

Oktober 2020

Kernaussagen

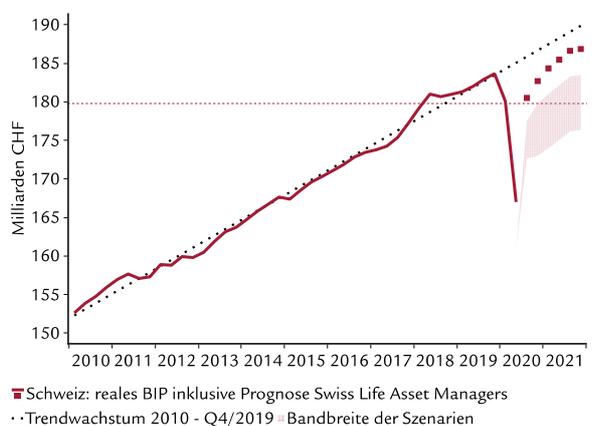
- Starke Aufwärtskorrekturen bei den Konsensusprognosen für das Wachstum in den USA und der Schweiz
- Teilweiser Ablauf der Fiskalmassnahmen dämpft Konjunkturaufschwung in Grossbritannien und anderswo
- Der neue japanische Premier dürfte an der Wirtschaftspolitik seines Vorgängers festhalten

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 | -3.5% ↑ | -4.4% ↑ | 4.0% | 3.8% ↓ | 1.2% | 1.1% ↑ | 1.9% ↑ | 1.9% ↑ |
| Eurozone | -6.6% ↓ | -7.7% ↑ | 5.3% | 5.5% ↓ | 0.4% ↓ | 0.4% | 1.1% ↓ | 1.0% ↓ |
| Deutschland | -5.0% ↓ | -5.7% ↑ | 4.1% ↑ | 4.6% ↓ | 0.6% | 0.5% | 1.6% | 1.5% ↓ |
| Frankreich | -8.0% | -9.5% ↑ | 7.2% ↓ | 6.9% ↓ | 0.6% ↓ | 0.5% | 1.2% ↓ | 1.0% |
| Grossbritannien | -8.9% ↓ | -10.1% ↓ | 7.4% ↑ | 6.5% ↑ | 0.8% ↓ | 0.8% ↑ | 1.5% ↓ | 1.5% ↑ |
| Schweiz | -3.8% | -5.1% ↑ | 4.4% | 4.1% ↓ | -0.5% | -0.7% | 0.6% | 0.2% |
| Japan | -4.8% ↓ | -5.6% ↓ | 2.6% | 2.6% ↑ | 0.1% ↓ | -0.1% | 0.2% | 0.1% ↓ |
| China | 2.5% ↑ | 2.2% ↑ | 7.4% ↓ | 7.9% ↑ | 2.7% | 2.8% ↑ | 1.9% | 2.0% |

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 14.09.2020

Grafik des Monats



Die Weltwirtschaft hat sich seit Mai erholt. In den USA und der Schweiz liegt der Gipfel des Pessimismus klar hinter uns: Die Konsensusprognosen für das BIP-Wachstum 2020 zeigen diesen Monat nach oben und die Abweichung zu unseren Einschätzungen nimmt ab. Die Schweiz dürfte in der COVID-19-Krise mit einem blauen Auge davonkommen. Aber die Rezession hat langfristige Folgen und es muss festgehalten werden, dass auch das BIP der Schweiz erst im letzten Quartal 2021 auf das Vorkrisenniveau zurückkehren wird. In unserem Basisszenario wird das BIP der Schweiz dann immer noch 3 Prozentpunkte unter der Trendlinie der Jahre 2010 bis 2019 zu stehen kommen. Willkommen in der «97%-Wirtschaft»!

USA Vorbereitung auf die Wahlen

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -3.5 % | 2020: -4.4 % |
| 2021: 4.0 % | 2021: 3.8 % |

Eingehende Daten bestätigen unsere Sicht, dass sich die US-Wirtschaft im dritten Quartal gut erholt hat. Vor allem die Arbeitslosenquote ging stark zurück, von 10.2% auf 8.4%. Die höhere Beschäftigung dürfte den negativen Effekt auf den Konsum infolge tieferer Arbeitslosenentschädigungen überwiegen. Hier haben präsidentiale Verfügungen eine «Fiskalklippe» verhindert, aber es braucht eine dauerhafte Lösung in Form eines zweiten Konjunkturpakets. Da es im Kongress keine Fortschritte gibt, erwarten wir einen Kompromiss erst für die Zeit nach den Wahlen. Die Umfragen sind nur in einem Bereich eindeutig, nämlich dass die Demokraten die Kontrolle über das Repräsentantenhaus behalten werden. Bei einer Wiederwahl Trumps bliebe sein Handlungsspielraum also eingeschränkt, was Kontinuität in der Wirtschaftspolitik verspricht. Dasselbe gälte, wenn dem neuen Präsidenten Biden ein republikanischer Senat gegenüberstünde. Der Ausblick würde sich nur bei einem Erdrutschsieg der Demokraten ändern, also wenn Biden die volle Unterstützung des Kongresses hätte. Dies wäre für unsere BIP-Prognose 2021 ein Aufwärtsrisiko, weil vorgezogene Staatsausgaben allfällige negative Effekte aus Bidens Steuerplänen vermutlich überwiegen würden. Wirklich Sorgen bereitet uns nur eine chaotische Wahl, sprich ein langwieriger Streit über den Wahlausgang mit entsprechender Verunsicherung an den Finanzmärkten.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 1.2 % | 2020: 1.1 % |
| 2021: 1.9 % | 2021: 1.9 % |

Im August normalisierten sich die Konsumentenpreise nach dem krisenbedingten Einbruch von März bis Juni weiter. Wie die Wirtschaftsdaten auch flaute die Erholung an der Preisfront ab und die Jahresinflationsraten dürften sich nun stabilisieren. Die Kerninflation dürfte bis Jahresende bei rund 1.7% bleiben, während die Gesamtinflation bis Dezember aufgrund etwas schwächerer Energiepreisbasiseffekte abnehmen dürfte. Die Gesamtinflation wird die 2%-Marke erst im zweiten Quartal 2021 temporär überschreiten.

Eurozone Trugbild Inflation

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -6.6 % | 2020: -7.7 % |
| 2021: 5.3 % | 2021: 5.5 % |

Der erneute Anstieg der COVID-19-Ansteckungen in Europa widerspiegelt sich in schwächeren Einkaufsmangerindizes (PMI) für den Dienstleistungssektor im September. Dies deutet zwar auf eine lahmende Wirtschaft Ende des dritten Quartals hin, hochfrequente Daten wie die Mobilitätsindikatoren von Google zeigen aber, dass die Aktivität durch lokal verhängte, gezielte Eindämmungsmassnahmen nicht beeinträchtigt wird. Eine zweite Ansteckungswelle war schon immer Teil unseres Basisszenarios. Anders aussehen würde es, wenn die Gesundheitssysteme Europas überlastet würden, was zu neuen massiven landesweiten Eindämmungsmassnahmen führen könnte. Trotz den jüngsten negativen Meldungen ist ein solches Szenario nicht in Sicht. Weil aber erste Fiskalmassnahmen nun auslaufen, wird die Dynamik der Konjunkturerholung bis ins letzte Quartal 2020 abflauen. Bestimmte Jobs werden als Folge der Krise für immer verloren gehen und einige Firmen werden in den nächsten Quartalen verschwinden. Die Arbeitslosenzahlen dürften in Europa steigen. Dies zeigt sich auch an der Konsumentenstimmung, die in allen Mitgliedstaaten weit unter dem Vorkrisenniveau verharrt. Bei genauerer Betrachtung der oberflächlich eindrucklichen Prognosen für 2021 ist erkennbar, dass wir für 2021 eine zugrunde liegende durchschnittliche Quartalswachstumsrate von gerade einmal 0.5% erwarten.

Inflation

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

Zwischen den offiziellen Zahlen und der öffentlichen Inflationswahrnehmung besteht eine grosse Kluft. Laut einer Umfrage der EU-Kommission liegt die gefühlte Inflation derzeit bei über 6%, der offizielle Wert befand sich aber in allen 19 EWU-Ländern im August teils weit unter 1.8%. Offen bleibt, ob koordinierte Impulse von Geld- und Fiskalpolitik und die individuelle Inflationswahrnehmung zu einer strukturellen Aufwärtsbewegung der langfristigen Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure führen werden.

Deutschland Verarbeitende Industrie holt auf

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -5.0 % | 2020: -5.7 % |
| 2021: 4.1 % | 2021: 4.6 % |

Der Anstieg der COVID-19-Fälle war in Deutschland verglichen mit anderen europäischen Ländern weniger drastisch, aber lokal werden weiterhin strengere Massnahmen verhängt. Die stark betroffene Stadt München kündigte per Ende September strengere Social-Distancing-Regeln und neue Maskenpflichten an. Solche Massnahmen könnten die Erholung im letzten Quartal 2020 hemmen, weil sie die Konsumentenstimmung belasten, deren Oktoberwert unter den Konsensuserwartungen blieb. Auch der Dienstleistungs-Einkaufsmanagerindex (PMI) für September enttäuschte mit einem Rückgang unter 50 Punkte mit schwächerer Dynamik im Neugeschäft und bei den Geschäftserwartungen. Derweil zeigten Zahlen aus der Realwirtschaft, dass bereits das dritte Quartal schwächer begann als erwartet. Die Industrieproduktion im Juli bestätigte, was der Produktions-PMI bereits ahnen liess: Die Erholung ist in Deutschlands Produktionssektor im Vergleich zu anderen Europäischen Ländern verhaltener, denn die Produktion liegt immer noch 12% unter dem Vorkrisenniveau. Im September stieg nun der PMI für die Industrie dank der Neuaufträge, die ihr höchstes Niveau seit März 2010 erreichten, deutlich an. Auch andere Frühindikatoren, wie der Lkw-Maut-Fahrleistungsindex, weisen auf beträchtliches Nachholpotenzial. Dennoch erzwingt der schwache Juli-Wert eine leichte Senkung unserer BIP-Prognose für 2020.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 0.6 % | 2020: 0.5 % |
| 2021: 1.6 % | 2021: 1.5 % |

Die harmonisierte Verbraucherpreis-inflation fiel im August zum ersten Mal seit 2016 leicht ins Negative. Die Mehrwertsteuer-Senkung vom Juli hinterliess deutliche Spuren. Im zweiten Quartal hatte die Inflation noch bei fast 1% gestanden. Die Gesamtinflation dürfte sich bis Jahresende bei rund null einpendeln, bevor Energiepreisbasiseffekte und die Aufhebung der Steuersenkung sie 2021 auf 2% steigen lassen werden.

Frankreich Zweite Welle, andere Form

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -8.0 % | 2020: -9.5 % |
| 2021: 7.2 % | 2021: 6.9 % |

Nach dem markanten Aufschwung ab Mai flaute die Konjunkturerholung im dritten Quartal ab. Die Industrieproduktion zog im Juli weniger stark an als erwartet und erreichte nur 93% des Vorkrisenniveaus. Gemäss dem Einkaufsmanagerindex (PMI) nahmen die Produktionsleistung und die Neuaufträge im August/September nur leicht zu, klar weniger stark als in Deutschland und Italien. Noch problematischer ist der Rückgang des Dienstleistungs-PMI im September unter 50 Punkte. Besonders die Auftragseingänge flauten ab, was auf die Sorgen bezüglich des neusten Anstiegs der COVID-19-Fälle über die April-Werte zurückzuführen sein könnte. In der Eurozone verzeichnet derzeit nur Spanien mehr Ansteckungen pro Kopf als Frankreich. Dennoch liegt die Anzahl Hospitalisationen und Intensivpflegefälle infolge von COVID-19 weit unter den Höchstwertendes Frühjahrs (um den Faktor 6 bzw. 8), was wohl durch grössere Testkapazitäten und mehr positive Test bei jüngeren Personen bedingt ist. Das Gesundheitssystem scheint also nicht überlastet, und die Strategie der Regierung, nämlich gezielte und lokale Eindämmungsmassnahmen, dürfte unverändert bleiben, was den wirtschaftlichen Schaden in Grenzen hält. Anders als der Dienstleistungs-PMI verbesserte sich der Google-Mobilitätsindex für Einzelhandel, Freizeit und Arbeit im September langsam weiter und deutet noch auf keine Veränderung im Verhalten der Menschen hin.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 0.6 % | 2020: 0.5 % |
| 2021: 1.2 % | 2021: 1.0 % |

Die Inflationszahlen von Juni bis August schwankten stark. Ein grosser Treiber war der andere Zeitpunkt des Sommerschlussverkaufs als 2019. Die jährliche Teuerung bei der Kategorie Kleider kletterte beispielsweise im Juli auf 11.6%, um dann im August auf -0.8% zu sinken. Die Gesamtinflation dürfte in den kommenden Monaten weniger schwanken und sich bis Jahresende zwischen 0.3 und 0.5% einpendeln.

Grossbritannien Brexit streut Salz in die Wunde

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|---------------|
| 2020: -8.9 % | 2020: -10.1 % |
| 2021: 7.4 % | 2021: 6.5 % |

Unsere Sicht auf die Brexit-Verhandlungen war schon immer, dass es zunächst schlechter werden muss, bevor es besser wird. Auch diesmal läuft alles nach Skript. Diesmal zog die Regierung das Binnenmarktgesetz aus dem Hut, ein Gesetz, das offiziell die britischen Binnenmarktinteressen schützen soll, sollten die EU-Verhandlungen scheitern. Das Vorgehen widerspricht direkt dem vor wenigen Monaten unterzeichneten Austrittsabkommens. Wohl soll so in den festgefahrenen Verhandlungen zusätzlicher Druck auf die EU ausgeübt werden. Wir glauben weiterhin, dass ein eng gefasstes Abkommen zum Güterhandel zustande kommen wird. Beide Seiten sind stark daran interessiert, keine Handelshürden zu errichten, und trotz strittigen Fragen (wie zum Beispiel bei den Fischereirechten) dürfte es einfacher sein, eine gemeinsame Basis zu finden, als in der komplexen Nordirlandfrage, die 2019 in letzter Minute gelöst wurde. Dennoch wird ein Kompromiss wohl erst kurz vor Ende der Dezemberfrist erzielt werden, was weitere Ungewissheit für Firmen bedeutet, die bereits mit einer sehr flauen Erholung und Unsicherheit bezüglich einer Verlängerung des Arbeitsplatzerhaltungsprogramms über Oktober 2020 hinaus konfrontiert sind. Anders als in anderen Ländern liegt der Gipfel des Pessimismus noch nicht hinter uns. Die Konsensusprognose für 2020 wurde seit März jeden Monat nach unten korrigiert.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 0.8 % | 2020: 0.8 % |
| 2021: 1.5 % | 2021: 1.5 % |

Die Mehrwertsteuer-Senkung sowie das «Eat out to help out»-Programm hinterliessen in den Konsumentenpreisen vom August ihre Spuren. Die Jahresteuerrückgang sank von 1.0 auf 0.2%. Die Inflation dürfte sich bis Jahresende etwas erholen, bevor die Rückkehr zu den normalen Mehrwertsteuersätzen Anfang 2021 zu einem Anstieg über die 1%-Marke führen wird.

Schweiz Konsensusprognose steigt

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -3.8 % | 2020: -5.1 % |
| 2021: 4.4 % | 2021: 4.1 % |

Das reale BIP der Schweiz schrumpfte im zweiten Quartal um 8.2%, was sich mit unserer Prognose deckte. Hochfrequente Indikatoren und eine zutreffende Einschätzung zum Effekt von Social Distancing und Lockdowns auf einzelne Sektoren ermöglichten trotz geringer Visibilität zu Beginn des Quartals eine Punktlandung. Daher können wir die Prognose für 2020 im vierten Monat hintereinander bei -3.8% lassen. Da eingehende Indikatoren besser ausfielen als von den meisten Analysten erwartet, wurde die Konsensusprognose letzten Monat markant von -5.5 auf -5.1% korrigiert. Dank der grossen Bedeutung der Pharmaindustrie, einer frühen Wiedereröffnung der Wirtschaft und der umfassenden fiskalpolitischen Reaktion zur Abfederung der Rezession kommt die Schweiz in der COVID-19-Krise mit einem blauen Auge davon. All diese Faktoren bleiben bestehen. Die Pharmaindustrie profitiert von wachsender Nachfrage nach Behandlungen und Impfstoffen zur Pandemiebekämpfung. Gezielte Massnahmen zur Eindämmung einer zweiten Welle könnten die Binnenkonjunktur in den Dienstleistungssektoren dämpfen. Derweil sich das soziale Leben normalisiert, treten langfristige Folgen der Krise an die Oberfläche, darunter der geringe Auftragseingang in den MEM (Maschinen-, Elektro-, und Metall)-Industrien und steigende Arbeitslosigkeit und Firmeninsolvenzen zur Krise.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -0.5 % | 2020: -0.7 % |
| 2021: 0.6 % | 2021: 0.2 % |

Die Inflationsrate dürfte bis Anfang 2021 negativ bleiben, wenn Basiseffekte aus sehr tiefen Energiepreisen verblassen. Während Hotels in den Bergregionen die Preise im Sommer erhöhen konnten, machen sinkende Importpreise den Preisdruck im inländischen Dienstleistungssektor weiterhin wett. Mit 0.6% ist unsere Inflationsprognose für 2021 die höchste der 18 von Consensus Economics Inc. befragten Institutionen.

Japan Suganomics folgt auf Abenomics

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -4.8 % | 2020: -5.6 % |
| 2021: 2.6 % | 2021: 2.6 % |

Shinzo Abe trat aus gesundheitlichen Gründen als dienstältester Premier Japans zurück und gab das Amt an Yoshihide Suga ab, der am 14. September zum Parteichef der Liberaldemokraten gewählt wurde. Abes Wirtschaftspolitik («Abenomics») war ausschlaggebend für die Belebung der Wirtschaft und die Beendigung von drei Jahrzehnten Deflation. Nach Jahren wirtschaftlicher Unterperformance stieg Japans reales BIP pro Kopf in den Abenomics-Jahren von 2012 bis 2019 um 1.3% pro Jahr, doppelt so schnell wie in der Schweiz und stärker als in Deutschland oder Grossbritannien. Betrachtet man die Konsumentenpreise, enttäuscht die Erfolgsbilanz bei der Inflation zunächst, aber viel wichtiger ist, dass die Preissetzungsmacht der Firmen zugenommen hat. Der BIP-Deflator, der auch Preise von Investitionsausgaben und Aussenhandel erfasst, sank von 1994 bis 2012, als Abe an die Macht kam, um satte 16%. Seither erholte er sich dank der extrem lockeren Geldpolitik und den Strukturreformen um 4%, was auch das Wachstum der Basisgehälter wieder ins Positive steigen liess. Wir erwarten sowohl in der Geld- als auch in der Wirtschaftspolitik Kontinuität unter Premier Suga. Laut politischen Analysten könnte die einzige Veränderung in den «Suganomics» eine leichte Verlagerung von makro- zu mikroökonomischen Massnahmen sein, beispielsweise Reformen im Bankensektor oder branchenspezifische Digitalisierungsprogramme.

Inflation

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

Shinzo Abes Rücktritt liegt just vor einem erneuten Rückgang der Konsumentenpreis-inflation ins Negative, weil die positiven Basiseffekte aus der Konsumsteuererhöhung 2019 im Oktober verpuffen. Der Inflationstrend war in diesem Jahr aufgrund unausgelasteter Kapazitäten und eines stärkeren Yen schwach, aber die anhaltende Wirtschaftserholung dürfte die Inflation im zweiten Quartal 2021 wieder über null steigen lassen.

China Erholung nimmt Fahrt auf

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 2.5 % | 2020: 2.2 % |
| 2021: 7.4 % | 2021: 7.9 % |

Chinas Konjunkturaufschwung nimmt Fahrt auf. Da das Land die Pandemie erfolgreich eingedämmt hat, wurde das Social Distancing stark gelockert. Diese Entwicklung schlägt sich in den neusten Konjunkturindikatoren nieder. Die Einzelhandelsumsätze erreichten im August zum ersten Mal dieses Jahr das Vorjahresniveau, während auch der offizielle NBS-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor weit im expansiven Territorium zu stehen kam. Deshalb dürfte die Erholung im Dienstleistungssektor Fahrt aufnehmen und wir korrigieren unsere Jahres-BIP-Prognose von 2.3% auf 2.5%. Der Gegenwind aber bleibt: Einerseits ist die Regierung entschlossen, den Immobilienmarkt abzukühlen, weil die Immobilienpreise in Tier-1-Städten zu steigen begannen. Andererseits hält der Handelsstreit mit den USA an. Mit drohenden Gefahren wie der Einschränkung von US-Technologieexporten für die chinesische Halbleiterfirma SMIC steigt das Risiko einer Entkopplung zwischen den zwei Supermächten. Dies würde wiederum nicht nur das Wachstum Chinas kurzfristig bremsen, sondern aufgrund der flaueren Produktivitätssteigerung auch Chinas Potenzialwachstum belasten, sollte der Technologietransfer eingestellt werden. Auch eine potenzielle Verlagerung zu den Demokraten in den kommenden US-Wahlen wäre für China kein Segen, weil die aggressive Sicht auf das Land nicht der Trump-Regierung vorbehalten ist.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 2.7 % | 2020: 2.8 % |
| 2021: 1.9 % | 2021: 2.0 % |

Die Lebensmittelpreise sinken in China weiter, weil sich das Schweinefleischangebot von der Afrikanischen Schweinepest erholt. Mit rückläufigen Schweinefleischpreisen wird die allgemeine Inflation in China in den kommenden Monaten weiter sinken. Derweil blieb die Kernrate der Teuerung auf sehr tiefen 0.5%, was zeigt, dass die Erholung der Nachfrage noch ein Stück Weg vor sich hat.

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.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com



Erstellt und verabschiedet durch die 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 Haftung 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 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 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.