

März 2025

Kernaussagen

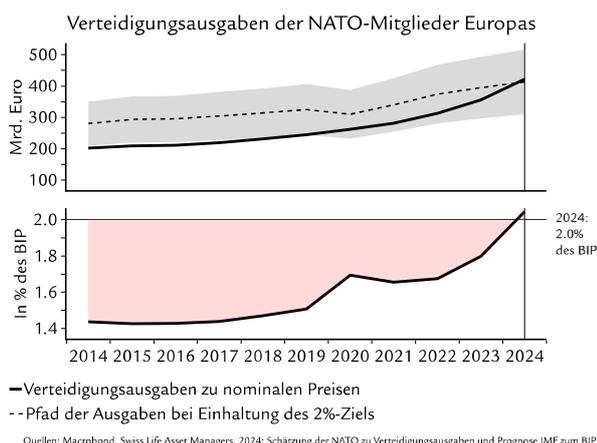
- USA: Die «Trump-Euphorie» in den Unternehmensumfragen lässt wegen der Zollunsicherheit nach
- Deutschland: Aussicht auf eine handlungsfähige Regierung stützt den zaghaften zyklischen Aufschwung
- China: Der 10%-Zoll wird Chinas Wirtschaft nur begrenzt treffen, weitere Zölle werden jedoch erwartet

Prognosevergleich

	2025 BIP-Wachstum		2026 BIP-Wachstum		2025 Inflation		2026 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	2.3%	2.2%	2.3%	2.0%	2.6% ↑	2.7% ↑	2.4%	2.6%
Eurozone	0.8%	0.9% ↓	1.0%	1.2%	2.0% ↑	2.1% ↑	1.8%	1.9%
Deutschland	0.3% ↓	0.3% ↓	0.8%	1.0%	2.0%	2.2% ↑	1.8%	1.9%
Frankreich	0.8%	0.7%	1.1%	1.0% ↓	1.2% ↑	1.4%	1.6% ↓	1.7% ↑
Italien	0.5% ↓	0.7%	0.9%	0.9%	1.8% ↑	1.8% ↑	1.8%	1.7%
Spanien	2.2% ↑	2.4% ↑	1.7% ↑	1.9% ↑	2.3% ↑	2.2% ↑	1.9%	2.0%
Grossbritannien	1.2%	1.1% ↓	1.4%	1.3% ↓	2.7% ↑	2.8% ↑	2.1%	2.4% ↑
Schweiz	1.2%	1.2% ↓	2.0%	1.6%	0.2%	0.5% ↓	0.7% ↑	0.8%
Japan	1.2% ↑	1.2%	0.5%	0.9%	2.9% ↑	2.6% ↑	1.6%	1.8%
China	4.1%	4.5% ↑	3.8%	4.1%	0.7% ↓	0.6% ↓	1.5%	1.1%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10. Februar 2025

Grafik des Monats



Die Verteidigungsausgaben in Europa sind seit der russischen Invasion in der Ukraine 2022 deutlich angestiegen und erreichten 2024 wohl das erste Mal das NATO-Ziel von 2% des europäischen Bruttoinlandsprodukts. Die Verteidigung dürfte weit oben auf der politischen Agenda in der EU bleiben und die Staatsausgaben in diesem Bereich über die kommenden Jahre weiter ansteigen. Die Finanzierung wirft jedoch noch Fragen auf aufgrund der durch die EU festgelegten Fiskalregeln. Das Aussetzen der Fiskalregel für Verteidigungsausgaben und die Emittierung von europäischen «Kriegsanleihen» sind zwei denkbare Optionen.

USA Reality check

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2.3%	2025: 2.2%
2026: 2.3%	2026: 2.0%

Die Nachrichtenflut aus dem Weissen Haus reisst nicht ab, aber bestätigt bisher grösstenteils unsere Prognoseannahmen: (1) Bis auf die 10%-Zölle auf chinesische Güter blieb es bisher bei Drohungen, und wir rechnen besonders gegenüber Industrieländern mit gezielten statt hohen und breitflächigen Zöllen. Diese Annahme steht in den kommenden Wochen auf dem Prüfstand, da diverse Deadlines ablaufen. Das Risiko ist, dass wir den Appetit der Regierung unterschätzen, mittels Zöllen Einnahmen zu generieren. (2) Die harte Rhetorik schreckte in der Tat Immigranten ab, die angedrohten «Massenabschiebungen» blieben aber bisher aus. Der Kongress möchte zu diesem Zweck Mittel sprechen, bis aber Personal und Infrastruktur zur Verfügung stehen, wird es noch lange dauern. (3) Deregulierungen dürften nun auf den Finanzsektor ausgeweitet werden. (4) Bei der Fiskalpolitik könnte es aber sein, dass wir den Willen zur Defizitreduktion unterschätzt haben. Erste Budgetentwürfe aus dem Kongress sehen u. a. Einschnitte bei Sozialprogrammen wie Medicaid vor, um die Verlängerung der Steuersenkungen aus Trumps erster Amtszeit zu finanzieren. Der Ausgang der Debatte ist offen, und wir warten deshalb mit Korrekturen unserer Prognosen ab. Klar ist aber, dass die Unsicherheit zugenommen hat, und bei vielen Unternehmensumfragen ist nach der ersten Trump-Euphorie eine gewisse Ernüchterung erkennbar.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2.6%	2025: 2.7%
2026: 2.4%	2026: 2.6%

Wie in den Vorjahren brachte der Januar eine Aufwärtsüberraschung bei der Gesamt- und der Kerninflation. Es ist derzeit noch schwierig abzuschätzen, wie viel davon auf saisonale Faktoren und Wetterkapriolen zurückzuführen ist und wie viel tatsächlich auf erhöhten Inflationsdruck. Die Inflationserwartungen sind aber in der Folge an den Finanzmärkten, bei Firmen und Konsumenten angestiegen und sorgen in Kombination mit der Unsicherheit bezüglich neuer Zölle für eine abwartende Haltung der US-Notenbank.

Eurozone Was wäre, wenn

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.8%	2025: 0.9%
2026: 1.0%	2026: 1.2%

US-Präsident Trump hat mit seinen Bemühungen um ein Friedensabkommen zwischen Russland und der Ukraine für Aufsehen gesorgt. Die Hürden für ein Abkommen mit starken Sicherheitsgarantien sind hoch und die Verhandlungen dürften sich über Monate hinziehen. Deshalb haben wir noch keine Prognoseanpassungen vorgenommen. Ein solches Abkommen hätte v. a. folgende ökonomische Implikationen für Europa. Erstens dürften Sanktionen gegenüber Russland gelockert werden, was tiefere Gaspreise zur Folge hätte. Das dürfte sich erfreulich auf die Inflation in der Eurozone auswirken und hätte positive Effekte für die Industrie, die unter den hohen Energiepreisen leidet. Der zweite Kanal ist der Arbeitsmarkt. Momentan leben ca. 2.6 Millionen ukrainische Flüchtlinge in der Eurozone, welche über die letzten Jahre eine Stütze für den europäischen Arbeitsmarkt waren. 50% dieser Flüchtlinge beabsichtigen laut Umfragen, bei einem Ende des Krieges in die Ukraine zurückzukehren, was den Fachkräftemangel und die demografischen Probleme in der Eurozone noch verstärken dürfte. Unabhängig vom weiteren Verhandlungsverlauf werden die Verteidigungsausgaben in allen europäischen Staaten über die kommenden Jahre ansteigen (siehe Grafik des Monats), was sich positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirken dürfte und schon vorher Teil unseres Basisszenarios war.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2.0%	2025: 2.1%
2026: 1.8%	2026: 1.9%

Die Gesamtinflation in der Eurozone ist im Januar weiter angestiegen und lag bei 2.5%. Der Anstieg war hauptsächlich durch eine starke Beschleunigung der Energiepreise getrieben. Die Kerninflation blieb im Vergleich zu Dezember unverändert bei 2.7%. Die Energiepreise sind seit Anfang Februar wieder zurückgegangen, was den Januaranstieg im Februar wieder etwas abfedern dürfte. Wir erwarten, dass die Inflation in der Eurozone 2025 wieder leicht zurückgeht und unter 2% zu liegen kommt.

Deutschland

Erwartungen verbessern sich

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.3%	2025: 0.3%
2026: 0.8%	2026: 1.0%

Die deutsche Wirtschaft bleibt in einer abwartenden Haltung. Der ifo Geschäftsklimaindex zeigte im Februar ein gemischtes Bild. Während die Unternehmen die aktuelle Geschäftslage kritischer beurteilten, verbesserten sich die Erwartungen leicht. Ein ähnlicher Trend zeigt der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe, der erneut eine positive Entwicklung signalisiert. Auch das politische Umfeld trägt zur Entspannung bei. Die Bundestagswahlen im Februar führten zu Mehrheitsverhältnissen, die eine stabile und zügige Regierungsbildung ermöglichen. Fiskalische Lockerungen, um Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung anzukurbeln, sind denkbar, erfordern aber Kompromisse mit den Grünen und der Linken, um die nötige Zweidrittelmehrheit zu erreichen. Kurzfristig bleibt das wirtschaftliche Umfeld jedoch herausfordernd. Der private Konsum erholt sich nur langsam, da viele Haushalte weiterhin vorsichtig bleiben. Auch der Exportsektor steht angesichts der internationalen Unsicherheiten und struktureller Probleme vor grossen Herausforderungen. Dennoch dürfte die Kombination aus gestiegenem Optimismus, expansiverer Geldpolitik und einer handlungsfähigen Regierung dazu beitragen, dass sich der Aufschwung allmählich festigt und Deutschland auf den Wachstumspfad zurückkehrt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2.0%	2025: 2.2%
2026: 1.8%	2026: 1.9%

Die Inflation in Deutschland folgt weiter einem disinflationären Trend und hat – anders als in vielen westlichen Ländern – zuletzt nicht nach oben überrascht. Unsere Einschätzung bleibt unverändert: Eine Normalisierung in Richtung 2% ist wahrscheinlich. Entscheidend für die mittel- und langfristige Inflationsentwicklung bleibt die hartnäckige Dienstleistungsinflation, die durch Lohnanstiege und Arbeitsmarktknappheiten getrieben wird. Mit 4% liegt sie weiterhin deutlich über dem Zielwert für Preisstabilität.

Frankreich

Dienstleister im Stimmungstief

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.8%	2025: 0.7%
2026: 1.1%	2026: 1.0%

Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor ist gemäss vorläufigen Zahlen im Februar auf den tiefsten Wert seit September 2023 gefallen. Das Stimmungstief ist zurückzuführen auf einen stark rückläufigen Auftragseingang. Die vorläufig zurückgewonnene politische Stabilität wirkt sich offensichtlich nicht unmittelbar positiv auf das Unternehmerv Vertrauen im Dienstleistungsbereich aus. Entsprechend hat sich auch die Lage am Arbeitsmarkt weiter eingetrübt: Gemäss Online-Stellenvermittler Indeed ist die Anzahl offener Stellen auf den tiefsten Stand seit Oktober 2021 gefallen. Die erhebliche Unsicherheit führte ferner dazu, dass gemäss Umfrage von Bloomberg das Risiko einer Rezession in Frankreich über die kommenden zwölf Monate auf den höchsten Wert seit zwei Jahren geklettert ist. Wir gehen weiterhin nicht von einer technischen Rezession mit negativen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts aus. Allerdings halten wir weiter an der Annahme fest, dass Frankreichs Wirtschaft dieses und nächstes Jahr weniger stark wächst, als dies bei Vollausschöpfung der Kapazitäten möglich wäre. Ein Anstieg der Arbeitslosenquote ist daher über die kommenden Quartale zu erwarten. Impulse erwarten wir von sinkenden Finanzierungskosten im Anschluss an weitere Zinssenkungen durch die EZB.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.2%	2025: 1.4%
2026: 1.6%	2026: 1.7%

Im Januar fiel die Jahresteuernummer höher aus als von uns erwartet. Dieser Umstand hat eine leichte Aufwärtsrevision unserer Inflationsprognose für das Jahr 2025 zur Folge. Gleichwohl bleibt unser Basisszenario zur Preisdynamik auf Konsumentenstufe unter der Konsensuserwartung. Im Februar sorgten die gesenkten Stromtarife für einen erheblichen Rückgang der Inflationsrate. Auch für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir angesichts der unter Potenzial wachsenden Binnenwirtschaft mit nachlassendem Preisdruck im Dienstleistungsbereich.

Italien

Ein halbes Jahr Stagnation

Italiens Wirtschaft stagnierte gemäss vorläufigen Zahlen des statistischen Amtes im dritten und im vierten Quartal 2024. Während im dritten Quartal ein starker Privatkonsum die Schwäche der Aussenwirtschaft kompensierte, waren die Vorzeichen im vierten Quartal gemäss Medienmitteilung des statistischen Amtes genau umgekehrt. Dazu trugen schwache Importe und insbesondere im Dezember starke Exporte besonders in andere EU-Staaten bei. Interessanterweise waren aber die Ausfuhren in die USA Ende Jahr weiterhin tendenziell rückläufig; von vorgezogenen Exporten aufgrund drohender US-Zölle war wenig zu sehen. Die Vorzeichen für das neue Jahr sind durchgezogen. Das Wachstum der Reallöhne ist nach wie vor positiv und dürfte den Privatkonsum weiterhin stützen, aber eine Beschleunigung der Dynamik im Dienstleistungssektor ist gemäss Einkaufsmanagerindizes nicht zu erwarten. Derweil bleibt die Stimmung im Industriesektor schlecht. Insgesamt fühlen wir uns mit unserer Wachstumsprognose von 0.5% für das Jahr 2025, die unter der Konsensuserwartung liegt, weiterhin wohl.

Spanien

Investitionsaufschwung

Die spanische Wirtschaft ist im vierten Quartal 2024 erneut um 0.8% im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Damit beträgt das Wachstum für das Jahr 2024 3.2%. Die eindruckliche Wachstumsleistung hielt trotz der starken Überschwemmungen im Oktober an. Die Wiederaufbaubemühungen scheinen die negativen Auswirkungen zumindest teilweise kompensiert zu haben. Die deutliche Erholung der Investitionen im Schlussquartal, die über die letzten Jahre träge waren, könnte ein Indiz dafür sein. Besonders stark war das Wachstum der Investitionen für Maschinen und Ausrüstung. Ebenfalls ermutigend ist die anhaltende Erholung der privaten Konsumausgaben, welche auch 2025 ein Wachstumstreiber bleiben dürften. Der Staatskonsum hingegen, welcher über die letzten Jahre ein wichtiger Wachstumsmotor war, hat sich im vierten Quartal stark verlangsamt. Der Wachstumsbeitrag blieb jedoch positiv, auch dank der staatlichen Unterstützung für die von den Überschwemmungen betroffenen Regionen. Wir erwarten für 2025 zwar eine leichte Abschwächung gegenüber 2024, aber immer noch solides Wachstum.

Schweiz

Unveränderte Inflationsprognose

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.2%	2025: 1.2%
2026: 2.0%	2026: 1.6%

Erste, um die Lizenzeinnahmen der Verbände im Zusammenhang der grossen internationalen Sportevents bereinigte Daten für das Schlussquartal 2024 zeigen, dass sich die Schweiz der rückläufigen Konjunkturdynamik in den grossen Nachbarländern entziehen konnte. Die sich weiter verbessernde Konsumentenstimmung und die Belebung am Immobilienmarkt wiesen auf eine Erklärung für die vergleichsweise robuste Verfassung der schweizerischen Volkswirtschaft hin: Das forsche Vorgehen der Schweizerischen Nationalbank SNB und ihre rasche Überführung der Geldpolitik in einen expansiven Zustand verleihen der Binnenwirtschaft bereits Impulse. Eine zweite Erklärung liefert allerdings der nach wie vor hohe Wanderungssaldo der ausländischen Wohnbevölkerung. 2024 nahm diese erneut um über 90 000 Personen zu. Weiterhin ist es also angemessen, davon zu sprechen, dass das Wachstum des Schweizer Bruttoinlandsprodukts vor allem eines in die Breite darstellt. Nach wie vor leiden die exportorientierten MEM-Industrien unter einer schwachen Nachfrage. Dies wird auch in den Arbeitsmarktdaten der Kantone des Jurabogens ersichtlich. Die mittlere Arbeitslosenquote dürfte in der Schweiz von 2.5% im Jahr 2024 im Laufe dieses Jahres auf 2.8% ansteigen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.2%	2025: 0.5%
2026: 0.7%	2026: 0.8%

Die Zahlen zum Landesindex der Konsumentenpreise für Januar enthielten eine Überraschung, die am Markt zu einer leichten Neueinschätzung der künftigen Geldpolitik der SNB führte: Die Kernrate der Teuerung stieg von 0.6% auf 0.9% an. Unserer Meinung nach ist dieser Anstieg vornehmlich auf veränderte Gewichte im Warenkorb zurückzuführen. Unsere Prognose für 2025 liegt weiter unter der Konsensuserwartung. Es ist in Erinnerung zu rufen, dass wir im Basisszenario tiefere Import- und Energiepreise erwarten. Ab August fliessen zudem tiefere Bestandesmieten in die Inflationsmessung ein.

Grossbritannien Tragende Staatsausgaben

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.2%	2025: 1.1%
2026: 1.4%	2026: 1.3%

Das britische Bruttoinlandsprodukt wuchs im vierten Quartal um 0.1% im Vergleich zum Vorquartal und 0.4% im Dezember im Vergleich zum Vormonat und hat damit wieder etwas an Dynamik gewonnen. Der Blick auf die Wachstumstreiber ist jedoch weniger ermutigend. Das Wachstum im vierten Quartal ist hauptsächlich auf den öffentlichen Sektor zurückzuführen. Auf der anderen Seite blieb der Privatkonsum schwach und stagnierte im vierten Quartal, während die Unternehmensinvestitionen und der Handel das Wachstum bremsen. Diese Wachstumszusammensetzung stimmt jedoch bis zu einem gewissen Grad mit den Erwartungen nach dem Herbstbudget überein, welches erhöhte Staatsausgaben beinhaltete, die jetzt noch früher als erwartet ihre Wirkung zeigen. Der private Sektor dürfte über die kommenden Monate die Schwachstelle in der britischen Wirtschaft bleiben, da die Auswirkungen der angekündigten Steuererhöhungen, welche im April in Kraft treten, spürbar werden dürften. Darauf deuten auch die Einkaufsmanagerindizes für Februar hin. Der Index für den Dienstleistungssektor hat zwar leicht nach oben überrascht und liegt mit 51.1 immer noch über der Wachstumsschwelle, jedoch deutet die deutliche Verschlechterung in der Beschäftigungskomponente auf eine Abschwächung hin. Nichtsdestotrotz erwarten wir für dieses Jahr eine gewisse Beschleunigung des BIP-Wachstums gegenüber 2024 getrieben durch die höheren Staatsausgaben.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2.7%	2025: 2.8%
2026: 2.1%	2026: 2.4%

Die Inflation stieg im Januar mit 3.0% deutlich stärker an als erwartet. Der Anstieg wurde getrieben durch höhere Energie- sowie Lebensmittelpreise. Die Kerninflation stieg jedoch auch stark an aufgrund höherer Ticketpreise für den öffentlichen Verkehr sowie der Einführung der Mehrwertsteuer für Privatschulen. Wir korrigieren deshalb unsere Inflationsprognose für 2025 nach oben auf 2.7%.

China Handelskrieg 2.0

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 4.1%	2025: 4.5%
2026: 3.8%	2026: 4.1%

Während Mexiko und Kanada vorübergehend von der anfänglichen Drohung eines 25%igen Zolls aus den USA verschont geblieben sind, gilt dies nicht für China. Ein 10%iger Zoll auf chinesische Waren trat am 4. Februar in Kraft und weitet den Handelskrieg aus, den Donald Trump während seiner ersten Amtszeit begonnen hatte. Im Gegensatz zum ersten Handelskrieg, bei dem Zölle auf spezifische Produktgruppen erhoben wurden, gilt der 10%ige Zoll nun universell für alle chinesischen Artikel, die in die USA exportiert werden. Obwohl dies die Exportleistung Chinas in die USA beeinträchtigen wird, erwarten wir, dass die Auswirkung auf das BIP begrenzt bleibt. Die Bedeutung der USA als Exportmarkt für China hat erheblich abgenommen. Darüber hinaus kann China die Auswirkungen durch erhöhte fiskalische Unterstützung, eine Verlagerung zu anderen Handelspartnern und eine Währungsabwertung, die die Auswirkungen der Zölle schnell neutralisieren könnte, abmildern. Wir rechnen jedoch damit, dass es nicht bei dem 10%-Zoll bleibt. Per 1. April hat Trump verschiedene Behörden aufgefordert, Berichte zu mehreren Themen vorzulegen, die er mit Zöllen angehen möchte. Bezüglich China reichen diese Themen von der Einhaltung des Handelsabkommens bis hin zu unlauteren Handelspraktiken. Höhere Zölle auf bestimmte chinesische Waren sind daher wahrscheinlich, vor allem, wenn damit das Ziel verfolgt wird, die Zolleinnahmen zu erhöhen und die US-Wirtschaft zu reindustrialisieren.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.7%	2025: 0.6%
2026: 1.5%	2026: 1.1%

Trotz eines Anstiegs der Inflation im Januar auf 0.5% (von 0.1% im Dezember) blieb sie unter unseren Erwartungen. Dieser Anstieg war aufgrund erhöhter Ausgaben während der Feiertage des chinesischen Neujahrs vorhersehbar. Die unerwartet niedrige Inflation veranlasst uns jedoch, unsere Inflationsprognose für 2025 leicht nach unten zu korrigieren, von 0.9% auf 0.7%.

Economic Research



Marc Brüttsch
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



Christoph Lauper
Economist Quantitative Analysis
christoph.lauper@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 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 VIIs 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, Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.