entziehen wie die Mitbewerber auf dem Kontinent. Etwas besser sah die Lage im September noch im Dienstleistungssektor aus, aber auch hier droht nach der Erhöhung der Energiepreise für Haushalte ab Oktober eine Abschwächung.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.7%	2022: 9.2%
2023: 5.8%	2023: 7.0%

Die neue Regierung unter Liz Truss friert den Preisdeckel für Energie auf £2500 für einen typischen Haushalt ein – eine Massnahme, die bis 2024 gilt. Damit steigt der Preisdeckel im Oktober 2022 statt um 80% «nur» um 27%, was eine Reduktion des Inflationspfads 2022 und vor allem im Jahr 2023 mit sich bringt. Das ändert allerdings nichts daran, dass Grossbritannien unter den grossen Industrieländern 2023 die höchste Inflationsrate aufweisen wird.

Schweiz Aufkommender Gegenwind

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.3%
2023: 0.9%	2023: 0.8%

Wir sehen uns zu einer deutlichen Abwärtsrevision unserer Annahmen zum BIP-Wachstum für 2022 gezwungen. Auch die Schweiz kann sich dem konjunkturellen Gegenwind, der über Europa hinwegzieht, nicht völlig entziehen. Die Konsumenten sehen sich auch hierzulande einem Kaufkraftverlust ausgesetzt und äussern sich zurückhaltend, was ihre Anschaffungspläne für dauerhafte Konsumgüter angeht. Die Bauausgaben stagnieren seit Beginn des Jahres und dürften angesichts der steigenden Finanzierungskosten in den kommenden Quartalen negativ zum BIP-Wachstum beitragen. Auch wenn bisher erst vereinzelte Stimmen vor den Folgen der markanten Aufwertung des Frankens warnen, dürfte die Exportwirtschaft einen spürbaren Rückgang des Bestellungseingangs erfahren. Ähnlich gestaltet sich die Ausgangslage für den Tourismus im Hinblick auf die kommende Wintersaison. In der Summe ergibt sich in unserem Basisszenario ein veränderter Pfad zum Verlauf des realen Bruttoinlandsprodukts: Für das erste Quartal 2023 gehen wir nun von einer leicht rückläufigen Wirtschaftsleistung aus, eine Rezession im eigentlichen Sinn erwarten wir aber nach wie vor nicht. Zu erwähnen bleibt, dass wir in diesem Basisszenario für die Wintermonate von einer jederzeit gewährleisteten Versorgung mit Strom und Gas ausgehen. Im ungünstigeren Fall einer verschärften Mangellage wird die Rezession auch für die Schweiz unvermeidlich.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 2.9%
2023: 2.1%	2023: 2.0%

Im Vergleich mit anderen Notenbanken der entwickelten Volkswirtschaften erhöhte die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen gemessen an der aktuell ausgewiesenen Inflation erheblich stärker. Dazu kommt, dass die SNB auch am Devisenmarkt nichts gegen die aktuelle Aufwertung des Frankens zu unternehmen scheint. Wir teilen die Zuversicht der Verantwortlichen der SNB, wonach die Inflation ihren Höhepunkt schon bald überschritten haben wird.

Japan Auf Einkaufstour

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.5%	2022: 1.5%
2023: 1.4%	2023: 1.5%

Nun fallen die pandemiebedingten Einschränkungen auch in Japan: Das Land öffnet seine Grenzen ab dem 11. Oktober wieder für den Massentourismus. Vor der Pandemie verzeichnete Japan rund 2.5 Millionen Einreisende pro Monat, 85% davon aus dem asiatischen Raum und je 5% aus den USA und Europa. Im August 2022 betrug diese Besucherzahl gerade mal knapp 170'000. Die Wiederöffnung dürfte dem japanischen Dienstleistungssektor etwas Auftrieb verleihen. Der Optimismus zeigte sich bereits im entsprechenden September-Einkaufsmanagerindex, der wieder über der Wachstumsschwelle von 50 notierte und auf einen starken Anstieg der neuen Bestellungseingänge hindeutete. Dank der rasanten Abwertung des Yens seit Jahresbeginn sind Ferien in Japan aktuell so günstig wie schon lange nicht mehr. Gegenüber dem US-Dollar wertete der Yen seit Januar um 25% ab, gegenüber dem chinesischen Yuan um etwas mehr als 10%. Die Abwertung sorgt aber zusammen mit den ohnehin massiven Preisanstiegen für importiertes Öl und Gas zu einer weiteren Verteuerung der Importe und damit zu einer rekordtiefen Handelsbilanz. Dem versuchte das japanische Finanzministerium jüngst entgegenzuwirken, indem es zum ersten Mal seit 1998 Yen kaufte. Es ist allerdings zweifelhaft, ob solche Interventionen die Währung nachhaltig stützen können, solange die japanische Zentralbank an ihrer ultralockeren Zinspolitik festhält, während alle anderen grossen, westlichen Zentralbanken ihre Zinsen im Eiltempo erhöhen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.2%
2023: 1.5%	2023: 1.4%

Eine Reise nach Japan könnte sich gerade für amerikanische und europäische Touristen auch dank der tieferen Teuerung lohnen. Der Inflationsdruck nimmt aber auch in Japan weiter zu. Die Gesamtinflation und die Kerninflation, die frische Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, stiegen im August auf 3.0% respektive 1.6% an. Die Zentralbank gewichtet bei ihren Zinsentscheidungen die Rezessionsrisiken nach wie vor höher.

China Auf zur dritten Amtszeit

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.3%
2023: 5.1%	2023: 5.0%

Am 16. Oktober findet der Kongress der Kommunistischen Partei in China statt – das wohl wichtigste politische Ereignis des Jahrzehnts, das wichtige Hinweise sowohl auf veränderte Machtverhältnisse als auch auf mögliche bevorstehende strategische Kurswechsel liefern wird. Während es weitestgehend feststeht, dass sich Xi Jinping für eine dritte Amtszeit als Generalsekretär der Partei wählen lassen wird, werden potenzielle Veränderungen wirtschaftspolitisch wichtiger Positionen, wie die des Premierministers Li Keqiang und des Wirtschaftszenen Liu He im Fokus stehen. Ausserdem wird es interessant sein, auf mögliche Veränderungen der Covid-Strategie zu achten. Bis zu diesem politischen Schlüsselereignis war es Chinas Priorität, für Stabilität zu sorgen und insbesondere einen landesweiten Covid-Ausbruch um jeden Preis zu vermeiden. Ist der Kongress einmal vorüber, könnten kleinere schrittweise Lockerungen der strikten Eindämmungsmassnahmen möglich werden. Jedoch ist aufgrund der noch immer tiefen Impfquote der vulnerablen Bevölkerung eine sofortige Abkehr von der Null-Covid-Strategie in den nächsten Monaten unwahrscheinlich. Entsprechend erwarten wir, dass die Pandemie und die damit einhergehenden Eindämmungen Chinas Wirtschaft bis mindestens zum zweiten Quartal des nächsten Jahres beeinflussen werden, und senken unsere Wachstumsprognose für 2023 auf 5.1%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.3%
2023: 2.0%	2023: 2.3%

Chinas Inflationsrate ging im August von zuvor 2.7% auf 2.5% zurück. Niedrigere Lebensmittel- und Energiepreise waren zwei Treiber. Aber auch die Kerninflation, welche die volatilen Lebensmittel- und Energiepreise ausschliesst, blieb mit 0.8% auf einem sehr niedrigen Niveau. Dies weist auf die andauernde Verunsicherung der Bevölkerung aufgrund der Covid-Strategie hin, die den Konsum belastet.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
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

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, Aachenerstrasse 186, D-50931 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.