

November/Dezember 2022

Kernaussagen

- Eurozone: weiterer Stimmungseinbruch in der Industrie signalisiert Start der Winterrezession
- USA: Preisrückgänge am Immobilienmarkt kündigen Rückgang der zyklischen Inflation an
- China: erneute Abwärtsrevision der Wachstumsaussichten 2023 aufgrund von fehlendem Impffortschritt

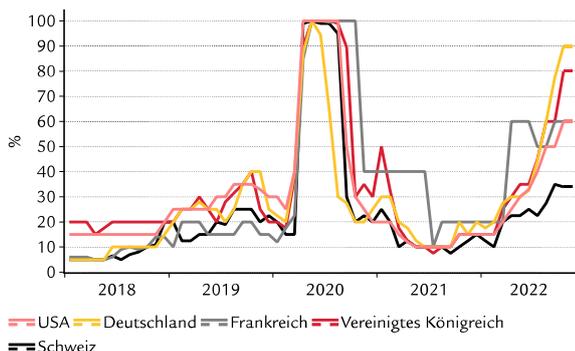
Prognosevergleich

	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	1.9% ↑	1.7%	0.4%	0.2% ↓	8.1%	8.0%	3.9%	3.9% ↑
Eurozone	3.2% ↑	3.0% ↑	0.2% ↓	0.0% ↓	8.5% ↑	8.3% ↑	6.2% ↑	5.8% ↑
Deutschland	1.7% ↑	1.4%	-0.6%	-0.9% ↓	8.1% ↑	8.1% ↑	6.0% ↑	6.8% ↑
Frankreich	2.5% ↑	2.5% ↑	0.3%	0.3% ↓	5.3% ↓	5.4% ↓	4.9% ↑	4.0% ↑
Grossbritannien	4.3% ↑	4.1% ↑	-0.3% ↓	-0.3%	8.7%	8.9% ↓	6.2% ↑	6.4% ↓
Schweiz	2.2%	2.2% ↓	0.9%	0.7% ↓	2.9%	3.0% ↑	2.1%	2.3% ↑
Japan	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	2.2%	2.2%	1.5%	1.6% ↑
China	3.3%	3.2% ↓	4.7% ↓	4.8% ↓	2.2%	2.2% ↓	2.0%	2.3%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10. Oktober 2022

Grafik des Monats

Einschätzung zur Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Bloomberg, der Finanz-Nachrichtendienstleister, befragt regelmässig Ökonomen zu ihrer Einschätzung einer Rezessionsgefahr für einzelne Länder. Gegenwärtig liegt für Deutschland die Medianerwartung einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten bei 90%. Für Frankreich liegt die Einschätzung stabil bei 60%, derweil die Rezessionsgefahr im Vereinigten Königreich nach Einschätzung der Experten zuletzt stark zugenommen hat. Im Falle der Schweiz bleibt eine sanfte Landung der Wirtschaft vorerst das wahrscheinlichste Szenario. Die im Schaubild festgehaltene Stimmungslage deckt sich weitgehend mit unserer eigenen Einschätzung auf den folgenden Seiten.

USA Häuserpreise und Mieten sinken

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.9%	2022: 1.7%
2023: 0.4%	2023: 0.2%

Die US-Wirtschaft erholte sich im dritten Quartal wie erwartet von der technischen Rezession – definiert als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit BIP-Rückgang – im ersten Halbjahr. Das Wachstum fiel mit 2.6% gegenüber dem Vorquartal (annualisiert) aber überraschend stark aus. Wie erwartet hielt sich der Privatkonsum gut, dank anhaltenden Nachholeffekten im Dienstleistungsbereich und einer weiteren Reduktion der Sparquote auf zuletzt unterdurchschnittliche 3.1% im September. Damit konnte die anhaltende Schwäche bei den privaten Investitionen kompensiert werden, die vor allem eine Folge des Einbruchs am Häusermarkt sind. Den positivsten Wachstumsbeitrag leistete aber der Aussenhandel, mit angesichts des starken Dollars überraschend hohen Exporten und einem Einbruch bei den Importen – Letzteres in der Regel ein schlechtes Vorzeichen für die künftige Konjunkturentwicklung. Wir rechnen denn auch weiterhin mit einer graduellen Abkühlung der US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2023 und einer Rezession ab Mitte 2023, da die höheren Leitzinsen und deren Folgen (insbesondere die nun einsetzende Korrektur bei den Häuserpreisen) zunehmend auf den Privatkonsum durchschlagen werden.

Inflation

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

Die Inflation in den USA hat den Höhepunkt überschritten. Tiefere Transportkosten und die Verbesserung bei den Lieferketten dürften 2023 für tiefere Inflation bei Konsumgütern sorgen. Im Wohnbereich, dem stärksten Inflationstreiber derzeit, kündigt sich ebenfalls Entspannung an. Die Häuserpreise gingen jüngst erstmals seit 2012 zurück, was zu tieferen Eigenmietwerten im Konsumentenpreisindex führen könnte. Zudem sinken nun die Mieten für neu inserierte Wohnungen. Letzteres wirkt sich gemäss einem Forschungspapier des Bureau of Labor Statistics erst in ca. vier Quartalen auf die Mietpreisinflation aus, da der offizielle Index viele Bestandsmieten beinhaltet.

Eurozone Rezession in Teilen der Industrie

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.2%	2022: 3.0%
2023: 0.2%	2023: 0.0%

Soweit sie bereits vorliegen, zeigen die Werte der Einkaufsmanagerindizes aus der Industrie ein trübes Bild: Die in unserem Basisszenario erwartete Rezession ist in diesem Sektor bereits Tatsache. Die Gründe sind rasch gefunden: Höhere Finanzierungskosten und die in Frage gestellte Energieversorgung belasten die besonders zyklischen Bereiche der europäischen Volkswirtschaften. Auch die vor einigen Monaten erwarteten Impulse aus Chinas fehlen bis anhin und dürften so lange ausbleiben, bis China von seiner «Zero-Covid»-Politik abrückt. Erste Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal zeigen immerhin für die Schwergewichte Deutschland und Frankreich noch eine leicht positive Wachstumsrate. Mit der jüngsten Entwicklung im Bereich der Energieversorgung rücken zumindest einstweilen die düstersten Rationierungsszenarien im kommenden Winter etwas in den Hintergrund. So sind Europas Gasspeicher weitgehend gefüllt und gleichzeitig wird die Stromerzeugung durch Frankreichs Kernkraftwerke wieder hochgefahren. So nimmt zwar die Planungssicherheit bei den Unternehmen tendenziell etwas zu. Gleichwohl werden die kommenden Monate von der Rezession geprägt bleiben, nicht zuletzt aufgrund einer nachlassenden Konsumnachfrage.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.5%	2022: 8.3%
2023: 6.2%	2023: 5.8%

Die vorläufigen Zahlen zur Inflationsrate in den Ländern der Eurozone für den Monat Oktober zeigen deutlich, wie schwierig es gegenwärtig ist, die kurzfristigen Auswirkungen von fiskalpolitischen Massnahmen zur Deckelung der Energiepreise abzuschätzen. In Deutschland, Frankreich und Italien übertraf die Teuerung die Erwartung der von Bloomberg befragten Ökonomen erheblich, derweil in Spanien ein Rückgang der Inflationsrate von 9.0% auf 7.3% beobachtet wurde. Etwas Entspannung geht von den Marktpreisen für Gas und Elektrizität aus. Diese liegen aktuell weit unter den Spitzenwerten vom August.

Deutschland Teures Weihnachtsgeschenk

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 1.7%	2022: 1.4%
2023: -0.6%	2023: -0.9%

Die erste BIP-Schätzung zum dritten Quartal 2022 deutet – den schlechten Stimmungsindikatoren zum Trotz – auf ein positives Wachstum von 0.3% hin. Der private Konsum dürfte zu dieser Überraschung beigetragen haben. Das ändert jedoch nichts daran, dass mit dem vierten Quartal die Winterrezession wohl begonnen hat. Die Konsumentenstimmung blieb zuletzt trotz Stabilisierung historisch tief. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie fiel im Oktober mit sinkendem Output und schwachen Bestellungseingängen weiter unter die Wachstumsschwelle von 50. Auch der Index für neue Exportaufträge verzeichnete ein weiteres Minus. Während der PMI noch auf eine robuste Beschäftigung hindeutet, gingen die entsprechenden Erwartungen gemäss ifo-Institut zurück und liegen in der Industrie zum ersten Mal seit Februar 2021 wieder unter null. Auch der Dienstleistungssektor zeigt sich weiterhin pessimistisch, wenn auch zuletzt ohne weitere deutliche Verschlechterung. Von insgesamt über 130 betrachteten Sektoren in der ifo-Umfrage sind die Erwartungen zur wirtschaftlichen Entwicklung für die nächsten sechs Monate nur noch im volatilen Unternehmensberatungsbereich positiv.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.1%	2022: 8.1%
2023: 6.0%	2023: 6.8%

Immerhin dürfen sich deutsche Haushalte bereits auf ein Weihnachtsgeschenk freuen: Im Rahmen des Gaspreisdeckels soll der Staat die Rechnung für Dezember komplett übernehmen. Ab März 2023 soll ausserdem für 14 Monate ein Gaspreisdeckel von 12 Cent pro Kilowattstunde für 80% des Vorjahresverbrauchs gelten. Bis dahin dürfte die Inflation mit starker Volatilität im Dezember und Januar hoch bleiben. Wir denken, dass die Jahreststeuerung im Oktober bei 10.4% ihren Höchststand noch nicht erreicht hat. Und auch wenn die politischen Eingriffe die Energieinflation im Jahr 2023 dämpfen dürften, bedeutet die damit verbundene enorme fiskalpolitische Expansion, dass der allgemeine Preisdruck mittelfristig höher bleibt.

Frankreich Kernkraftwerke zurück am Netz

BIP-Wachstum

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

In Frankreich bestätigt sich unsere Annahme, dass die Binnenwirtschaft den Krisentendenzen weniger stark ausgesetzt bleibt als in den anderen grossen Volkswirtschaften Europas. So hält sich der Wert des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor anders als in Deutschland oder dem Vereinigten Königreich zu Beginn des Schlussquartals 2022 weiterhin im Wachstumsbereich. Auch Unternehmerumfragen aus dem Industriesektor deuten auf eine bemerkenswerte Resilienz der französischen Wirtschaft. Dazu trägt die Bereitschaft zu grosszügigen fiskalischen Massnahmen erheblich bei. Diesem Bild entspricht der Befund, dass die Konsumentenstimmung in Frankreich weniger stark eingebrochen – und zuletzt selbst unter dem Eindruck erster Streikandrohungen sogar leicht gestiegen ist. Entscheidend bleiben die Sicherung der Kaufkraft der Haushalte und die Vermeidung einer Energiekrise über die Wintermonate. Mit der Wiederaufnahme der Stromerzeugung durch zwischenzeitlich vom Netz genommene Kernkraftwerke und dem hohen Füllstand der Gasspeicher in ganz Europa scheint die Gefahr einer Stromrationierung bei normalen Temperaturen im Winter gebannt zu sein.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 5.3%	2022: 5.4%
2023: 4.9%	2023: 4.0%

Die vorläufigen Zahlen zur Inflation für den Oktober überraschten deutlich gegen oben. Der Anstieg der Inflationsrate von zuvor 6.2% auf 7.1% ist auf höhere Energie- und Lebensmittelpreise zurückzuführen. Wie sehr dabei die Streiks in Frankreichs Erdölraffinerien für einen temporären Preisanstieg gesorgt haben, bleibt abzuwarten. Es gibt nämlich auch Signale einer Entspannung, insbesondere bei den Strompreisen. Dazu trägt bei, dass die Produktion von Kernenergie nach Abschluss von Wartungsarbeiten wieder steigt. Gemäss der europäischen Strombörse EEX liegt der durchschnittliche Strompreis inzwischen auf dem tiefsten Stand seit Russlands Angriff auf die Ukraine im Februar.

Grossbritannien Zurück auf Feld eins

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 4.3%	2022: 4.1%
2023: -0.3%	2023: -0.3%

Dass Anleihenmärkte dazu beitragen können, Regierungen zu stürzen, musste nach Silvio Berlusconi im Jahr 2011 nun auch Liz Truss nach nur 45 Tagen im Amt erfahren. Um das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen, hat die neue Regierung unter Premierminister Rishi Sunak und Chancellor Jeremy Hunt eine fiskalpolitische Kehrtwende angekündigt. Die genauen Massnahmen gibt die Regierung erst nach Redaktionsschluss bekannt, aber es zeichnet sich ab, dass die meisten der von Liz Truss geplanten Steuersenkungen annulliert und Staatsausgaben gekürzt werden. Premier Sunak stimmte die Bevölkerung gar auf kommende Steuererhöhungen ein. Gemäss unseren Berechnungen ist auch eine deutlich restriktivere Fiskalpolitik notwendig, um selbst unter optimistischen Wachstums- und Zinsannahmen die Schuldenquote zu stabilisieren. Die Kehrtwende der neuen Regierung hat die Märkte beruhigt und auch Druck von der Bank of England genommen, exzessive Zinserhöhungen anzuordnen. Dennoch dürfte die Kombination aus steigenden Zinsen, höheren Energiepreisen und Fiskalkonsolidierung zu einer Rezession in Grossbritannien im Jahr 2023 führen; wir haben die entsprechende BIP-Prognose jüngst weiter nach unten revidiert.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 8.7%	2022: 8.9%
2023: 6.2%	2023: 6.4%

Als vertrauensbildende Massnahme hat die neue Regierung zusätzlich angekündigt, den ursprünglich für zwei Jahre vorgesehenen staatlich subventionierten «Preisdeckel» für Gas und Strom vorerst bis April 2023 laufen zu lassen und im ersten Quartal 2023 neu zu prüfen. Wir halten es für denkbar, dass aufgrund des starken Kaufkraftverlusts der britischen Haushalte der politische Druck gross sein wird, gewisse entlastende Massnahmen weiterzuführen. Folglich haben wir die Inflationsprognose 2023 bisher nur leicht angehoben. Bei einem kompletten Wegfall der staatlichen Hilfen müssten wir die Inflationsprognose allerdings weiter nach oben korrigieren.

Schweiz Vor einem Anstieg der Mieten

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.2%
2023: 0.9%	2023: 0.7%

Derweil grosse Teile Europas bereits am Beginn einer Rezession stehen, deuten die Indikatoren in der Schweiz lediglich auf eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik hin. Entsprechend wird das Risiko einer Rezession in den kommenden zwölf Monaten für die Schweiz gemäss einer Umfrage von Bloomberg auf gerade einmal 34% veranschlagt. Diese Zahl unterscheidet sich erheblich von der 90%igen Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in Deutschland. Der Kaufkraftverlust der Schweizer Haushalte ist weniger ausgeprägt und zur gleichen Zeit erweist sich die Zusammensetzung des Industriesektors in der Schweiz als weniger krisenanfällig als andernorts in Europa. Dies wird belegt durch die Werte des Einkaufsmanagerindex für die Industrie, welche in der Schweiz weiterhin oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten liegen. Allerdings bleibt auch die Schweizer Wirtschaft nicht immun gegen die Risiken in Form höherer Finanzierungskosten und der Unsicherheit um die Energieversorgung. So zeigt der kürzlich revidierte Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WAI) des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO, dass der konjunkturelle Abschwung bereits seit Beginn des dritten Quartals Tatsache ist.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.9%	2022: 3.0%
2023: 2.1%	2023: 2.3%

Sowohl auf Produzenten- wie auf Konsumentenstufe liess der Teuerungsdruck zuletzt leicht nach. Dies ist einerseits dem starken Franken zu verdanken, welcher den Anstieg der Importpreise drosselte. Andererseits werden in der Schweiz viele Preise administrativ festgelegt. Anders als in den Ländern der Eurozone werden die Konsumenten erst 2023 die gestiegenen Strompreise zu spüren bekommen. Es ist zudem absehbar, dass der Referenzzinssatz, an dem sich die Mieten in bestehenden Verträgen orientieren, in den kommenden zwölf Monaten angehoben wird. So werden höhere Mieten erst mit Verzögerung in die Berechnung der Inflationsrate einfließen.

Japan Solider Jahresausklang

BIP-Wachstum

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

Die Wiedereröffnung für den Tourismus verlieh der Stimmung im Dienstleistungssektor gemäss Einkaufsmanagerindex (PMI) Aufwind. Wenig überraschend fiel der Index zu neuen Exportbestellungen in diesem Sektor besonders robust aus. Auch der PMI für die Industrie verharrte im Oktober oberhalb der Wachstumsschwelle. Erste Wirtschaftsdaten für den Monat September waren gemischt. Die Industrieproduktion war nach einem starken August zum ersten Mal seit vier Monaten und entgegen den Erwartungen rückläufig. Über das gesamte dritte Quartal betrachtet, wird sie aber positiv zum BIP-Wachstum beitragen, welches erst nach Redaktionsschluss publiziert wird. Detailhandelsverkäufe stiegen im September weiter an. Ein Teil dieses Anstiegs ist sicher auf höhere Preise zurückzuführen. Die weitere Entspannung der Lieferengpässe erklärt aber wohl das starke Konsumwachstum bei langlebigen Gütern, das sich vermutlich fortsetzen wird und zusammen mit dem zunehmenden Tourismus zu einem relativ soliden wirtschaftlichen Jahresausklang führen dürfte. Für das Jahr 2023 prognostizieren wir zwar keine Rezession, jedoch eine deutliche Abschwächung des Wachstums. Obwohl sowohl Fiskal- als auch Geldpolitik weiterhin einen expansiven Kurs fahren, wird sich Japan dem globalen Gegenwind nicht ganz entziehen können. Auch der inländische Konsum dürfte sich bei steigender Kernsteuerung abschwächen, darauf weist auch die seit Jahresanfang stetig sinkende Konsumentenstimmung hin.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 2.2%	2022: 2.2%
2023: 1.5%	2023: 1.6%

Die Gesamtinflation blieb im September bei 3.0% stabil. Die Kerninflation stieg jedoch von 1.6% auf 1.8% und die Produzentenpreisinflation schoss unerwartet erneut von 9.0% auf 9.7% und lag damit nur knapp unter dem bisherigen Höchststand von 9.8% im April. Die Regierung kündigte kürzlich ein zusätzliches, grosszügiges Fiskalpaket an mit dem Ziel, die Last hoher Energie- und Nahrungspreise für Haushalte abzufedern.

China Alle Macht an Xi

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2022: 3.3%	2022: 3.2%
2023: 4.7%	2023: 4.8%

Chinas Wirtschaft ist im dritten Quartal zwar mit 3.9% gegenüber Vorjahr leicht stärker gewachsen als erwartet, nichtsdestotrotz deuten die Aktivitätszahlen vom September auf eine andauernde Schwäche im Immobiliensektor sowie im Privatkonsum hin. Einer der Haupttreiber für diese Schwäche ist Chinas strikte Covid Strategie, welche aufgrund der wiederkehrenden Lockdowns die Konsumentenstimmung auf einem Rekordtief hält. Da die Impfkampagne nicht vorankommt und die Bevölkerung nach wie vor unzureichend immunisiert ist, erwarten wir keine unmittelbare Abkehr von dieser Strategie und senken entsprechend unsere BIP-Prognose für 2023 auf 4.7% von zuvor 5.1%. Die Neuausrichtung des Führungsgremiums, die während des Parteikongresses beschlossen wurde, bringt ebenfalls keine Politiker mit sich, die einen neuen Covid-Ansatz vorantreiben dürften. Vielmehr hat Xi Jinping seine Macht konsolidiert und ist umgeben von engen Verbündeten. Indessen hat der Parteikongress zum Vorschein gebracht, dass der wirtschaftliche Aufstieg im Fokus bleibt. So gilt der potenzielle künftige Premierminister, Li Qiang – obwohl ein enger Verbündeter Xis –, als wachstums- und marktorientierter Politiker mit umfassender Erfahrung in der Verwaltung der reichsten Provinzen des Landes. Dennoch ist Xis Machtkonsolidierung ein Risiko für Chinas Wachstumspotenzial, da Xi Jinpings harsche und interventionistische Massnahmen auf das Innovationspotenzial drücken könnten.

Inflation

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

Chinas Inflation ist im September auf einem moderaten Niveau geblieben mit 2.8% (August: 2.5%). Der tiefe Inflationsdruck ist primär auf eine niedrige Kerninflation zurückzuführen, die von 0.8% auf 0.6% gefallen ist. Grund dafür ist die getriebene Konsumentenstimmung aufgrund der andauernden strikten Covid-Strategie, was die Preisgestaltungsmacht für Konsumgüter und Dienstleistungen einschränkt.

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

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.