

Juni 2025

Kernaussagen

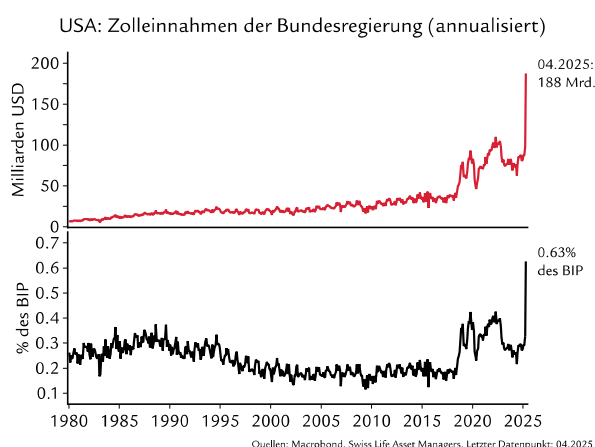
USA: Die Schuldensituation verschärft sich, da Zolleinnahmen die geplanten Steuersenkungen nicht aufwiegen.
Eurozone: Vorgezogene Exporte in die USA stützen das Wachstum, dürften aber bald nachlassen.
China: Die 90-Tage-Zollpause bringt Exporterleichterung, aber keine Garantie für reibungslose Verhandlungen.

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	1.5% ↑	1.2% ↓	1.5% ↑	1.5% ↓	3.2% ↓	3.1% ↓	3.5% ↓	2.8% ↑
Eurozone	0.9% ↑	0.9%	1.1%	1.1% ↓	2.1% ↑	2.0% ↓	1.9%	1.8% ↓
Deutschland	0.2%	0.0% ↓	1.2%	1.2% ↓	2.1%	2.1% ↓	2.0%	2.0% ↓
Frankreich	0.7% ↑	0.6%	1.2%	0.9% ↓	1.1%	1.2% ↓	1.6%	1.6%
Italien	0.5% ↑	0.5%	0.6% ↓	0.7% ↓	1.7%	1.8% ↓	1.8%	1.7%
Spanien	2.2% ↑	2.4% ↓	1.7%	1.8% ↓	2.3%	2.4% ↓	1.7%	1.9% ↓
Grossbritannien	1.1% ↑	0.8% ↑	1.2%	1.0% ↓	3.1% ↑	3.0% ↓	2.2% ↑	2.3% ↓
Schweiz	1.1% ↑	1.0% ↓	1.8% ↓	1.4% ↓	0.1% ↓	0.3% ↓	0.5%	0.6% ↓
Japan	1.0% ↓	0.8% ↓	0.6% ↑	0.6% ↓	3.1% ↑	2.8% ↓	1.8% ↑	1.6% ↓
China	4.5% ↑	4.3% ↓	3.9% ↑	4.0% ↓	0.3%	0.3% ↓	1.3%	0.9% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 12. Mai 2025

Grafik des Monats



Ein wichtiges Ziel der US-Zölle ist die Generierung von Staatseinnahmen. Im April 2025 erreichten die Zolleinnahmen aufs Jahr hochgerechnet 0.6% des BIP und gemäss dem «Yale Budget Lab» könnten sie im aktuellen Zollregime 0.9% des BIP erreichen. Das ist respektabel, wird aber das Schuldenproblem der USA nicht lösen. Zölle gelten in der Ökonomie als problematische Steuern, da sie (1) ineffiziente Wirtschaftsstrukturen fördern sowie (2) zu Substitutionseffekten führen, was die Steuerbasis für die Zölle erodieren lässt. Zudem sind sie regressiv, belasten also einkommensschwache Haushalte überproportional, was insgesamt das Wachstumspotenzial der USA schmälern dürfte.

USA Fokus auf die Fiskalpolitik

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.5%	2025: 1.2%
2026: 1.5%	2026: 1.5%

Die US-Unternehmen behalten trotz der Flut von Ankündigungen aus dem Weissen Haus einen kühlen Kopf. Tagesaktuelle Daten zum Containerschiffverkehr zwischen China und den USA zeigen keinen Einbruch der Handelsbeziehungen; nicht einmal während der heissen Phase im April, als 145% Zölle auf chinesische Güter galten. Einkaufsmanagerindizes bleiben solide und die Anträge für Arbeitslosengelder zeigen noch keine Abkühlung des Arbeitsmarkts. Wir denken, dass der «Liberation Day» (2. April) den Höhepunkt im Handelskrieg markierte und dass sich die US-Wirtschaft angesichts der intakten «Animal Spirits» der Unternehmen im zweiten Halbjahr zwar deutlich abkühlen, aber nicht in eine Rezession rutschen wird. Die Fiskalpolitik rückt nun zunehmend in den Fokus. Der aktuelle Budgetentwurf des Repräsentantenhauses beinhaltet zwar Ausgabenkürzungen, die Verlängerung und Ausdehnung der Steuersenkungen aus Trumps erster Amtszeit würden aber gemäss Berechnungen des unabhängigen Institut CRFB dafür sorgen, dass das Defizit bei etwa 7% des BIP verharren wird. Da zusätzlich Zölle im Umfang von knapp 1% des BIP erhoben werden (nicht Teil des Haushaltsplans, siehe Grafik des Monats), dürfte die Fiskalpolitik, besonders 2025, insgesamt sogar bremsend für das Wirtschaftswachstum sein. Das Verdikt des Senats zum Haushaltsgesetz stand bei Redaktionsschluss noch aus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 3.2%	2025: 3.1%
2026: 3.5%	2026: 2.8%

Die überraschend schnelle und umfassende Rücknahme der «reziproken» Zölle auf chinesische Importe führt zu einer tieferen US-Inflationsprognose als im Vormonat. Inflationzahlen für April zeigten nach wie vor keinen namhaften Einfluss der Zölle, wobei sich das in den kommenden Monaten ändern wird. Augenfällig war im April aber der inflationsdämpfende Effekt der Zölle (via tiefere Konsumnachfrage) auf Dienstleistungen, was unsere Annahme unterstützt, dass der zollbedingte Inflationsschub temporär sein dürfte.

Eurozone Exportgetriebenes Wachstum

BIP-Wachstum

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

Das europäische Bruttoinlandsprodukt wuchs im ersten Quartal 2025 stärker als erwartet. Ein Teil dieses Wachstums von 0.3% im Vergleich zum Vorquartal (q/q) war von der volatilen Wirtschaftsleistung Irlands (3.2% q/q) getrieben. Unter den vier grössten Eurozonen-Ländern wuchs Spanien nach wie vor am schnellsten (0.6% q/q), gefolgt von Deutschland (0.4% q/q), Italien (0.3% q/q), und Frankreich (0.1% q/q). Die Zahlen sind besser als erwartet und teilweise dem Vorziehen von Exporten in die USA geschuldet, um möglichen Zollerhöhungen zuvorzukommen. Die Exporte der Eurozone in die USA nahmen im ersten Quartal um rekordverdächtige 27% zu. Ein signifikanter Teil des Anstiegs ist auf Irland zurückzuführen, da viele US-Firmen, besonders aus dem Pharmasektor, dort angesiedelt sind. Irische Güterexporte in die USA legten im ersten Quartal um 144% zu. Das erklärt auch das äusserst starke Quartalswachstum des irischen BIP. Die Exportzahlen fielen in denjenigen Ländern deutlich schwächer aus, die weniger exponiert gegenüber den USA sind, insbesondere Frankreich und Spanien. Trotz der wirtschaftlichen Stärke der Eurozone im ersten Quartal erwarten wir eine Abschwächung im Verlauf des Jahres, da das Pendel nach dem Vorziehen der Exporte in die andere Richtung ausschlagen dürfte. Unterstützung kommt jedoch von der Geld- und Fiskalpolitik sowie vom nach wie vor soliden Arbeitsmarkt.

Inflation

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

Die Inflationsrate stagnierte im April bei 2.2%, während die Kerninflation leicht auf 2.7% stieg. Der Anstieg war stärker als erwartet und getrieben von höheren Dienstleistungspreisen. Das könnte mit dem späten Ostertermin Ende April in diesem Jahr zusammenhängen. In Deutschland stiegen demnach die Preise für Pauschalreisen deutlich an. Für den Rest des Jahres erwarten wir jedoch weiterhin einen rückläufigen Inflationsdruck.

Deutschland

Leichte Zuversicht trotz Risiken

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.2%	2025: 0.0%
2026: 1.2%	2026: 1.2%

Die deutsche Wirtschaft überraschte im ersten Quartal mit einem Wachstum von 0.4% gegenüber dem Vorquartal. Ein Teil dieses Anstiegs lässt sich auf vorgezogene Exporte in die USA zurückführen. Ähnliche Front-Running-Effekte dürften auch im zweiten Quartal wirken, in der zweiten Jahreshälfte aber teilweise kompensiert werden. Gleichzeitig legten sowohl der private Konsum als auch die Unternehmensinvestitionen leicht zu, was auf eine beginnende konjunkturelle Stabilisierung hindeutet. Die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit der US-Handelspolitik bleibt jedoch hoch und dürfte weiterhin dämpfend auf die Investitionstätigkeit sowie den Exportsektor wirken. Die ifo-Umfragen zeigen bisher eine insgesamt positive Entwicklung. Zwar ist das Geschäftsklima nach wie vor spürbar eingetrübt, doch sowohl bei der aktuellen Geschäftslage als auch bei den Geschäftserwartungen sind seit Jahresbeginn kleine, aber kontinuierliche Verbesserungen im Handel, im verarbeitenden Gewerbe sowie im Bausektor zu beobachten. Der Dienstleistungssektor blieb im positiven Bereich, zeigt zuletzt jedoch erste Anzeichen einer Abschwächung, bedingt durch eine schwache Inlands- und Auslandsnachfrage. Insgesamt deuten die vorliegenden Daten auf eine moderate Erholung im weiteren Jahresverlauf hin.

Inflation

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

Die jüngsten Daten bestätigen den Trend rückläufiger Teuerung. Der Anstieg der Kerninflation im April dürfte temporär sein und ist grösstenteils auf saisonale Effekte zurückzuführen. An den mittel- und langfristigen Perspektiven ändert dies wenig. Die nachlassende globale Nachfrage, rückläufige Energiepreise und der stärkere Euro entlasten weiterhin die Importpreise und verringern den Kostendruck auf Unternehmen und Haushalte. Auch von der US-Zollpolitik geht eine disinflationäre Wirkung aus, da sie die Nachfrage nach europäischen Exporten dämpft.

Frankreich

Belebung in der Bauwirtschaft

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.7%	2025: 0.6%
2026: 1.2%	2026: 0.9%

Auch in Frankreich weisen die Konjunkturdaten derzeit eine erhöhte Volatilität auf. Besonders ins Auge sticht der Rückgang der Verbraucherstimmung im Mai, den wir auf die wirtschaftspolitische Unsicherheit zurückführen. Trotz eingetrübter Stimmung rechnen wir nach wie vor mit einer Belebung der Binnennachfrage über die kommenden Quartale. Die Reallöhne steigen derzeit um über ein Prozent. Mit weiteren Zinssenkungen durch die EZB in den kommenden Monaten sinken die Opportunitätskosten des Konsums weiter. Beides sollte die Nachfrage der Haushalte ankurbeln. Ganz allgemein kommt die Lockerung der Geldpolitik mittlerweile in der Realwirtschaft an: So kletterte die Anzahl der Baubewilligungen für Wohnobjekte bereinigt um saisonale Faktoren im April auf ihren höchsten Stand seit August 2022. Die Leistungen der Bauwirtschaft werden demnach das Wachstum in den kommenden Quartalen stützen. Allmählich rückt die Präsidentschaftswahl im Jahr 2027 näher. Ob die Regierung bis dorthin genug Gestaltungsspielraum hat, um die Haushaltskonsolidierung anzugehen und die Rentenreform umzusetzen, bleibt ungewiss. Immerhin hat der Risikoaufschlag von französischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen etwas abgenommen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.1%	2025: 1.2%
2026: 1.6%	2026: 1.6%

Die Inflationsrate in Frankreich liegt mit 0.7% per Mai auf dem tiefsten Stand seit über vier Jahren. Das beschleunigte Nachlassen des Inflationsdrucks geht auf die Aufwertung des Euro zurück. Auch die Inflationserwartungen von Verbrauchern und Investoren bleiben gut verankert: Auf drei Jahre hinaus rechnen die Verbraucher gemäss einer Umfrage der EZB mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2%. Die implizit eingepreiste Inflationsrate auf inflationsgeschützte Anleihen des französischen Staats mit Laufzeit von zehn Jahren liegt aktuell bei 1.9%.

Italien

Zurück zum Primärüberschuss

Die Stimmung bei den italienischen Unternehmen war im April angesichts der handelspolitischen Unsicherheit durchzogen. Einkaufsmanagerindizes deuteten zwar auf eine solide Wirtschaftsaktivität hin, die Umfragen des Statistikinstituts Istat zeigten allerdings eine breite Eintrübung der Stimmung. Besonders stark war der Rückgang bei Dienstleistern, wobei sich der Bausektor sowie der Gross- und Detailhandel nach wie vor guter Stimmung erfreuten. Im Industriesektor sind vorgezogene Exporte aufgrund der Zollandrohungen ein Thema; im April stiegen die Exporte in die USA gegenüber dem Vorjahr um 41%. Die vorausschauenden Komponenten blieben in der Umfrage von Istat bei Industrieunternehmen aber weiterhin eingetrübt. Gute Nachrichten trafen im April bezüglich der Schulden-situation ein. In der Notifikation an die Europäische Kommission vermeldete Istat für das Jahr 2024 zum ersten Mal seit der Pandemie eine Rückkehr der Staatsfinanzen zu einem Primärüberschuss (Budgetüberschuss vor Zinszahlungen). Die Zinsdifferenz zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen schrumpfte weiter und betrug bei Redaktionsschluss nur noch einen Prozentpunkt (Laufzeit zehn Jahre).

Spanien

Schwächer, aber nicht schwach

Das Wirtschaftswachstum in Spanien hat sich im ersten Quartal 2025 leicht abgeschwächt, bleibt aber mit 0.6% im Vergleich zum Vorquartal immer noch stark im europäischen Vergleich. Der Haushaltskonsum ist hauptverantwortlich für die Verlangsamung, da sich dessen Wachstum im Vergleich zum Vorquartal fast halbiert hat. Auf der anderen Seite hat sich das Exportwachstum beschleunigt. Im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern ist das jedoch nicht einem Vorziehen von Exporten in die USA geschuldet, da Spaniens Exportanteil in die USA gering ist. Die Exportdaten zeigen für das erste Quartal 2025 sogar einen leichten Rückgang der Exporte in die USA. Der Start ins zweite Quartal war durchmischt. Die Stimmung unter den spanischen Industrieunternehmen hat sich im April weiter abgeschwächt, während sich der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die gesamte Eurozone leicht erholt hat. Der PMI für den Dienstleistungssektor bleibt weiterhin robust, was eine wichtige Wachstumsstütze für die spanische Wirtschaft bleiben dürfte.

Schweiz

Spuren von Deflation

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.1%	2025: 1.0%
2026: 1.8%	2026: 1.4%

Die eintreffenden Konjunkturdaten bedürfen einer sorgfältigen Prüfung. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal 2025 wurde aufgebläht durch Vorzieheffekte in Erwartung von Einfuhrzöllen auf Warenlieferungen in die USA. Die Produktions- und Exportzahlen der Pharmaindustrie sprechen hier Bände. Allein im Monat März wurde die Produktion dieser Branche gegenüber dem Vormonat um 60% hochgefahren. Die Aussenhandelszahlen für den Monat April zeigen bereits wieder einen deutlichen Einbruch der Exporte in die USA. In welcher Form dieser bedeutende Exportbereich von der Handelspolitik der amerikanischen Regierung betroffen sein wird, bleibt weiter ungewiss. Umso wichtiger bleiben Impulse, welche auf die Binnenkonjunktur positiv wirken. Die expansive Geldpolitik der SNB hat mittlerweile für einen starken Anstieg bei den Baubewilligungen gesorgt. Das zur Umsetzung freigegebene Bauvolumen im Wohnungsbau ist nominal um mehr als einen Drittel höher als im Jahr 2023. Wie 2015 sorgt der gestiegene Aussenwert des Frankens für eine Stärkung der Kaufkraft der Haushalte. Die Umfrage zur Konsumentenstimmung des SECO lässt den Schluss zu, dass sich die Konsumentinnen und Konsumenten sehr wohl um die Verfassung der Weltwirtschaft sorgen, ihre eigene finanzielle Lage allerdings weiterhin als vorteilhaft beurteilen.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.1%	2025: 0.3%
2026: 0.5%	2026: 0.6%

Gemessen an der Jahresveränderungsrate des Landesindex der Konsumentenpreise stehen wir vor einer kurzen Phase milder Deflation. Hauptgrund ist die Kombination von rückläufigen Importpreisen aufgrund der Aufwertung des Schweizer Frankens und von fallenden Preisen für fossile Energieträger. In den zehn Jahren vor der Pandemie durchlief die Schweiz vier Phasen von Deflation. Wie ein Echo dieser überwunden geglaubten Zeit dürfte auch der SNB-Leitzins dieses Jahr wieder in den negativen Bereich überführt werden.

Grossbritannien Übertriebenes Momentum

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 1.1%	2025: 0.8%
2026: 1.2%	2026: 1.0%

Die britische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal schneller als erwartet. Das starke Wachstum von 0.7% im Vergleich zum Vorquartal war besonders durch starke Unternehmensinvestitionen getrieben, aber auch der Aussenhandel trug positiv dazu bei. Dies könnte auf ein gewisses Vorziehen von Exporten in die USA hindeuten, bevor die Handelszölle Anfang April in Kraft traten. Überraschender ist jedoch der Rückgang des Staatskonsums, da im Herbstbudget vorgezogene Staatsausgaben vorgesehen waren, die in der ersten Jahreshälfte 2025 greifen sollten. Es könnte sein, dass aufgrund der Finanzmarkturbulenzen und der anschliessenden Frühjahrserklärung der Schatzkanzlerin ein Teil der Staatsausgaben zurückgehalten wurde und erst später im Jahr zum Einsatz kommen könnte. Der Privatkonsum war ebenfalls schwächer als erwartet, auch wenn der Beitrag positiv blieb. Alles in allem wird die momentane Stärke der britischen Wirtschaft aufgrund des BIP-Wachstums im ersten Quartal wahrscheinlich überschätzt, da verschiedene Einmaleffekte das Bild verzerren. Einige der Wachstumstreiber, besonders der Aussenhandel, dürften sich im zweiten Quartal umkehren, was zu einem etwas schwächeren Wachstumsbild für das zweite Quartal führen dürfte, als bisher erwartet. Jedoch dürften die Staatsausgaben für den Rest des Jahres einen positiven Beitrag zur Konjunktur leisten. Auch der britische Arbeitsmarkt bleibt weiterhin robust.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 3.1%	2025: 3.0%
2026: 2.2%	2026: 2.3%

Die Inflation stieg im April deutlich an. Die Situation ist aber weniger dramatisch, als sie scheint. Besonders der starke Anstieg der Fahrzeugsteuer (Vehicle Excise Duty) und volatile Pauschalreisen verzerrten das Gesamtbild. Auffällig bleibt, dass die Kerninflation in Grossbritannien deutlich höher liegt als im Rest Europas, was auch auf hartnäckigere Dienstleistungspreise zurückzuführen ist, während die Kerngüterinflation tiefer liegt als in Kontinentaleuropa.

China Deeskalation, doch wie lange?

BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 4.5%	2025: 4.3%
2026: 3.9%	2026: 4.0%

Nach der Eskalation des Zollstreits zwischen den USA und China, in der die US-Zölle auf chinesische Waren auf bis zu 145% angestiegen waren und faktisch einem Embargo gleichkamen, ist inzwischen eine Phase der Deeskalation eingetreten. Trotz dieser Entspannung liegt der durchschnittliche US-Zollsatz auf chinesische Produkte weiterhin bei rund 41%, zusammengesetzt aus einem bereits zuvor bestandenen Zoll, einem 20%-Zoll im Zusammenhang mit der Fentanyl-Problematik sowie einem 10%-Basistarif. Die aktuelle Zollpause ist zunächst auf 90 Tage befristet und soll für neue Verhandlungen genutzt werden, die auf dem «Phase-One-Handelsabkommen» vom Januar 2020 aufbauen. Im Fokus stehen dabei erneut Themen wie eine Erhöhung der US-Exporte nach China sowie die Schaffung fairerer Wettbewerbsbedingungen für amerikanische Unternehmen. Sollte es bei diesen Punkten bleiben, wäre China voraussichtlich bereit, gewisse Zusagen zu machen – was der US-Regierung ermöglichen würde, einen politischen Erfolg zu verbuchen und das Thema vorerst ruhen zu lassen. Allerdings besteht die Möglichkeit, dass deutlich komplexere Themen auf die Agenda kommen, etwa die Abkehr Chinas von seinem industriepolitisch geprägten Wirtschaftsmodell oder eine Aufwertung der chinesischen Währung. In diesem Fall wären die Hürden für ein umfassendes Abkommen deutlich höher, was die Verhandlungen erheblich erschweren könnte.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 0.3%	2025: 0.3%
2026: 1.3%	2026: 0.9%

Trotz der verstärkten Bemühungen der chinesischen Regierung, den privaten Konsum zu fördern, lassen die deflationären Tendenzen bislang nicht nach. Die Gesamtinflation war im April im Jahresvergleich leicht negativ. Der anhaltende Handelskonflikt belastet zusätzlich die Auslandsnachfrage und dürfte den Preissetzungsspielraum der Unternehmen zusätzlich einschränken.

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.

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, Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.