

August 2020

## Kernaussagen

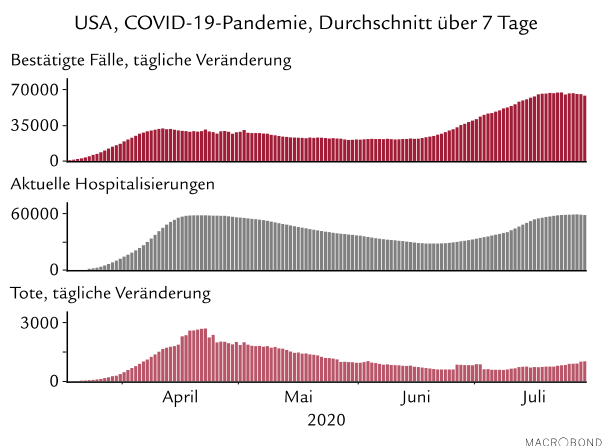
- Erholung setzt sich fort, kurzfristige Konjunkturdynamik in Europa stärker als in den USA
- BIP: enttäuschender April in Frankreich und Mai in Grossbritannien, raschere Q2-Erholung in China
- Politisches Risiko in Eurozone nach EU-Finanzpaket tiefer, steigende geopolitische Spannungen USA-China

## Prognosevergleich

	2020 BIP-Wachstum		2021 BIP-Wachstum		2020 Inflation		2021 Inflation	
	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus	Swiss Life AM	Konsensus
USA	-3.7% ↓	-5.3% ↑	4.3% ↑	4.0% ↓	1.0% ↑	0.8%	1.6% ↑	1.7% ↓
Eurozone	-6.5% ↓	-8.1% ↑	5.5% ↑	5.9% ↓	0.5% ↑	0.4% ↑	1.1% ↓	1.0%
Deutschland	-4.7%	-6.3% ↑	3.8%	5.0% ↓	1.0% ↑	0.6%	1.5% ↑	1.5% ↑
Frankreich	-8.3% ↓	-9.9% ↓	7.7% ↑	7.0%	0.4%	0.5% ↑	1.2% ↓	1.1%
Grossbritannien	-7.9% ↓	-9.2% ↓	6.8% ↑	5.9% ↓	0.6% ↓	0.8% ↓	1.5%	1.3%
Schweiz	-3.8%	-5.9% ↑	4.4%	4.6% ↓	-0.6%	-0.7%	0.6%	0.2% ↓
Japan	-4.6%	-5.1% ↑	2.6%	2.5% ↓	0.1% ↑	-0.2% ↑	0.2%	0.1% ↑
China	2.3% ↑	1.7% ↑	7.5% ↓	7.9% ↓	2.6%	2.7% ↓	1.9%	1.9% ↑

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile  
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 13. Juli 2020

## Grafik des Monats



Die Pandemie scheint in den USA ausser Kontrolle. Da sich das Virus nun auch in zuvor weniger betroffenen Regionen ausbreitet, erreichten die Infektionen im Juli ein neues Hoch. Die Hospitalisierungen und die Todesfälle bleiben jedoch auch unter Berücksichtigung zeitlicher Verzögerungen geringer, als die steigenden Fälle vermuten lassen. Dies könnte auf mehr Tests, mehr Fälle bei jüngeren Menschen, effizientere Behandlungen und grössere Spitalkapazitäten zurückzuführen sein. Das US-Gesundheitswesen ist mit ein paar lokalen Ausnahmen nicht überlastet. Die jüngste Stabilisierung der Fallzahlen mindert die Lust auf neue Massnahmen weiter, v. a. in den konservativeren Staaten im Süden und im Mittleren Westen.

## USA Eine Delle im 3. Quartal

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.7 %	2020: -5.3 %
2021: 4.3 %	2021: 4.0 %

Beim Balanceakt zwischen Pandemie-Eindämmung und Begrenzung des wirtschaftlichen Schadens ziehen die meisten US-Staaten Letzteres vor. Die strengste Massnahme in den aktuellen Hotspots Texas und Florida ist die Schliessung von Bars. Andere Staaten legen lediglich eine Pause ein, anstatt ihre Öffnungspläne rückgängig zu machen. Kalifornien ist die Ausnahme: Per Mitte Juli wurden in den meisten Bezirken zahlreiche Einschränkungen für Aktivitäten in Innenräumen eingeführt. Diese Massnahmen sind von grosser Bedeutung, denn Kalifornien macht 15% des US-BIP aus. Aber auch in den anderen Staaten zeigen Google-Mobilitätsdaten und die Stabilisierung der täglichen Fälle, dass freiwillig mehr Social Distancing betrieben wird. Dies wird die Konjunkturentwicklung im Juli dämpfen und die Erholung im restlichen 3. Quartal belasten – dies nach der spektakulären Erholung Ende des 2. Quartals mit rekordhohem Citi-Überraschungsindex. Wir bleiben bezüglich wirtschaftlicher Entwicklung in den USA im Jahr 2020 optimistischer als der Konsensus. Kurzfristig wird sich die Konjunkturdynamik aber nach Europa verlagern, wo das Aufschwungspotenzial grösser ist. Diese Verlagerung zeigte sich schon an den Einkaufsmanagerindizes im Juli, als die Eurozone und Grossbritannien die USA in der Produktion und bei den Dienstleistungen klar ausstachen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.0 %	2020: 0.8 %
2021: 1.6 %	2021: 1.7 %

Die jährliche Gesamtinflation feierte im Juni ein spektakuläres Comeback und kletterte von 0.1% auf 0.6%. Haupttreiber waren die höheren Energiepreise, aber positiv überrascht hat die Kerninflation. Nachdem die Preise von Kerngütern drei Monate lang sanken und jene der Kerndienstleistungen stagnierten, haben sie sich nun aufgrund der Nachfragebelebung in beiden Bereichen etwas erholt. Der jüngste Rückgang des handelsgewichteten US-Dollar könnte für zusätzlichen Inflationsdruck sorgen, daher die Aufwärtskorrektur unserer Inflationsprognose 2020 von 0.8% auf 1.0%.

## Eurozone Schliessung der Kreditspanne

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -6.5 %	2020: -8.1 %
2021: 5.5 %	2021: 5.9 %

Auf dem Höhepunkt der Pandemie in Italien Anfang März meinte EZB-Chefin Lagarde, dass die Bank nicht da sei, um die Spanne zu schliessen zwischen Fremdkapitalkosten von Mitgliedstaaten. Sie hielt stattdessen die Regierungen dazu an, den wirtschaftlichen Schaden des Virus abzufedern. Vier Monate später machten EU-Politiker einen grossen Schritt Richtung Hilfspaket, inkl. der ersten gemeinsamen Schuldemission der EU von Hunderten Mrd. Euro. Damit verengte sich die Differenz zwischen italienischen und deutschen 10-jährigen Staatsanleihen von 279 im März auf 146 Basispunkte Ende Juli. Da wir erwarteten, dass Geld- und Fiskalpolitik zur Bewältigung der Krise «all in» gehen würden, hat der politische Durchbruch keine Korrektur unserer kurzfristigen Wachstumsprognose zur Folge. Vielmehr verringert dieser Schritt in Richtung Fiskalunion das Risiko, dass die Eurozone längerfristig auseinanderbricht. Derweil ist der Aufschwung auf Kurs: Juli-Daten zu Einkaufsmanagerindizes deuten auf höheres Momentum im Produktions- und im Dienstleistungssektor hin. Ob es so weitergeht, hängt von der erfolgreichen Eindämmung des Virus ab. Laut Messung der Striktheit von Eindämmungsmassnahmen der Oxford-Universität mussten jüngst mindestens fünf EU-Mitgliedstaaten (darunter Italien und Spanien) ihre Öffnungsvorhaben bremsen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.5 %	2020: 0.4 %
2021: 1.1 %	2021: 1.0 %

Die EZB mag zwar nicht da sein, um Kreditspannen zu schliessen, aber sie muss im Rahmen ihres aktuellen Mandats mit einem Inflationsziel von «unter, aber nahe 2%» für Preisstabilität sorgen. Derzeit verfehlt die EZB dieses Ziel klar. Die Slowakei meldete mit 1.8% die höchste Inflationsrate der 19 Eurozone-Länder. Jene, die sich vor zunehmender Inflation fürchten, nennen Deglobalisierung und die koordinierte fiskal- und geldpolitische Stimulierung als mögliche Gründe, es wird sich jedoch erst zeigen müssen, ob der disinflationäre Trend der letzten 30 Jahre nun ein Ende findet.

## Deutschland So weit so gut

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.7 %	2020: -6.3 %
2021: 3.8 %	2021: 5.0 %

Bei Redaktionsschluss verzeichnete nur ein Landkreis innerhalb von sieben Tagen mehr als 50 COVID-19-Ansteckungen pro 100 000 Einwohner (der deutsche Schwellenwert für neue Eindämmungsmassnahmen). Die wöchentlichen Fälle waren indes Ende Juli in 11 von 16 Ländern höher als Anfang Monat, v. a. in Hamburg und Bremen. Das Risiko einer 2. Welle und neuen wirtschaftlichen Verwerfungen besteht also weiterhin, aber im Moment hält die Wirtschaftserholung an. Im Mai legten die Einzelhandelsumsätze überraschend um 14% zu und die Konsumentenstimmung verbesserte sich seither. Gleichermassen überraschte der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Dienstleistungen im Juli mit 56.7 positiv, wobei die Beschäftigung besonders stark anstieg. Gemäss der Juli-ifo-Umfrage liegen die Dienstleistungen zum ersten Mal seit Dezember 2019 wieder im Boom-Quadranten der ifo-Konjunkturuhr mit positiven Werten sowohl bei der aktuellen Lage als auch bei den Erwartungen. Derweil verbesserten sich in der Produktion die ifo-Erwartungen und der PMI knackte dank den Neuaufträgen die 50-Punkte-Marke, hinkt aber anderen Ländern noch hinterher. Die Beschäftigungskomponente der Produktion verschlechterte sich, was auf Probleme in bestimmten Sektoren hindeutet. Insgesamt ist die Erholung bereits sichtbar, aber erst die BIP-Zahlen zum 2. Quartal am 30. Juli werden das Ausmass des anfänglichen Schocks zeigen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 1.0 %	2020: 0.6 %
2021: 1.5 %	2021: 1.5 %

Vom 1. Juli bis zum 31. Dezember 2020 profitieren deutsche Konsumenten von tieferen Mehrwertsteuern. Sie zahlen einen regulären Satz von 16% statt 19% und einen ermässigten Satz von 5% statt 7%. Der Effekt dieser Senkung auf die Juli-Inflation zeigt sich erst nach Veröffentlichung dieser Publikation. Wir erwarten, dass er aufgrund der vorübergehenden Natur der Massnahme beschränkt bleibt. Derweil korrigierten wir unsere Inflationsprognose 2020 nach dem überraschend positiven Juni nach oben.

## Frankreich Besser spät als gar nicht

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -8.3 %	2020: -9.9 %
2021: 7.7 %	2021: 7.0 %

Obwohl Frankreich die Wirtschaft lange nur zögerlich wieder öffnete, gehört das Land nun gemäss Oxford Policy Stringency Index zu den Ländern mit den lockersten Massnahmen. Bei Redaktionsschluss waren alle Départements auf dem Kontinent hinsichtlich positiver Fälle pro Kopf, Positivitätsrate, Reproduktionszahl und Hospitalisierungen im grünen Bereich. Dies widerspiegelt sich in Frankreichs Einzelhandel- und Freizeitmobilitätsindex von Google, der im Juli zum vorher führenden Deutschland aufschloss. Die Dienstleistungssektoren profitierten von der Wiederöffnung und verzeichneten aufgrund des eingehenden Neugeschäfts im Juli einen starken Anstieg des Einkaufsmanagerindex (PMI) auf 57.8. Der Produktions-PMI blieb den zweiten Monat in Folge über 50, enttäuschte aber die Konsensuserwartungen mit sinkenden Neuaufträgen und rückläufiger erwarteter Produktion. Gemäss dem Statistikamt INSEE wurde die steigende Nachfrage bisher durch Inventarverkäufe befriedigt – v. a. im Autosektor. Insgesamt verzeichnet Frankreich eine starke, inländisch getriebene Konjunkturerholung, wobei der Konsum der Haushalte fast das Vorkrisenniveau erreicht hat. Der geschätzte Konjunkturerbruch im April laut INSEE war jedoch markanter als erwartet, was eine leichte Abwärtskorrektur unserer BIP-Prognose für 2020 zur Folge hat. Das BIP des 2. Quartals wird am 31. Juli publiziert.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.4 %	2020: 0.5 %
2021: 1.2 %	2021: 1.1 %

Gemäss unseren Prognosen dürfte die Gesamtinflation im Juli und August im Vorjahresvergleich abnehmen und im restlichen Jahr sehr tief bleiben. Die Aufwertung des Euro könnte die Inflation in Eurozone-Ländern weiter belasten, aber Studien der EZB deuten darauf hin, dass der Effekt von Wechselkursbewegungen auf die Inflation in Frankreich, ähnlich wie in Deutschland, tief ist. Basiseffekte werden die Inflation 2021 anfachen.

## Grossbritannien Aufgestaute Nachfrage

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -7.9 %	2020: -9.2 %
2021: 6.8 %	2021: 5.9 %

Grossbritannien ist eines der wenigen Länder, die monatliche BIP-Zahlen publizieren. Damit können wir unsere Annahmen zur Erholung genauestens verfolgen. Die letzte Publikation der Mai-Zahlen war ein Schock. Statt der erwarteten Rückkehr zu ca. 83% der Vorkrisenleistung wuchs die britische Wirtschaft nur um 1.8% im Monatsvergleich und erreichte rund 75% des Vorkrisenniveaus. Der Hauptgrund dafür war die äusserst flau Aktivität im Dienstleistungssektor, während die Produktionsleistung bereits eine ordentliche Erholung von ihren Apriltiefs verzeichnete. Die Juni-Daten sind widersprüchlich. Während die Google-Einzelhandels- und Freizeitmobilitätsdaten und die Einkaufsmanagerindizes auf eine moderate Erholung hindeuten (langsamer als auf dem Kontinent), erholten sich die realen Einzelhandelsumsätze schneller als gedacht. Die Verkaufsvolumen waren im Juni gar 2.5% höher als im Februar – ein Zeichen für aufgestaute Nachfrage, aber mit einer massiven Verlagerung vom stationären Verkauf zum Onlinehandel, dessen Verkäufe seit Jahresbeginn über 50% zulegten. Der Dienstleistungssektor dürfte sich im 3. Quartal im Rahmen relativ tiefer und stabiler Infektionszahlen und weiterer Öffnungsschritte schnell erholen. Die temporäre MWST-Senkung für Restaurants, Hotels und bestimmte Freizeitaktivitäten dürfte die Nachfrage in diesen angeschlagenen Sektoren etwas stützen. Dennoch mussten wir wegen des schwachen 2. Quartals unsere Jahresprognose von -6.1% auf -7.9% senken.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.6 %	2020: 0.8 %
2021: 1.5 %	2021: 1.3 %

Die neue temporäre MWST-Senkung (von 20% auf 5% vom 15. Juli 2020 bis zum 12. Januar 2021) sowie das «Eat out to help out»-Programm, das im August 50% Rabatt in teilnehmenden Restaurants gewährt, werden die Inflation im Juli und August dämpfen. Wir korrigierten daher unsere Inflationsprognose für 2020 von 1.0% auf 0.6%.

## Schweiz Stockende Erholung

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -3.8 %	2020: -5.9 %
2021: 4.4 %	2021: 4.6 %

Laut Unternehmensumfragen erholten sich inländisch ausgerichtete Dienstleistungssektoren und KMU schneller als Industrien, die voll in die (weiterhin teilweise unterbrochenen) globalen Lieferketten eingebettet sind. Der Einzelhandel und die Bautätigkeit erholten sich fast auf Vorkrisenniveau. Letzterer Sektor meldet volle Auftragsbücher bis Ende Jahr. Diese positive Entwicklung könnte auch die überraschend soliden Arbeitsmarktdaten im Juni erklären. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote fiel von 3.4% im Mai auf 3.3%. Wir und der Konsensus hatten einen leichten Anstieg erwartet. Weil die Importe schneller sanken als die Exporte, könnte zudem der Handelsüberschuss das BIP im 2. Quartal begünstigen. Im Moment erwarten wir einen vierteljährlichen BIP-Rückgang von 8.2% vs. eine Konsensuschätzung von -8.7% gemäss Bloomberg. Die erste Schätzung wird erst am 27. August publiziert. Hochfrequente Daten deuten auf eine leichte Abschwächung des Momentums im stationären Einzelhandel hin. Wir gehen aber davon aus, dass mehr Schweizer als in vergangenen Jahren ihre Sommerferien zu Hause verbringen, was den Konsum im 3. Quartal stützen dürfte. Steigende Neuinfektionen führen uns aber das Risiko von erneuten, lokalen Eindämmungsmassnahmen in grossen Wirtschaftszentren wie Genf oder Zürich vor Augen. Daher bleibt die grosse Unsicherheit bezüglich der kurzfristigen Konjunkturpolitik in dieser beispiellosen Rezession bestehen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -0.6 %	2020: -0.7 %
2021: 0.6 %	2021: 0.2 %

Seit 20 Jahren will die SNB mit ihrer Geldpolitik mit einer jährlichen Konsumentenpreis-inflation zwischen 0% und 2% für Preisstabilität sorgen. Die durchschnittliche Jahresinflation lag von 2000 bis 2009 bei rund 1%, seither fiel sie auf 0%. Aktuelle Prognosen besagen, dass die Inflationsraten mittelfristig am unteren Ende des SNB-Zielbereichs bleiben werden.

## Japan Wirtschaftliche Lähmung

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: -4.6 %	2020: -5.1 %
2021: 2.6 %	2021: 2.5 %

Japan durchlebt derzeit seinen eigenen Konjunkturzyklus. Während alle anderen Industriestaaten sich rasch erholen, kommt Japan nicht so schnell vom Fleck. Und während andere Länder ihre Wirtschaft wieder öffnen, befürchten japanische Firmen nach der erneuten Ansteckungswelle im Juli erneute Einschränkungen mit negativen Folgen für den Konsum, v. a. in Japans Wirtschaftsmotor Tokio. Zugegeben, die Ansteckungen sind relativ tief und die Regierung scheint nicht bereit, strengere Social-Distancing-Empfehlungen abzugeben. Aber die jüngste Entwicklung könnte erklären, wieso der Einkaufsmanagerindex des Dienstleistungssektors (PMI) im Juli weiterhin bei 45 Punkten lag, unter der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Auch in der Produktion hält die Flaute an. Im Juli verbesserte sich die Lage in Europa und den USA deutlich: Die Neuauftragskomponente des Produktions-PMI kletterte über 50. In Japan hingegen lag sie im Juni und Juli bei rund 35 Punkten. Ein Hoffnungsschimmer bleiben die grosszügigen Investitionspläne japanischer Grossfirmen, die gemäss Tankan-Umfrage intakt bleiben. An der politischen Front wird über neue Fiskalmassnahmen zur Stützung der Haushaltsausgaben sowie vorgezogene Wahlen spekuliert. Wir denken allerdings, dass frühe Neuwahlen angesichts der recht tiefen Zustimmungswerte für Premier Abe eher unwahrscheinlich sind.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 0.1 %	2020: -0.2 %
2021: 0.2 %	2021: 0.1 %

Im Juni erwies sich die Gesamtinflation robuster als erwartet, weshalb wir unsere Inflationsprognose für 2020 von 0,0% auf 0,1% leicht anhaben. Die Inflationszahlen dürften bis September auf dem aktuellen Niveau verharren, bevor sie dann rund sechs Monate lang ins Negative fallen, weil der positive Basiseffekt der Konsumsteuersenkung 2019 verblasst.

## China Markanter Aufschwung im Q2

### BIP-Wachstum

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 2.3 %	2020: 1.7 %
2021: 7.5 %	2021: 7.9 %

Chinas Wirtschaft expandierte im 2. Quartal im Vorjahresvergleich um 3.2% – eine rasche Erholung nach der 6.8%-Kontraktion zuvor. Einerseits wurde der Aufschwung durch eine robuste Exportleistung gestützt, weil die globale Nachfrage nach chinesischer medizinischer Ausrüstung wie Masken hoch war. Andererseits zogen Infrastruktur- und Immobilieninvestitionen stark an, was die Bemühungen der Regierung widerspiegelt, schnell aus der Rezession zu kommen. Nach der starken Wirtschaftsdynamik im 2. Quartal korrigierten wir unsere Jahreswachstumsprognose 2020 von 1.3% auf 2.3%. Die Erholung wird im 2. Halbjahr wohl weniger markant ausfallen, weil die staatlichen Stimulierungsmassnahmen, besonders im Immobiliensektor, abnehmen werden. Mehrere Tier-1-Städte haben ihre wohnpolitischen Massnahmen bereits etwas eingeschränkt, da die Häuserpreise wieder anziehen. Neben der Ungewissheit bezüglich der weiteren Pandemie-Entwicklung sind grössere geopolitische Spannungen mit den USA eines der grössten Abwärtsrisiken für China. Die USA schlossen jüngst das chinesische Konsulat in Houston, worauf das US-Konsulat in Chengdu geschlossen wurde. Da der Fokus der USA nicht mehr auf Handels- und Technologiethemen liegt, sondern auf Diebstahl geistigen Eigentums und Menschenrechten, könnte global eine stärkere Reaktion gegen China folgen.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2020: 2.6 %	2020: 2.7 %
2021: 1.9 %	2021: 1.9 %

Die Gesamtinflation für das Jahr stieg im Juni leicht von 2.4% auf 2.5%. Die Schweinefleischpreise blieben der Hauptgrund und erhöhten sich wieder etwas. Aber der Anstieg der Schweinefleischpreise flaut seit März deutlich ab und der Abwärtstrend dürfte aufgrund der Erholung des Angebots anhalten. Die Kerninflation hingegen schwächte sich von 1.1% auf 0.9% ab, was die anhaltend schwache Nachfrage aufzeigt.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife.ch



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@swisslife.ch

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Switzerland 2019

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Euro zone 2019

### 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 Economics Department, 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 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, 75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main, und die 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.