

Jahresausblick 2025

Kernaussagen

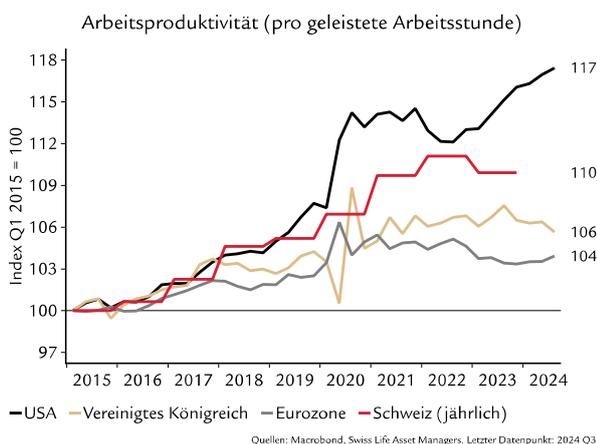
- Eurozone 2025: Pessimismus trotz struktureller Probleme und hoher Handelsunsicherheit übertrieben
- USA 2025: Trumps expansive Fiskalpolitik und der solide Privatkonsum schieben, die hohen Zinsen bremsen
- China 2025: Wachstumsrisiken verlagern sich von der Immobilienkrise hin zu Handelszöllen

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	2.8% ↑	2.7%	2.3% ↑	2.0% ↑	2.9%	2.9%	2.4% ↑	2.4% ↑
Eurozone	0.8%	0.8%	0.9% ↓	1.0% ↓	2.4%	2.4%	1.7% ↓	1.9%
Deutschland	-0.1%	-0.1%	0.5% ↓	0.4% ↓	2.2% ↓	2.3%	1.8% ↓	2.0%
Frankreich	1.1% ↓	1.1%	0.8% ↓	0.8% ↓	2.0%	2.1% ↓	1.1%	1.4% ↓
Italien	0.5% ↓	0.5% ↓	0.6% ↓	0.8%	1.0%	1.1%	1.7%	1.7% ↓
Spanien	3.0%	3.0% ↑	1.7% ↓	2.2%	2.7%	2.8%	1.7% ↓	1.9% ↓
Grossbritannien	0.9%	0.9%	1.3% ↑	1.3%	2.5%	2.5% ↓	2.4% ↑	2.6% ↑
Schweiz	1.2% ↓	1.4% ↓	1.2%	1.3% ↓	1.1%	1.1%	0.2% ↓	0.6% ↓
Japan	-0.2%	-0.2% ↓	0.8% ↓	1.2%	2.7% ↑	2.6%	2.1% ↑	2.3% ↑
China	4.8%	4.9% ↑	4.1% ↓	4.5%	0.4%	0.4%	1.6% ↓	0.9% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 9. Dezember 2024

Grafik des Jahres



Seit 2017 hat sich ein tiefer Produktivitätsgraben zwischen den USA und Europa geöffnet. Ein Bericht der EZB ortet die Gründe in der Branchenzusammensetzung (Boom des hochproduktiven US-IT-Sektors), höheren US-Investitionen in Digitalisierung sowie im flexibleren US-Arbeitsmarkt, der Arbeitnehmende schneller in die produktivsten Sektoren bringt. In der Industrie hat sich die Produktivitätslücke erst 2022 geöffnet, und die Energiekrise in Europa trägt dafür die Hauptschuld. Da sich diese strukturellen Trends fortsetzen dürften, rechnen wir auch 2025 damit, dass die USA die europäischen Volkswirtschaften beim Wirtschaftswachstum abhängen werden.

Globale Wirtschaft Fünf Thesen zum Jahr 2025

1. USA lassen Europa weiter hinter sich

Strukturell weitet sich der Graben zwischen den USA und Europa wegen tieferer Energiepreise und höherem Produktivitätswachstum in den USA weiter aus. Zyklisch warnen wir für 2025 vor übertriebenem Optimismus in den USA, besonders weil die hohen Langfristzinsen ein Bremsklotz sind, sowie vor übertriebenem Pessimismus in Europa, wo der schwächere Euro, das Vorziehen von Exporten in die USA wegen potenzieller Handelszölle sowie tiefere Zinsen abfedern. In Europa dürfte sich aber die Divergenz zwischen solider «Peripherie» und schwachen «Kernländern» fortsetzen.

2. In Kontinentaleuropa wird die Geldpolitik expansiv

Die SNB-Politik ist bereits expansiv, weil sich die SNB vor Deflation fürchtet, während der Fokus der EZB von Inflations- zu Wachstumsrisiken schwenkt. Trumps Politik erhöht den Abwärtsdruck für die Inflation in Europa; die Geldpolitik der EZB wird von restriktiv zu expansiv drehen.

3. Trump und Inflation: kein Grund zur Panik

Wir erwarten unter Präsident Trump viel politischen Lärm, aber letztlich weniger dramatische Ergebnisse als angekündigt, da er auf Wahlerfolge bei den «Midterms» abzielt und Aktienmärkte als wichtigsten Gradmesser seiner Politik sieht. Weil sich die Inflation als unpopulär erwiesen hat, erwarten wir gezielte statt breitflächige Zölle, die zudem durch den stärkeren US-Dollar abgefedert werden. Trumps Politik ist unter dem Strich leicht inflationär und wird den Raum für Zinssenkungen der Fed einengen, aber einen namhaften Inflationsschub erwarten wir nicht.

4. Kein Ende der Schuldenwirtschaft

In den USA wird die Fiskalpolitik noch lockerer, und in Europa bleibt die Budgetkonsolidierung hinter den Erwartungen zurück. Wir erwarten keinen Aufstand der Finanzmärkte, aber die Anleiherenditen dürften trotz Leitzinssenkungen mittelfristig auf hohen Niveaus verankert bleiben.

5. China: Handelskonflikte bremsen die Wirtschaft

Die Herausforderungen für Chinas Wirtschaft verlagern sich. Während der Immobiliensektor weiter eine Belastung bleibt, stellt er nicht mehr den grössten Abwärtsdruck dar. Dieser resultiert nun hauptsächlich aus externen Faktoren. Handelszölle belasten die Exporte und beeinträchtigen das Geschäftsklima. Somit wird China auch in diesem Jahr nicht als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft fungieren.

Schweiz Zurück zu Null-Inflation

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.2%	2024: 1.4%
2025: 1.2%	2025: 1.3%

Die Konjunkturflaute Europas belastet hauptsächlich die exportabhängigen Schweizer MEM-Industrien. Als Folge ist im Jurabogen und anderen Standorten der mechanischen Industrie ein nennenswerter Anstieg der Arbeitslosenquote über die vergangenen Monate zu verzeichnen. In den Kantonen Jura, Waadt, Solothurn und Neuenburg stieg die saisonbereinigte Arbeitslosenquote von August bis November um 0.3 oder mehr Prozentpunkte. Für die Schweiz insgesamt gehen wir für 2024 von einer durchschnittlichen Arbeitslosenquote von 2.5% aus. Im Jahresdurchschnitt 2025 erwarten wir einen Wert von 2.8%. Diese Entwicklung belastet auch die Konsumentenstimmung, welche seit August eine rückläufige Tendenz aufweist. Mit ihrer mittlerweile expansiven Geldpolitik schafft die Schweizerische Nationalbank die erforderlichen Rahmenbedingungen, um die Binnenwirtschaft vor einer weiteren zyklischen Abschwächung zu schützen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 1.1%	2024: 1.1%
2025: 0.2%	2025: 0.6%

Es ist etwas in Vergessenheit geraten, dass die mittlere Inflationsrate über das Jahrzehnt vor der Pandemie in der Schweiz bei 0% lag. Fünf Jahre später lag die Jahresveränderungsrate des Landesindex der Konsumentenpreise unter Ausschluss der Mietkomponente per November 2024 wieder bei null. Zu Jahresbeginn 2025 sorgen tiefere Strompreise für eine Fortsetzung der disinflationären Dynamik. Mittlerweile besteht zudem Gewissheit, dass der hypothekarische Referenzzinssatz im März gesenkt wird, mit der Folge tieferer Bestandesmieten ab Juli 2025. Diese Entwicklung wird dann im August Eingang in die Bemessung der Inflationsrate finden. Nach unserer jetzigen Projektion wird die Jahresteuern über die Sommermonate 2025 tatsächlich wieder auf 0% fallen. Tiefere Energiepreise oder eine neuerliche Aufwertung des Schweizer Frankens sind erhebliche Prognoserisiken, welche sogar für zwischenzeitlich negative Inflationsraten sorgen könnten.

USA Laute Politik, solide Wirtschaft

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.8%	2024: 2.7%
2025: 2.3%	2025: 2.0%

Nimmt man seine erste Präsidentschaft als Blaupause, so wird Donald Trump mit seinem erratischen Regierungsstil erheblich zur Prognoseunsicherheit 2025 beitragen. Wir rechnen mit gezielten statt hohen und breitflächigen Zöllen und einem deutlichen Rückgang der Immigration, sind aber skeptisch, dass Trump die «Massenabschiebung» von Immigranten wie angedroht durchziehen kann, da er auf finanzielle, rechtliche und politische Hürden stossen dürfte. Unsere Überzeugung ist aber insbesondere beim Ausblick für die Zollpolitik gering, und eine schärfere Gangart ist denkbar. Die tiefere Immigration und höhere Zölle sind 2025 eine Wachstumsbremse, ebenso die hohen und gut verankerten Langfristzinsen, welche weiterhin auf dem Immobiliensektor lasten. Auf der «positiven» Seite wird die Fiskalpolitik expansiver. Der Raum für namhafte Ausgabenkürzungen ist ausserhalb der Sozialversicherungen und des Militärs gering. Der republikanisch dominierte Kongress wird sich im Hinblick auf die «Midterms» wohl hüten, diese Bereiche anzufassen, und wird 2025 Steuersenkungen für Unternehmen in Angriff nehmen und die Steuersenkungen aus Trumps erster Amtszeit verlängern. Gleichzeitig rechnen wir mit Deregulierungen insbesondere im Finanz- und im Energiesektor. Unter dem Strich dürfte die Politik Trumps via Staats- und Privatkonsum wohl leicht positiv zum Wirtschaftswachstum beitragen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.9%	2024: 2.9%
2025: 2.4%	2025: 2.4%

Die US-Inflation hat sich wegen des soliden Wachstums 2024 weniger stark abgeschwächt als in Europa und dürfte 2025 aufgrund der expansiven Fiskalpolitik unter Donald Trump über dem Notenbankziel von 2% verharren. Die US-Notenbank hat damit weniger Spielraum, die immer noch restriktive Geldpolitik weiter zu lockern. Zölle könnten ebenfalls einmalig zur Inflation beitragen, sollten aber gemäss Lehrbuch (wie jede Steuer) von der Geldpolitik ignoriert werden.

Eurozone Gegenwind, aber kein Sturm

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.8%	2024: 0.8%
2025: 0.9%	2025: 1.0%

Während die oben erwähnten strukturellen Probleme in der Eurozone einen gewissen Pessimismus rechtfertigen, sind die Sorgen auf der zyklischen Seite unserer Meinung nach übertrieben. Die Unsicherheit bezüglich möglicher US-Handelszölle dürften zwar eine Wachstumsbremse darstellen, die Auswirkungen auf die einzelnen Eurozoneländer wären jedoch heterogen. Deutschland dürfte aufgrund der Exportstruktur und der Konzentration im Industriesektor am stärksten betroffen sein, während Spanien am wenigsten exponiert ist. Jedoch dürfte die Abwertung des EUR gegenüber des USD einen Teil der negativen Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit ausgleichen. Auch dürfte ein gewisses Vorziehen der US-Importnachfrage nach Eurozonengütern den negativen Effekt abfedern. Innerhalb der Eurozone waren 2024 besonders Peripherieländer wie Spanien und Italien eine wichtige Wachstumsstütze. Diese Divergenz zwischen der Peripherie und Kernländern wie Deutschland und Frankreich dürfte sich 2025 fortsetzen. Besonders Spanien sticht heraus. Der spanische Arbeitsmarkt bleibt robust, unterstützt durch eine rekordhohe Zuwanderung, die von der Regierung gefördert wird. Das sollte auch dem wichtigen Tourismussektor weiter Auftrieb geben. Neben Spanien überzeugen auch andere Peripherieländer wie Kroatien oder Griechenland mit soliden Wachstumserwartungen für 2025.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.4%	2024: 2.4%
2025: 1.7%	2025: 1.9%

Der Inflationsdruck ist 2024 weiter zurückgegangen, jedoch in einem langsameren Tempo als 2023. Die Inflationsdynamik sollte es der EZB erlauben, die Geldpolitik 2025 weiter zu lockern und dadurch das Wachstum zu stützen. Die tiefere externe Nachfrage, Preisdruck auf Exportgüter sowie die Umleitung von chinesischen Exporten nach Europa aufgrund von potenziellen US-Handelszöllen sollten den Inflationsdruck in der Eurozone weiter senken.

Deutschland Erholung wird überschattet

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: -0.1%	2024: -0.1%
2025: 0.5%	2025: 0.4%

Zwischen Dezember 2023 und September 2024 legte die deutsche Wirtschaft lediglich um 0.05% zu. Für 2025 sehen wir eine leicht bessere Dynamik, aber weiterhin viele Herausforderungen. Während wir aus wirtschaftspolitischer Sicht die vorgezogenen Neuwahlen eher positiv beurteilen, wirft die Wahl Trumps einen Schatten über die ohnehin nur zögerlich anlaufende konjunkturelle Erholung. Die USA ist mittlerweile die mit Abstand wichtigste Exportdestination Deutschlands. 2023 stellten Strassenfahrzeuge, elektrische Erzeugnisse sowie medizinische und pharmazeutische Produkte die drei wichtigsten Exportgruppen dar. Auch wenn wir derzeit nicht mit breitflächigen Zöllen rechnen, könnten gerade diese Sektoren ins Visier Trumps geraten. Allein schon die höhere Unsicherheit dürfte sich negativ auf die Investitionsfreudigkeit auswirken. Wir revidierten deshalb unsere Wachstumsprognosen für 2025 nach unten. Zyklisch rechnen wir nach wie vor damit, dass der private Konsum im Jahresverlauf 2025 leicht positive Impulse liefern kann. Auch der nun grössere Raum für Zinssenkungen durch die EZB dürfte helfen, eine Rezession zu verhindern. Sollte aus den Neuwahlen im Februar eine grosse Koalition zwischen CDU/CSU und SPD hervorgehen, könnte dies ausserdem den fiskalpolitischen Spielraum leicht erhöhen. Das positivste Szenario wäre wohl ein ausserbudgetärer Infrastrukturfonds, für den aber eine Zweidrittelmehrheit benötigt würde.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.2%	2024: 2.3%
2025: 1.8%	2025: 2.0%

Die Gesamtinflation ging im Jahr 2024 von 2.9% auf 2.2% im November zurück, die Kerninflation von 3.4% auf 3.0%. Während die Jahreststeuerung der Energiepreise in jedem Monat negativ ausfiel und jene der Güterpreise deutlich sank, zog jene der Dienstleistungspreise von 3.8% auf 4.8% an. Für 2025 rechnen wir damit, dass sich die Teuerung auch im Dienstleistungsbereich vor dem Hintergrund einer schwachen konjunkturellen Entwicklung deutlich abschwächt.

Frankreich Stimmungseinbruch

BIP-Wachstum

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

Im Vergleich zu Deutschland, dem anderen wirtschaftlichen Schwergewicht der Eurozone, wies Frankreichs Wirtschaft über weite Teile des Jahres 2024 robuste Werte aus. Dies war auf die nach wie vor expansive Fiskalpolitik und die geringere Abhängigkeit von Industriexporten zurückzuführen. Mittlerweile hat sich das Bild allerdings erheblich eingetrübt: Die Einkaufsmangerindizes zeigen sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für die Dienstleister eine Kontraktion. Beim verarbeitenden Gewerbe sticht ein markanter Einbruch des Auftragseingangs ins Auge. Getragen von steigenden Reallöhnen und scheinbar unbeeindruckt von den innenpolitischen Unwägbarkeiten stieg das Verbrauchervertrauen noch bis September an. Seither ist die Stimmung regelrecht eingebrochen. Unter Einbezug der aktuellen Inflationsdynamik ist die über das ganze Jahr 2024 restriktiv gebliebene Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) nachträglich nicht mehr zu rechtfertigen. Von unseren fünf Thesen zum neuen Jahr prägt daher der erwartete Übergang zu einer expansiven Geldpolitik unseren kurzfristigen Ausblick für Frankreich am nachhaltigsten. Selbstredend beziehen sich die Annahmen zur ausbleibenden Haushaltskonsolidierung gerade auch auf Frankreich. In Unkenntnis der Aufstellung der künftigen Regierung nach dem Misstrauensvotum vom 4. Dezember sehen wir mittelfristig kein Szenario, unter welchem Frankreichs Staatschuldenquote sinken könnte.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.0%	2024: 2.1%
2025: 1.1%	2025: 1.4%

Die Jahresveränderungsrate der Verbraucherpreisindizes zeigt die Inflationsdynamik nur mit Verzögerung an. Schauen wir uns nur die Preisveränderungen über die letzten sechs Monate an (annualisiert), erhalten wir ein zeitnäheres Signal der Inflationsdynamik. So berechnet liegt die annualisierte Inflation aktuell gerade einmal bei 0.5%. Wir halten an unserer seit Monaten deutlich unter der Konsensuserwartung liegenden Prognose zur Inflation im Jahr 2025 fest.

Grossbritannien Politische Unterstützung

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.9%	2024: 0.9%
2025: 1.3%	2025: 1.3%

Die britische Wirtschaft wuchs besonders im ersten Halbjahr 2024 stärker als erwartet. Eine gewisse Erholung des Haushaltskonsums war eine wichtige Wachstumsstütze. 2025 wird der Staatskonsum als Wachstumstreiber in den Vordergrund rücken. Die Ausgabenerhöhungen, die die Labour-Regierung im Herbst-Budget vorgestellt hat, sind einerseits expansiver als wir erwartet hatten. Sie beinhalten beispielsweise Infrastrukturinvestitionen in verschiedenen Bereichen sowie mehr laufende Mittel für das Gesundheitswesen. Andererseits dürften sich die angekündigten Steuererhöhungen negativ auf den Privatkonsum auswirken. Die Erhöhungen der Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung fallen am stärksten ins Gewicht. Diese Erhöhungen dürften teilweise durch höhere Preise auf die Konsumenten abgewälzt werden und durch tiefere Nettolöhne das verfügbare Einkommen schmälern. Unter dem Strich rechnen wir dennoch mit einem positiven Netto-Effekt auf das Wirtschaftswachstum. Ein Vorteil der britischen Wirtschaft ist ihr höherer Exportanteil von Dienstleistungen relativ zu Gütern. Die direkten negativen Auswirkungen von möglichen US-Zöllen wären deshalb geringer als in der Eurozone. Wir haben deshalb unsere BIP-Wachstumsprognose für 2025 von 1.0% auf 1.3% erhöht.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 2.5%	2024: 2.5%
2025: 2.4%	2025: 2.6%

Das Budget der neuen Regierung hat auch Auswirkungen auf die Inflation. So erwarten wir, dass die Inflation im Dienstleistungssektor länger auf hohen Niveaus bleibt als vorher angenommen. Zwar ist die Dienstleistungsinflation 2024 weiter von ihrem Höchststand zurückgegangen, aber die erwähnten Erhöhungen der Arbeitgeberbeiträge werden höchstwahrscheinlich auf die Verbraucherpreise abgewälzt, und der Dienstleistungssektor dürfte davon überproportional betroffen sein. Wir haben unsere Inflationsprognose für 2025 auf 2.3 % angehoben.

China Neue Wachstumsrisiken

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 4.8%	2024: 4.9%
2025: 4.1%	2025: 4.5%

Die Herausforderungen für Chinas Wirtschaft verlagern sich. Der Immobiliensektor bleibt zwar eine Belastung, stellt jedoch nicht mehr das grösste Wachstumsrisiko dar. Dieses resultiert nun hauptsächlich aus externen Faktoren. Handelszölle belasten die Exporte und beeinträchtigen das Geschäftsklima, was sich negativ auf die Investitionen auswirkt. Wir gehen zwar nicht vom schlimmsten Szenario aus, in dem die Trump-Administration einen umfassenden Zoll von 60% auf alle chinesischen Güter erhebt. Dennoch rechnen wir mit einer schrittweisen Einführung von Zöllen, die möglicherweise schon kurz nach Donald Trumps Amtsantritt umgesetzt werden könnten. Da Chinas Exporte in die USA noch immer rund 3% des chinesischen BIP ausmachen, werden sich diese Handelsbeschränkungen negativ auf Chinas Wirtschaft auswirken. Eine Vorverlagerung von Exporten vor der effektiven Einführung von Zöllen, Handelsdiversifizierung sowie eine Abwertung der chinesischen Währung werden jedoch die negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum abmildern. Insgesamt senken wir Chinas BIP-Wachstumsprognose 2025 auf 4.1% von 4.5% zuvor.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2024: 0.4%	2024: 0.4%
2025: 1.6%	2025: 0.9%

Aufgrund erhöhter Wachstumsrisiken wird die Konsumentenstimmung in China voraussichtlich auch 2025 gedämpft bleiben und nur geringen Preisdruck erzeugen. Die erwartete moderate Inflation für 2025 verschafft der Zentralbank Spielraum für eine expansive Geldpolitik, die die Binnenwirtschaft etwas stützen dürfte.

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 Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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 das Macroeconomic Research Department, Swiss Life Investment Management Holding 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 worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie 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, F-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 Street, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Dänemark:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.