

Mai 2025

## Kernaussagen

USA: Vorgezogener Konsum im zweiten Quartal gefolgt von Katerstimmung im zweiten Halbjahr 2025

Eurozone: Fiskal- und Geldpolitik haben Spielraum, die negativen Auswirkungen des Zollstreits abzufedern

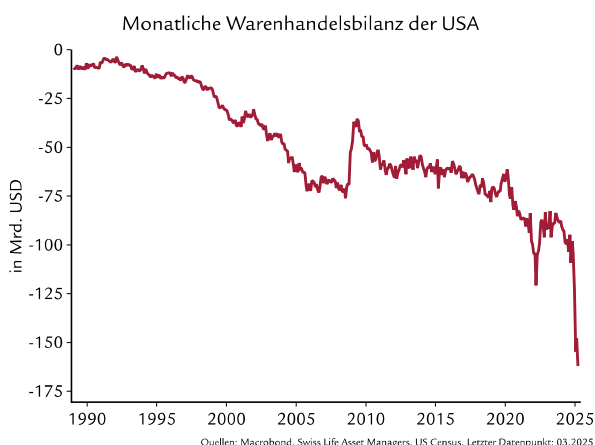
China: Die Eskalation des Zollstreits wird die Exporte treffen, einen Stopp der Güterflüsse erwarten wir nicht

## 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	1.4% ↓	1.4% ↓	1.2% ↓	1.7% ↓	3.3% ↑	3.2% ↑	3.8% ↑	2.7% ↑
Eurozone	0.7% ↓	0.9%	1.1% ↓	1.2%	2.0% ↓	2.2%	1.9% ↓	1.9%
Deutschland	0.2% ↓	0.1% ↓	1.2% ↓	1.3% ↑	2.1%	2.2%	2.0% ↓	2.1% ↑
Frankreich	0.6% ↓	0.6% ↓	1.2% ↑	1.0%	1.1% ↓	1.3% ↓	1.6%	1.6%
Italien	0.3% ↓	0.5% ↓	0.9%	0.8% ↓	1.7% ↓	1.9% ↑	1.8%	1.7%
Spanien	2.1% ↓	2.5%	1.7%	1.9%	2.3% ↓	2.5% ↑	1.7% ↓	2.0%
Grossbritannien	1.0% ↓	0.7% ↓	1.2% ↓	1.1% ↓	2.6% ↓	3.1%	2.0% ↓	2.4%
Schweiz	1.0% ↓	1.1% ↓	1.9% ↑	1.5% ↓	0.2% ↓	0.4% ↓	0.5% ↓	0.7% ↓
Japan	1.1%	1.0% ↓	0.5%	0.7% ↓	2.7%	2.9% ↑	1.6%	1.8%
China	4.1% ↓	4.5%	3.5% ↓	4.2%	0.3% ↓	0.6%	1.3% ↓	1.0% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 7. April 2025

## Grafik des Monats



Obwohl der US-Präsident sich zum Ziel gesetzt hat, das Handelsbilanzdefizit der USA zu verringern, ergaben sich in den ersten drei Monaten des Jahres 2025 rekordhohe Importüberschüsse. Dies entspricht jedoch keinem Boom im grenzüberschreitenden Handel, sondern einem Vorziehen von Importen in die USA, um angekündigten Zöllen zuvorzukommen. Die Daten zu Exporten europäischer und asiatischer Handelspartner verbessern sich dadurch im ersten Quartal deutlich – das sollte jedoch nicht als Zeichen eines nachhaltigen Aufschwungs missverstanden werden. Diese Effekte dürften sich im weiteren Jahresverlauf umkehren.

## USA Leere Regale

### BIP-Wachstum

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

Die Finanzmärkte sind derzeit die einzige namhafte Kraft in den USA, die zumindest in der Wirtschaftspolitik für «checks and balances» der präsidentiellen Macht sorgen. Als plötzlich US-Staatsanleihen nach dem Zollhammer des «Liberation Day» an Boden verloren, sah sich der Präsident genötigt, gewisse Strafzölle für 90 Tage zu pausieren und im Falle von China kritische Güter von den prohibitiv hohen Zöllen auszuklammern. US-Firmen werden chinesische Importe vorerst teilweise vermeiden, was zunehmend zu Störungen in den industriellen Lieferketten und für leere Regale bei gewissen Konsumgütern sorgen wird. Weil China unseres Erachtens die besseren Karten im Handelskrieg hat, dürften die USA entweder Verhandlungen anstossen oder weitere Produkte von Zöllen befreien. Verhandlungen mit anderen Ländern sind denkbar, aber bezüglich Timings und Ausgang wagen wir keine Prognose. Nur so viel: Das latente Risiko einer Staatsanleihenkrise könnte uns vor einer weiteren Zolleskalation und damit einer drohenden globalen Rezession bewahren. Unter den aktuellen Zollsätzen scheint uns folgendes Basisszenario für die USA denkbar: Weiterhin vorgezogener Konsum und Produktion (solange es die Lager hergeben) und anschliessende Katerstimmung im zweiten Halbjahr. Die Neuordnung von Lieferketten und geldpolitischer Rückenwind könnten dann 2026 für eine gewisse Erholung sorgen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 3.3%	2025: 3.2%
2026: 3.8%	2026: 2.7%

Das oben skizzierte Basisszenario ist höchst unsicher, da es von den Launen des US-Präsidenten abhängt. Dasselbe gilt für die Inflationsprognosen, weshalb die US-Notenbank vorerst in Warteposition verharrt. Der Zollhammer und die Dollarschwäche sorgen für eine deutliche Erhöhung unserer Inflationsprognosen. Die überraschend tiefen Märzahlen zeigten aber, dass der Inflationsdruck bei Konsumschwäche schnell entweicht, was der Notenbank ein Argument liefern würde, zollbedingte Preissteigerungen zu ignorieren.

## Eurozone Nicht alles ist verloren

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.7%	2025: 0.9%
2026: 1.1%	2026: 1.2%

Die wirtschaftlichen Auswirkungen der eingeführten US-Handelszölle dürften in der Eurozone besonders in der zweiten Jahreshälfte spürbar werden. Wir haben deshalb unsere Wachstumsprognose für 2025 und 2026 leicht nach unten korrigiert. Neben einer verringerten globalen Nachfrage wirkt besonders die hohe globale Unsicherheit negativ auf Firmeninvestitionen sowie den Privatkonsum. Jedoch dürfte eine expansivere Fiskalpolitik in vielen europäischen Ländern das Wirtschaftswachstum stützen. Neben geplanten Infrastrukturinvestitionen, wie z. B. in Deutschland oder Italien, unterstützt auch die geplante Erhöhung der Verteidigungsausgaben das Wachstum. Neben der Fiskalpolitik hat auch die Geldpolitik aufgrund fallender Inflationsrisiken Spielraum, expansiver zu werden. Die abnehmende Inflation sollte zu steigenden Reallöhnen führen, was wiederum den Privatkonsum mittelfristig unterstützt. Bis jetzt halten sich die Unternehmensumfragen noch robust. So ist der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im April im Vergleich zum März sogar minimal angestiegen, bleibt jedoch weiterhin unter der Wachstumsschwelle. Das hängt einerseits mit einem gewissen Vorziehen von US-Exporten zusammen und andererseits ist dies den gesunkenen Energiekosten geschuldet. Ersteres dürfte sich jedoch in der zweiten Jahreshälfte umkehren (siehe auch Grafik des Monats).

### Inflation

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

Der Inflationsdruck ist rückläufig und dürfte aufgrund der schwächelnden globalen Nachfrage und weiter fallender Energiepreise im Laufe des Jahres zu einem weiteren Rückgang der Inflation führen. Die Aufwertung des Euros reduziert zudem den importierten Inflationsdruck. Das dürfte der Europäischen Zentralbank (EZB) genügend Argumente liefern, ihren Zinssenkungszyklus fortzusetzen. Wir erwarten für die EZB drei weitere Zinsschritte à 25 Basispunkte für dieses Jahr.

## Deutschland

### Neue Regierung, geringe Impulse

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.2%	2025: 0.1%
2026: 1.2%	2026: 1.3%

CDU/CSU und SPD haben sich auf eine Koalitionsregierung geeinigt. Der Koalitionsvertrag enthält überwiegend inkrementelle Massnahmen; viele wirtschaftspolitische Impulse bleiben vage oder wurden auf 2026 und später verschoben. Steuererleichterungen, Investitionsanreize und Entlastungen bei Energiekosten sind vorgesehen, entfalten jedoch kurzfristig keine Wirkung. Der fiskalische Spielraum bleibt angesichts der konjunkturellen Lage und geopolitischer Risiken begrenzt. Deutschland bekennt sich weiterhin zu den europäischen Fiskalregeln, womit trotz den imposanten Ausnahmen von der Schuldenbremse keine grundsätzliche Abkehr von einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik zu erwarten ist. Die Exportunternehmen werden durch die jüngst verhängten US-Zölle sowie den stärkeren Euro besonders belastet. Unternehmensumfragen zeigen daher rückläufige Erwartungen. Der ifo-Geschäftsklimaindex sank zuletzt leicht, blieb aber angesichts der negativen Entwicklungen in der Exportbranche vergleichsweise stabil. Dies deutet auf eine gewisse Robustheit der deutschen Konjunktur auf tiefem Niveau hin. Der Dienstleistungssektor entwickelt sich weiterhin stabil. Insgesamt bleiben die kurzfristigen Wachstumsperspektiven schwach, während mittelfristig weiterhin eine moderate Erholung wahrscheinlich ist.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2.1%	2025: 2.2%
2026: 2.0%	2026: 2.1%

Die Normalisierung der Inflation wird durch die disinflationäre Wirkung der amerikanischen Zollpolitik sowie durch sinkende Energiepreise beschleunigt. Zusätzlich hat der Euro seit Jahresbeginn deutlich an Wert gewonnen, wodurch die importierte Inflation für Energie-, Konsum- und Investitionsgüter abnimmt und damit die Kosten für Unternehmen und Konsumenten sinken. Aufgrund dieser Entwicklungen rechnen wir mit einem geringeren Inflationsdruck über den Prognosezeitraum und senken unsere Inflationsprognose auf 2.1% für 2025 und 2.0% für 2026.

## Frankreich

### Tourismusboom

#### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.6%	2025: 0.6%
2026: 1.2%	2026: 1.0%

Die Einkaufsmanagerindizes für die drei Sektoren Industrie, Dienstleistungen und Baugewerbe verharren zu Beginn des zweiten Quartals allesamt unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. In diesem eingetrübten wirtschaftlichen Umfeld ragt Frankreichs Tourismussektor hervor. Bis jetzt vorliegende Zahlen zu den Hotelübernachtungen ausländischer Gäste deuten für 2025 auf ein neues Rekordjahr. Von der florierenden Nachfrage profitiert auch der Einzelhandel. Der Konsum der inländischen Haushalte wird zudem gestützt durch die Lockerung der Geldpolitik seitens der EZB. Gerade in Frankreich sinken die Zinsen auf den Sparmöglichkeiten der privaten Haushalte deutlich. Damit nehmen die Opportunitätskosten des Konsums ab. Die ungewöhnlich hohe Sparneigung der Franzosen dürfte daher Geschichte sein. Wir haben bei früherer Gelegenheit diskutiert, dass die Rückkehr zur langfristigen durchschnittlichen Sparquote eine Kaufkraftreserve von rund 2% des französischen Bruttoinlandsprodukts freisetzen könnte. Neben der handelspolitischen Verunsicherung belastet die Budgetdebatte das Investitionsverhalten der Unternehmen. Die angestrebte steuerneutrale Reduktion des Haushaltsdefizits auf 4.6% des Bruttoinlandsprodukts per 2026 bei gleichzeitiger Erhöhung der Verteidigungsausgaben kommt der Quadratur des Kreises gleich.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.1%	2025: 1.3%
2026: 1.6%	2026: 1.6%

Frankreichs Inflationsrate verharrt über die Sommermonate unterhalb von 1%. Unsere Einschätzung, wonach sich der Zollstreit und deflationäre Tendenzen in China preisdämpfend auf Europas Volkswirtschaften auswirken, wird zunehmend mehrheitsfähig. Dies wird erkennbar am Rückgang der Konsensuserwartung für 2025 und auch an den langfristigen Erwartungen am Markt für inflationsgeschützte Anleihen. Dort liegt die eingepreiste durchschnittliche Inflationsrate über die kommenden zehn Jahre mit 1.9% um 0.4 Prozentpunkte tiefer als noch vor Jahresfrist.

## Italien Weitere Eintrübung

Die Einkaufsmanagerindizes legten in Italien im Februar wohl im Zuge der Euphorie rund um das deutsche Fiskalpaket zu, gingen aber bereits im März besonders im Industriebereich wieder zurück, weil sich der von den USA angezettelte Handelskrieg verschärfte. Zahlen für April lagen bei Redaktionsschluss noch nicht vor, dürften sich aber angesichts der Exportorientierung von Italien weiter eingetrübt haben. Ähnlich wie in Japan, Deutschland und Österreich machten Exporte in die USA 2024 rund 3.4% des BIP aus. Im Gegensatz zu jenen Ländern ist Italien derzeit noch weniger stark von sektorspezifischen Zöllen auf Fahrzeuge, Stahl und Aluminium betroffen, da jene Güter nur 8% aller Exporte in die USA ausmachen. Die drohenden Zölle auf Pharmaprodukte (Anteil 15%) wären da für Italien schon problematischer. Das Gros der Exporte in die USA (73%) machen Güter aus, die derzeit mit einem Satz von 10% verzollt werden müssen. Aufgrund dieses höher als erwarteten Basiszollsatzes und der überraschenden Aufwertung des Euro haben wir die Wachstumsprognose für 2025 leicht reduziert.

## Spanien Überdurchschnittlich

Die Unternehmensstimmung in Spanien lag auch im März nach wie vor über dem Durchschnitt der Eurozone. Zwar ist der starke Dienstleistungssektor hauptverantwortlich für diese Stärke, jedoch ist auch die Stimmung unter den Industrieunternehmen seit Jahresbeginn nur leicht unter die Expansionsgrenze gefallen. Das dürfte mitunter daran liegen, dass Spaniens Aussenhandel, im Vergleich zu anderen europäischen Ländern, weniger exponiert gegenüber den USA ist. Exporte in die USA betragen nur rund 1.4% des spanischen BIP. Ähnlich wie Italien ist auch Spanien bis jetzt weniger stark von den sektorspezifischen Zöllen (Aluminium und Stahl, Autos) betroffen und der Grossteil der US-Exporte wird momentan mit dem Einheitssatz von 10% verzollt. Zwar sind laut Einkaufsmanagerindex die Auftragseingänge bei den spanischen Industriebetrieben seit Jahresbeginn zurückgegangen – auch im Export. Dennoch erwarten wir, dass das spanische Wirtschaftswachstum auch dieses Jahr deutlich über dem europäischen Durchschnitt zu liegen kommt, gestützt durch den starken Tourismussektor und den robusten Arbeitsmarkt.

## Schweiz Erinnerungen an 2015

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.0%	2025: 1.1%
2026: 1.9%	2026: 1.5%

Im ersten Quartal stieg der hochfrequente Indikator zur wirtschaftlichen Aktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO auf den höchsten Stand seit beinahe vier Jahren. Diese Beobachtung erstaunt angesichts der negativen Nachrichten aus den MEM-Industrien. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zeigen eine Zweiteilung. Die binnensorientierten Betriebe einschliesslich jener aus der Bauwirtschaft profitieren von der expansiven Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank und der robusten Konsumnachfrage, während exportorientierte Branchen unter den protektionistischen Massnahmen leiden. Diese Zweiteilung wird sich in den kommenden Monaten noch verstärken. Trotz erheblicher Verunsicherung im Zusammenhang mit den amerikanischen Handelszöllen revidieren wir unsere Wachstumsprognose vorderhand nur geringfügig. Wohl belastet die wirtschaftspolitische Verunsicherung die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Dem zu erwartenden negativen Nachfrageschock aus dem Ausland steht allerdings ein positiver Nachfrageschock im Inland entgegen: Wie zur Zeit des Frankenschocks im Jahr 2015 hat die Aufwertung des Schweizer Frankens eine erhebliche Stärkung der Kaufkraft der inländischen Konsumenten zur Folge. Die realen Konsumausgaben der Privathaushalte legten 2015 in jedem einzelnen Quartal im Vorjahresvergleich um über 2% zu. Dies verhinderte für viele überraschend das Abgleiten der schweizerischen Volkswirtschaft in eine Rezession.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.2%	2025: 0.4%
2026: 0.5%	2026: 0.7%

Es herrscht mittlerweile breiter Konsens darüber, dass der Handelsstreit für Europa disinflationäre Folgen hat. Die niedrigeren Energiepreise schlagen sich bereits in den Inflationsdaten für den Monat April nieder, während der starke Franken die Importpreise für eingeführte Waren mindert. Anstrengungen asiatischer Anbieter zur Erschliessung neuer Exportmärkte dämpfen die Preisdynamik in Europa mittelfristig weiter.

## Grossbritannien Fiskalpolitische Anpassungen

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.0%	2025: 0.7%
2026: 1.2%	2026: 1.1%

Die jüngsten innen- und aussenpolitischen Entwicklungen haben uns dazu veranlasst, unsere Wachstumsprognose für das britische BIP für 2025 und 2026 nach unten zu revidieren. In der Frühjahreserklärung hat die britische Schatzkanzlerin die erwartete Straffung der Staatsausgaben, jedoch keine Steuererhöhungen bekanntgegeben. Die Ausgabenkürzungen waren notwendig, um die Staatsausgaben wieder mit den Steuereinnahmen in Einklang zu bringen, da die Zinskosten und das schwächer als erwartete Wachstum den im Herbstbudget festgelegten Spielraum von £9.9 Mrd. vernichtet haben. Mit den angekündigten Massnahmen erhöht sich der fiskalische Spielraum wieder auf £9.9 Mrd., jedoch bleibt er knapp bemessen. Ein weiteres Risiko sind die optimistischen Wachstumsprognosen der Abteilung für Budgetverantwortung (OBR). Zwar hat die OBR die BIP-Wachstumsprognose für 2025 halbiert, jedoch bleiben die Prognosen für die folgenden Jahre deutlich über dem Konsensus. Es wird wahrscheinlich Druck geben, die Wachstumsprognosen beim diesjährigen Herbstbudget aufgrund des laufenden Handelsstreits weiter nach unten zu korrigieren. Obwohl die angekündigten US-Handelszölle auf britische Güter mit 10% anfänglich tiefer als erwartet ausfielen, ist Grossbritannien nach der Kürzung der Zölle auf Güter aus der Eurozone auf ebenfalls 10% nicht mehr bessergestellt. Daher ist es möglich, dass Steuererhöhungen im Herbst doch noch folgen werden.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2.6%	2025: 3.1%
2026: 2.0%	2026: 2.4%

Die Inflation fiel im März mit 2.6% tiefer aus als erwartet. Dies war vor allem den tieferen Energiepreisen geschuldet, die aufgrund der globalen Rezessionsängste stark gefallen sind. Wir rechnen für den Rest des Jahres mit einem weiteren Rückgang der Inflation, was einerseits der rückläufigen globalen Nachfrage, andererseits weiter fallenden Energiepreisen geschuldet ist. Das dürfte der Bank of England erlauben, die Zinsen weiter zu senken. Wir erwarten 2025 vier weitere Zinsschritte.

## China Zollstreit eskaliert

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 4.1%	2025: 4.5%
2026: 3.5%	2026: 4.2%

Trotz stärker als erwarteter Wirtschaftsdaten für das erste Quartal 2025 revidieren wir unsere Wachstumsprognosen für China für dieses und nächstes Jahr runter auf 4.1% bzw. 3.5% (vorher: 4.3% und 4.0%). Der Grund für die Abwärtsrevision ist die Zolleskalation mit den USA, wobei die USA einen zusätzlichen Zoll von 145% auf chinesische Waren erhoben haben. Einige ausgewählte Artikel wie Smartphones und Computer sind davon ausgenommen. Dieses exorbitante Zollniveau hat zur Folge, dass der Export vieler betroffener Waren zum Erliegen kommen wird. Angesichts der Tatsache, dass chinesische Exporte in die USA mehr als 2.5% des BIP ausmachen, erscheint unsere BIP-Wachstumsprognose dennoch robust. Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens hat die chinesische Regierung ein umfangreiches Konjunkturprogramm angekündigt, das direkt auf die Steigerung der inländischen Nachfrage abzielt. Zweitens ermöglicht die grosse Zolldifferenz zwischen China und dem Rest der Welt eine Umleitung von Exporten und erhöhte Diversifizierung der Handelspartner. Drittens erwarten wir keinen vollständigen Stopp der Handelsströme: Bei einer Vielzahl von Produkten sind die USA stark von chinesischen Importen abhängig, während China gleichzeitig für einige dieser Artikel einer der dominierenden Produzenten weltweit ist. Daher ist eine Substitution bei einer grossen Anzahl von Güterimporten kurzfristig keine machbare Option.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.3%	2025: 0.6%
2026: 1.3%	2026: 1.0%

Die Eskalation der US-Zölle auf chinesische Waren wird den deflationären Druck verstärken. Die externe Nachfrage wird durch die Zölle beeinträchtigt, während die inländische Nachfrage schwach bleibt. Dies wird das bestehende Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage verschärfen, die Preissetzungsmacht der Unternehmen einschränken und den deflationären Druck weiter erhöhen.

## 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



**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](mailto:info@swisslife-am.com).

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com/research](http://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, Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.