

Juli 2021

Kernaussagen

- USA: COVID-19-sensitive Komponenten im Warenkorb lassen Inflation ansteigen
- Eurozone: Erneute Rückschläge sind weiterhin nicht ausgeschlossen
- Schweiz: Bruttoinlandsprodukt bereits wieder auf Vorkrisenniveau

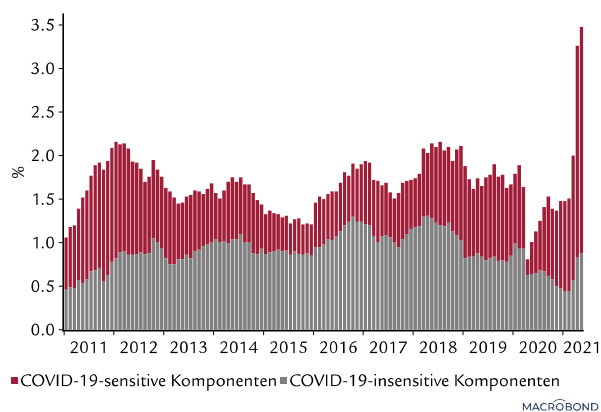
Prognosevergleich

| | 2021 BIP-Wachstum | | 2022 BIP-Wachstum | | 2021 Inflation | | 2022 Inflation | |
|-----------------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus |
| USA | 6.0% ↑ | 6.7% ↑ | 3.3% | 4.1% ↑ | 3.5% ↑ | 3.5% ↑ | 2.4% ↑ | 2.6% ↑ |
| Eurozone | 4.4% ↑ | 4.4% ↑ | 3.3% | 4.4% ↑ | 1.7% ↑ | 1.8% ↑ | 1.3% | 1.4% ↑ |
| Deutschland | 3.2% ↓ | 3.3% | 3.3% ↑ | 4.2% ↑ | 2.4% | 2.5% ↑ | 1.3% | 1.7% ↑ |
| Frankreich | 6.0% ↓ | 5.5% | 3.1% ↑ | 3.9% | 1.4% | 1.4% ↑ | 1.3% | 1.2% ↑ |
| Grossbritannien | 6.1% ↑ | 6.6% ↑ | 4.3% | 5.3% ↓ | 1.7% ↑ | 1.7% ↑ | 1.8% ↑ | 2.3% ↑ |
| Schweiz | 3.6% | 3.5% ↑ | 2.5% ↑ | 2.9% | 0.5% | 0.4% ↑ | 0.7% | 0.5% |
| Japan | 2.5% | 2.6% ↓ | 2.0% | 2.8% ↑ | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 0.5% |
| China | 8.2% | 8.7% | 5.4% | 5.6% | 1.3% | 1.5% | 2.3% | 2.3% ↑ |

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile
Quelle: Consensus Economics Inc. London, 14. Juni 2021

Grafik des Monats

USA: Beitrag zur Kernrate der Teuerung (Quelle: San Francisco Fed)



Nach wie vor tobt eine Debatte darüber, ob der Anstieg der Inflation nur vorübergehend ist oder doch ein Vorbote der Rückkehr vergangenen geglaubter Zeiten. Die San-Francisco-Zweigstelle des US-Notenbanksystems hat die Preisentwicklung von Gütern und Dienstleistungen angesichts ihrer Sensitivität auf die Eindämmungsmassnahmen berechnet. Dabei stellt sich heraus, dass der Beitrag der wenig betroffenen Komponenten zur Kernrate der Teuerung weitgehend stabil ausfällt. Rund drei Viertel der aktuellen Inflationsrate geht auf die COVID-19-sensitive Komponenten zurück. Es deutet vieles darauf hin, dass der Preisanstieg einmaliger Natur bleibt.

USA Twin peaks

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 6.0% | 2021: 6.7% |
| 2022: 3.3% | 2022: 4.1% |

Das zweite Quartal ist zu Ende und dürfte in zweierlei Hinsicht einen Höhepunkt markieren: Erstens liegen die höchsten Wachstumsraten der US-Wirtschaft hinter uns, und zweitens hat der Inflationszyklus den Höhepunkt überschritten. Dem Wachstums-Peak liegen grosse Öffnungsschritte – in gewissen Bundesstaaten gelten keine Restriktionen mehr – und namhafte Fiskaltransfers an die Haushalte zugrunde, Faktoren, die im dritten Quartal verblassen werden. Die Impfkampagne verliert ebenfalls an Fahrt. Mittlerweile sind die USA beim täglichen Impftempo deutlich hinter europäische Länder und grosse Schwellenländer wie China oder Indien zurückgefallen, obwohl sie noch weit von der Herdenimmunität entfernt sind. Die Herausforderung der Gesundheitsbehörden wird also sein, im dritten Quartal jene 47% der US-Bevölkerung zu erreichen, die derzeit noch ungeimpft sind – ansonsten droht im nächsten Winterhalbjahr eine erneute COVID-19-Welle. Trotz der prognostizierten Verlangsamung und unserer leicht vorsichtigeren Wachstumsprognose als Konsensus verbleiben die USA auch im zweiten Halbjahr die Wachstumslokomotive der Weltkonjunktur. Politisch wird das Augenmerk in den nächsten Monaten auf dem geplanten US-Infrastrukturprogramm liegen, wo sowohl Vorgehen (überparteilich versus Soloauf der Demokraten) wie auch Umfang des Pakets noch völlig offen sind.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 3.5% | 2021: 3.5% |
| 2022: 2.4% | 2022: 2.6% |

Die Inflation sorgte im Mai abermals für eine Überraschung und schnellte auf 5.0%, den höchsten Wert seit 2008. Wiederum waren Gebrauchtwagen und Pandemie-sensitive Güter und Dienstleistungen (siehe Seite 1) Treiber des Anstiegs. Damit dürfte der Inflationszyklus den Gipfel erreicht haben. Wir rechnen bereits im Juni mit einem Rückgang und ab August mit einer Stabilisierung bei rund 3.6% für die Gesamtinflation und 2.9% für die Kerninflation.

Eurozone Nun fließen die Gelder der EU

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 4.4% | 2021: 4.4% |
| 2022: 3.3% | 2022: 4.4% |

Wie bereits im Sommer 2020 werden in Europa die Eindämmungsmassnahmen gelockert, nicht zuletzt um die Tourismussaison zu sichern. Dabei bleibt die Ausbreitung der Delta-Variante im Auge zu behalten und gegenüber dem Impffortschritt abzuwägen. Eine vierte Welle in den Herbstmonaten ist aus heutiger Sicht nicht auszuschliessen, ihr kurzfristiger wirtschaftlicher Schaden dürfte allerdings noch einmal geringer ausfallen als während der Wintermonate 2020/2021. Dieser Tage werden die Mittel aus dem Wiederaufbaufonds der EU für die Mitgliedsstaaten freigegeben. Im Durchschnitt der Jahre 2021 und 2022 machen diese Mittel rund 0.6% des BIP der Eurozone aus. Die Effizienz von fiskalpolitischen Instrumenten zur Bekämpfung einer Rezession ist nach ihrer zeitnahen Umsetzbarkeit und dem langfristigen Wachstumseffekt zu beurteilen. Kurzarbeitsprogramme, die im Frühling 2020 vielerorts eingesetzt wurden, sind besonders rasch umsetzbar. Der Wiederaufbaufonds dagegen hatte 2020 allenfalls einen positiven psychologischen Effekt, indem er dazu beitrug, den Risikoaufschlag auf Anleihen der von der Pandemie besonders gebeutelten südlichen Mitgliedsstaaten zu begrenzen. Nun entfalten diese Gelder eine prozyklische Wirkung, die den konjunkturellen Aufschwung verfestigt, aber auch zu den Inflationsrisiken beiträgt.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 1.7% | 2021: 1.8% |
| 2022: 1.3% | 2022: 1.4% |

Aktuell weisen 14 der 19 Euro-Mitgliedsländer eine Inflationsrate von 1.8% oder höher aus. Im Vormonat waren es sieben Länder, für welche dieser Befund zutraf. Es überrascht daher nicht, dass das Inflationsrisiko in den letzten Wochen intensiv diskutiert wurde. Wir ordnen dem Szenario mit nachhaltig höherer Inflation über die kommenden Jahre nur eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 25% zu. In unserem Basisszenario bis 2024 erwarten wir, dass sich die Inflationsrate für die Eurozone bei rund 1.5% einpendeln wird.

Deutschland Optimistische Dienstleister

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 3.2% | 2021: 3.3% |
| 2022: 3.3% | 2022: 4.2% |

Zuletzt mehrten sich die Anzeichen einer Verbreiterung der wirtschaftlichen Zuversicht auf die kleineren Unternehmen und insbesondere auch die Dienstleister. Gemäss ifo Institut finden sich unter den zehn Branchen, die am zuversichtlichsten auf die kommenden sechs Monate blicken, auffallend viele, die besonders stark unter den Eindämmungsmassnahmen zu leiden hatten. Dazu zählen Gastronomie und Beherbergung ebenso wie der gesamte Personentransportsektor und Reisebüros. Einen entsprechend starken Anstieg erfuhren nach der gleichen Quelle auch die Beschäftigungsabsichten der Dienstleister. Diese Entwicklung ist dem beschleunigten Impffortschritt und den rasch fallenden Inzidenzwerten zu verdanken. Damit werden nun in rascher Folge Lockerungsschritte vollzogen. Diese wiederum zeigen bereits positive Auswirkungen auf die Dynamik in der Binnenwirtschaft und der Verbraucherstimmung. Letztere stieg gemäss GfK im Juni zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal. Die deutlich verbesserten Beschäftigungsaussichten und die Aussicht auf Lohnerhöhungen dürften die Stimmung im zweiten Halbjahr weiter beflügeln. Vor diesem Hintergrund wird die Bundestagswahl vom September zum vorherrschenden Thema. Die jüngsten Wahlumfragen deuten darauf hin, dass die traditionell haushaltspolitisch konservativen Parteien CDU, CSU und FDP zuletzt in der Wählergunst zulegen konnten. Die Wählerpräferenz in Steuerfragen wird fiskalpolitische Folgen über die Landesgrenzen hinaus haben.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 2.4% | 2021: 2.5% |
| 2022: 1.3% | 2022: 1.7% |

Die Jahresveränderungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) wird von derzeit 2.1% bis November auf 3.4% klettern, um dann im ersten Quartal 2022 wieder unter 1.5% zu fallen. Auch wenn das Inflationsrisiko in Deutschland in besonders schrillen Farben an die Wand gemalt wird, sind gerade hier die vorübergehenden Ursachen ihres Anstiegs in diesem Jahr besonders offensichtlich.

Frankreich Die Sache mit der Verlängerung

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 6.0% | 2021: 5.5% |
| 2022: 3.1% | 2022: 3.9% |

Frankreich macht dieser Tage seine eigenen Erfahrungen mit Verlängerungen. Auf die zögerliche Lockerung der Eindämmungsmassnahmen folgte der sportliche Rückschlag gegen den kleinen Nachbarn und in der Politik ist plötzlich ungewiss, ob die Präsidentschaft von Emmanuel Macron im kommenden Jahr in eine fünfjährige Verlängerung gehen wird. Das Wiedererstarken der traditionellen Parteien in den regionalen Wahlen macht die Ausgangslage für den Wahlkampf spannend. Die vergleichsweise hohe Impfskepsis in Frankreich dürfte die nachlassende Dynamik der Impfkampagne erklären. Zusammen mit der Ausbreitung der Delta-Variante des Virus bedeutet sie ein Risiko für die in Schwung gekommene Erholung der Dienstleistungssektoren. Allerdings ist die wirtschaftliche Grundstimmung zu Beginn der Sommermonate durchwegs erfreulich: Die Indikatoren zur Unternehmerstimmung deuten weiterhin auf einen kräftigen Aufschwung hin, der zunehmend auch die mittelständischen Betriebe erfasst. Im Lichte der Wahlen wird die Fiskalpolitik auch in den kommenden Monaten den wirtschaftlichen Aufschwung unterstützen. Neben dem Erfolg in der Pandemiebekämpfung wird Präsident Macron von den Wählern wohl an seinem Versprechen gemessen werden, die Arbeitslosenquote auf 7% zu senken. Trotz Rezession im Jahr 2020 bleibt dieses Ziel in Reichweite: Zu Ende des ersten Quartals 2021 stand die Arbeitslosenquote bei 7.8% nach 8.9% im dritten Quartal 2020.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 1.4% | 2021: 1.4% |
| 2022: 1.3% | 2022: 1.2% |

Die Inflationsrate lag zuletzt bei 1.8%. Die Entwicklung über die kommenden Monate bleibt in hohem Mass volatil. Einerseits sorgt im Juli ein starker Basiseffekt für einen einmaligen, starken Rückgang der Jahresveränderungsrate. Andererseits werden Lockerungsschritte im Dienstleistungsbereich zu einem Anstieg der Preise in den Folgemonaten führen.

Grossbritannien Verspäteter «Freedom Day»

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 6.1% | 2021: 6.6% |
| 2022: 4.3% | 2022: 5.3% |

Die COVID-19-Fallzahlen sind aufgrund der grassierenden Delta-Variante seit Ende Mai in die Höhe geschossen und notieren auf dem höchsten Niveau seit Februar. Premierminister Johnson hat folglich den «Freedom Day», die Aufhebung aller Einschränkungen in England, um vier Wochen auf den 19. Juli verschoben, um der Impfkampagne mehr Zeit einzuräumen. Grossbritannien hat den Fokus zu Beginn auf möglichst breite Erstimpfungen gelegt, aber noch etwas Nachholbedarf bei den Zweitdosen, mit denen der Schutz gegen die Delta-Variante deutlich zunehmen sollte. Die Verzögerung im Öffnungsplan hat wohl nur geringe Auswirkungen auf den Wachstumspfad. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor hat sich zwar im Juni leicht abgekühlt, notiert aber weiterhin deutlich im Wachstumsbereich. Die monatlichen Aktivitätszahlen haben sich zudem besser entwickelt als bisher erwartet, weshalb wir die BIP-Prognose für 2021 sogar leicht angehoben haben. Der Brexit bleibt hingegen wie erwartet ein Bremsklotz für die britische Wirtschaft. Die Exportaufträge gehen gemäss der PMI-Umfrage zögerlicher ein als im übrigen Europa – Zeichen anhaltender Unsicherheit zu den Handelsbeziehungen. Knacknuss bleibt die genaue Umsetzung des Nordirlandprotokolls, ein schwelender Disput, der derzeit Fortschritte in anderen Bereichen bremst und schlimmstenfalls gegenseitige Massnahmen wie Zölle nach sich ziehen könnte.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 1.7% | 2021: 1.7% |
| 2022: 1.8% | 2022: 2.3% |

Nach einigen ruhigen Monaten erlebte nun auch Grossbritannien seine Inflationsüberraschung. Im Mai schnellte die Gesamtinflation von 1.5% auf 2.1% hoch. Die Lockerungen hatten offenbar einen stärker als erwarteten Effekt auf die Preise betroffener Güter und Dienstleistungen wie beispielsweise Restauration. Wir haben folglich die Inflationsprognose fürs Gesamtjahr 2021 erhöht, von 1.4% auf 1.7%.

Schweiz Wieder auf Vorkrisenniveau

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 3.6% | 2021: 3.5% |
| 2022: 2.5% | 2022: 2.9% |

Zu Ende des zweiten Quartals 2021 dürfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Schweiz wieder auf das Niveau vom Schlussquartal 2019 zurückgekehrt sein. Der neuentwickelte wöchentliche Index zur Wirtschaftsaktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) steht seit Ende Mai ununterbrochen höher als zum Zeitpunkt vor dem Lockdown im Frühling 2020. Nach einem milden Rückschlag im ersten Quartal 2021, während dessen das reale BIP im Vergleich zum Vorquartal um 0.5% sank, nahm die Dynamik mit den rasch umgesetzten Lockerungsschritten wieder Fahrt auf. Unsere eigene Schätzung zum BIP-Rückgang zu Beginn des Jahres lag sehr nahe am offiziellen Wert und zog keine Revision der Prognose für das Gesamtjahr nach sich. Andersorts schien der Anpassungsbedarf dagegen grösser, wie sich am Anstieg der Konsensusprognose für 2021 von zuvor 3.3% auf nun 3.5% erkennen lässt. Wir sind inzwischen aber zuversichtlicher, dass die prozyklischen Impulse von Geld- und Fiskalpolitik in den westlichen Volkswirtschaften einen länger anhaltenden positiven Effekt auf die Schweizer Exportwirtschaft haben dürften. Weil auch der Impffortschritt zuletzt deutlich an Tempo zulegte, haben wir die Prognose zum BIP-Wachstum im kommenden Jahr leicht an. Selbst im Falle einer vierten Welle der Pandemie dürfte der wirtschaftliche Schaden dannzumal noch einmal geringer ausfallen als in den Monaten Oktober 2020 bis März 2021.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 0.5% | 2021: 0.4% |
| 2022: 0.7% | 2022: 0.5% |

Vertreter der Schweizerischen Nationalbank (SNB) machten jüngst klar, dass der Anstieg der Inflationsraten nicht zu einer Veränderung ihrer Geldpolitik führen wird. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass die Inflation in der Schweiz in den kommenden Jahren zuverlässig im Zielband von 0% bis 2% verharren wird. Damit erreicht die SNB nach vier deflationären Phasen seit 2008 ihre Vorgabe von Preisstabilität.

Japan Erneute Mittelmässigkeit

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 2.5% | 2021: 2.6% |
| 2022: 2.0% | 2022: 2.8% |

Die japanische Wirtschaft scheint erneut in einer Art Mittelmässigkeit gefangen. Der schleppende Impffortschritt, das Auf und Ab bei den COVID-19-Fallzahlen und eine mässig beliebte und bezüglich Pandemie zögerlich agierende Regierung sorgen dafür, dass die Erholung der Wirtschaft 2021 unter den grossen Industriestaaten nirgends so schwach ausfällt wie in Japan. Zugegeben, der Einbruch während der Pandemie war ebenfalls bescheiden, aber insgesamt waren die jüngsten Konjunkturzahlen, von den Detailhandelsumsätzen über die Industrieproduktion bis zur Arbeitslosenquote, allesamt enttäuschend. Die Firmen strahlen auch nicht gerade Zuversicht aus. Während die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Industrie in den meisten Industrieländern im Juni auf historischen Höchstständen verharrten, konnte sich der japanische Industrie-PMI nach einem deutlichen Rückgang gerade noch knapp im Wachstumsbereich halten. Problematisch scheint derzeit insbesondere die Nachfrage aus dem Inland zu sein, während sich die Auftragslage aus dem Ausland weiter verbessert hat. Im zweiten Halbjahr dürfte sich die Dynamik leicht verbessern: Der globale Aufschwung schreitet voran und wird auch Japans Exportwirtschaft mitziehen, während beim Konsum mit gewissen Nachholeffekten zu rechnen ist. Dennoch bleibt unsere Wachstumsprognose sowohl für 2021 und insbesondere für 2022 gegenüber Konsensus auf der vorsichtigen Seite.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 0.0% | 2021: 0.0% |
| 2022: 0.4% | 2022: 0.5% |

Während die Konjunkturerholung mittelmässig ist, fällt die Preisentwicklung in Japan unterirdisch aus. Seit längerem bestehende strukturelle Probleme wie die geringe Preissetzungsmacht der Unternehmen, Lohnzurückhaltung und generell die «deflationäre Mentalität» der Wirtschaftsakteure sorgen dafür, dass trotz höherer Rohstoff- und Produzentenpreise die Konsumentenpreis-inflation am Nullpunkt verharrt.

China Wenig Zweitrundeneffekte

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 8.2% | 2021: 8.7% |
| 2022: 5.4% | 2022: 5.6% |

China verfolgt bei lokalen COVID-19-Ausbrüchen nach wie vor eine Nulltoleranzstrategie. Zuletzt traten einige Cluster in der wirtschaftsstarke Gegend des Perlflossdeltas auf, mit entsprechenden scharfen Reaktionen der Behörden und Auswirkungen auf die Produktion und die Verschiffung von Exportgütern. Insofern stimmt die jüngste Beschleunigung der Impfkampagne hoffnungsvoll. China verabreicht derzeit rund 22 Millionen Dosen pro Tag, was ein absoluter Weltrekord ist und 1.6% der Bevölkerung entspricht. Fraglich bleibt, wie effektiv das chinesische Vakzin gegen die grassierende Delta-Variante wirkt und ob die Behörden mit der steigenden Immunisierung der Bevölkerung eine weniger drastische Eindämmungsstrategie anschlagen werden. Eine Kursänderung wäre sicherlich eine gute Nachricht für den Binnenkonsum, der sich zuletzt enttäuschend entwickelt hat – hauptsächlich aufgrund der zurückhaltenden Geld- und Fiskalpolitik. Derweil profitiert die Exportwirtschaft von der starken globalen Nachfrage nach Konsumgütern, wobei höhere Preise und der im Jahresvergleich schwächere US-Dollar die Wachstumswerte des chinesischen Aussenhandels derzeit etwas überzeichnen. Ein gewisses Risiko dieser exportgetriebenen Erholung sind ironischerweise die Öffnungsmassnahmen in den Industrieländern, die im zweiten Halbjahr zu einer Nachfrageverschiebung weg von Konsumgütern hin zu Dienstleistungen führen dürfte.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 1.3% | 2021: 1.5% |
| 2022: 2.3% | 2022: 2.3% |

Die Produzentenpreise sind angesichts steigender Rohstoffpreise weiter angestiegen, auf 9.0% im Mai. Wie bereits bei der letzten Hausse der Produzentenpreise 2016/17 rechnen wir nur mit geringen Zweitrundeneffekten auf die Konsumentenpreis-inflation. Letztere stieg im Mai von 0.9% auf 1.3%, hauptsächlich getrieben durch einen positiven Basiseffekt, und dürfte Ende 2021 auf über 2% steigen.

Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



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



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.