

August 2023

Kernaussagen

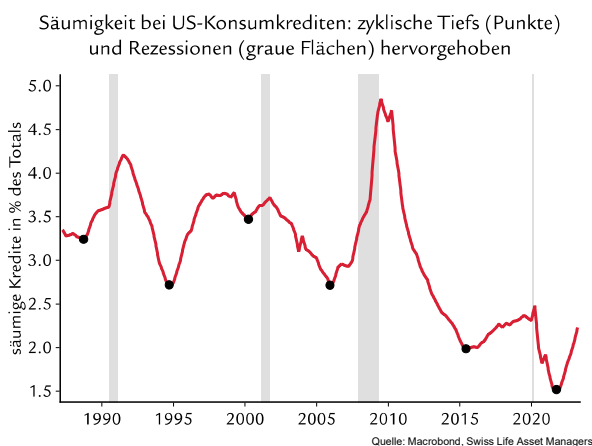
- USA: Frühwarnindikatoren deuten nach wie vor auf eine Wirtschaftsabschwächung hin
- Eurozone: Trotz rückläufiger Inflation ist es für eine Entwarnung für die EZB noch zu früh
- China: Nach schwachem Wachstum im zweiten Quartal ist das erhoffte Stimuluspaket ausgeblieben

Prognosevergleich

| | 2023 BIP-Wachstum | | 2024 BIP-Wachstum | | 2023 Inflation | | 2024 Inflation | |
|-----------------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus | Swiss Life AM | Konsensus |
| USA | 1.5% ↑ | 1.6% ↑ | 0.1% ↓ | 0.5% | 4.0% ↓ | 4.1% | 2.5% | 2.6% |
| Eurozone | 0.4% | 0.5% ↓ | 0.8% | 0.9% | 5.5% | 5.4% | 2.4% | 2.4% |
| Deutschland | -0.2% | -0.3% ↓ | 0.6% | 1.1% | 6.0% | 5.9% ↓ | 2.3% | 2.6% ↑ |
| Frankreich | 0.5% ↓ | 0.6% | 0.9% | 0.9% | 4.8% | 5.1% ↓ | 2.1% | 2.5% ↓ |
| Italien | 1.1% | 1.1% ↑ | 0.6% | 0.8% | 6.1% | 6.1% | 2.1% | 2.5% |
| Spanien | 1.8% | 2.1% ↑ | 1.2% | 1.5% | 3.5% ↓ | 3.6% ↓ | 2.2% ↓ | 2.9% |
| Grossbritannien | 0.0% | 0.1% | 0.4% | 0.4% ↓ | 7.6% ↑ | 7.4% ↑ | 2.9% ↑ | 3.2% |
| Schweiz | 0.7% | 0.8% ↑ | 1.3% ↓ | 1.4% | 2.1% | 2.3% ↓ | 1.6% | 1.5% ↑ |
| Japan | 1.2% | 1.2% ↑ | 0.7% | 1.0% | 2.7% | 2.9% ↑ | 1.2% | 1.7% ↑ |
| China | 5.1% ↓ | 5.5% ↓ | 4.9% ↓ | 4.8% ↓ | 0.7% ↓ | 1.0% ↓ | 1.5% ↓ | 2.1% ↓ |

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 10. Juli 2023

Grafik des Monats



Eine Rezession setzt in den USA erst dann ein, wenn sich der bisher robuste Privatkonsum abkühlt. Während Frühindikatoren aus der Industrie und dem Häusermarkt schon lange auf Rot stehen, besteht beim Konsum das Problem, dass viele Indikatoren erst drehen, wenn die Rezession bereits eingesetzt hat. Ein guter Frühindikator ist aber die Verzugsrate bei Konsumkrediten, die in der Vergangenheit ein bis zwei Jahre vor dem Beginn einer Rezession nach oben drehte. Seit Oktober 2021 steigt die Verzugsrate von tiefen Niveaus aus an. Wir erwarten folglich, dass auch beim Konsum höhere Zinsen und schärfere Kreditstandards zunehmend Bremswirkungen entfalten werden.

USA Illusion der sanften Landung

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 1.5% | 2023: 1.6% |
| 2024: 0.1% | 2024: 0.5% |

Die jüngsten US-Wirtschaftsdaten zeigten für die Jahresmitte ein robustes Bild, während die Inflation im Juni weiter zurückging. Das hat an den Finanzmärkten die Idee befeuert, dass ein Ende der Leitzinserhöhungen und gar eine «sanfte Landung» der Wirtschaft bevorstünden. Während Ersteres unseren Erwartungen entspricht, halten wir Letzteres für unwahrscheinlich. Unter einer «sanften Landung» verstehen wir im aktuellen Umfeld eine Wiederbeschleunigung des Wachstums bei gleichzeitig weiter fallender Inflation. Diese Kombination wäre wohl nur während sehr kurzer Zeit denkbar, da ein neuer Nachfrageschub bald wieder höhere Inflation nach sich ziehen würde. Die eintreffenden, leicht besser als erwarteten Daten zeigen aber, dass es wohl etwas länger dauert, bis die Zinserhöhungen ihre volle Bremskraft entfalten, insbesondere im Dienstleistungsbereich und auf dem Arbeitsmarkt. Dass aber eine Abschwächung bevorsteht, darauf deuten nach wir vor die meisten Frühwarnindikatoren hin, seien es die inverse US-Zinsstrukturkurve, fallende Gütertransporte auf Strasse und Schiene, höhere Kreditsäumigkeit (siehe «Grafik des Monats»), fallende Transaktionen im Häusermarkt oder rückläufige Temporärarbeit. Wir haben folglich die erwartete Wirtschaftsschwäche etwas nach hinten verschoben, was die höhere Wachstumsprognose für 2023 und die tiefere Wachstumsprognose für das Jahr 2024 erklärt.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 4.0% | 2023: 4.1% |
| 2024: 2.5% | 2024: 2.6% |

Die Gesamt- und die Kerninflation gingen im Juni stärker zurück als erwartet: auf 3.0% respektive 4.8%. Der Rückgang der Inflation könnte aber noch breiter abgestützt sein; die Inflation des mittleren Postens in der Inflationsverteilung (Median) betrug noch immer 6.4% im Juni. Im Vormonatsvergleich trugen insbesondere fallende Flug-, Hotel- und Mietwagenpreise zur tieferen Inflation bei. Weil nun Energie-Basiseffekte auslaufen, dürfte die Gesamtinflation trotz weiter fallender Kerninflation bis Ende Jahr bei 3% verharren.

Eurozone Geht die EZB zu weit?

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 0.4% | 2023: 0.5% |
| 2024: 0.8% | 2024: 0.9% |

Die Inflation für die Eurozone fiel im Juni von 6.1% auf 5.5% und damit leicht mehr als erwartet. Gleichzeitig enttäuschten die meisten Wirtschaftsindikatoren in den vergangenen Wochen. Trotzdem zeigte sich die EZB zuletzt entschlossen, die Zinsen noch mindestens einmal zu erhöhen, und revidierte ihre mittelfristige Inflationsprognose gar nach oben. Damit wurden vermehrt Befürchtungen laut, die EZB könnte mit ihrer geldpolitischen Straffung zu weit gehen. Es wäre nicht das erste Mal in der Geschichte, dass die EZB ihre Zinserhöhungen sehr schnell wieder rückgängig machen müsste. Aktuell sehen wir zwei Szenarien, in welchen dies der Fall wäre. Erstens, falls die bereits erfolgten Zinserhöhungen anders als von uns erwartet mit Verzögerung eine sehr tiefe Wirtschaftskrise verursachen, in der auch die Inflation sehr schnell unter das Zentralbankziel fiele. Wir schreiben einem solchen Szenario eine Wahrscheinlichkeit von ca. 20% zu. Weiterhin schwaches Wachstum und hartnäckige Inflation halten wir aber für deutlich wahrscheinlicher (65%). Wirtschaftsindikatoren liefern gemischte Signale: Die Industrie ist schwach, aber weniger schwach als Umfragewerte es vermuten liessen; die Konsumentenstimmung bleibt getrübt, hellt sich aber seit den Tiefpunkten im Winter wieder auf und der Arbeitsmarkt ist weiterhin robust, auch wenn hochfrequente Indikatoren im Trend auf hohem Niveau gedreht haben.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 5.5% | 2023: 5.4% |
| 2024: 2.4% | 2024: 2.4% |

Zweitens läge die EZB falsch, wenn die Inflation speziell im Dienstleistungsbereich doch vorwiegend durch externe Faktoren getrieben und deshalb nach der Normalisierung der Lieferketten und dem Rückgang der Energiepreise schneller als erwartet und unabhängig von der Geldpolitik sinken würde. Damit hätte die EZB die Zinsen in einer wirtschaftlich schwachen Phase zu stark erhöht. Die immer noch hohe Kern- und Dienstleistungsinflation sowie die robusten Arbeitsmärkte sprechen unserer Meinung nach dagegen.

Deutschland Neue China-Strategie

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|-------------|
| 2023: -0.2% | 2023: -0.3% |
| 2024: 0.6% | 2024: 1.1% |

Die deutsche Industrie schwächelt. Die Industrieproduktion war im Mai erneut rückläufig, womit sie insgesamt im zweiten Quartal wohl negativ zum Wachstum beitragen wird. Gemäss einer Umfrage der Europäischen Kommission schätzen deutsche Firmen ihre kompetitive Position ausserhalb der EU seit Herbst 2022 so schlecht ein wie noch nie und deutlich schlechter als Firmen in den anderen grossen Euroländern. Die immer noch erhöhten Energiepreise dürften ein wesentlicher Grund hierfür sein. Die von der Bundesregierung zum ersten Mal Mitte Juli veröffentlichte China-Strategie zeigt ausserdem, dass Deutschland mehr und mehr beunruhigt ist über die asymmetrischen Beziehungen zu China. China bleibt als viertgrösste Export- und grösste Importdestination insgesamt der wichtigste einzelne Handelspartner Deutschlands. Die neue Strategie legt den Fokus auf die Reduktion von Abhängigkeiten in Schlüsselbereichen und die Eindämmung von Risiken, beispielsweise im Bereich der Cybersicherheit. Damit nimmt Deutschland eine kritischere Haltung gegenüber China ein, wenn auch bei Weitem nicht so kritisch wie jene der USA. Die Strategie unterstreicht die globale Tendenz hin zu diversifizierteren Handelsbeziehungen, die neben China vermehrt auf zusätzliche Absatz- und Produktionsmärkte fokussiert.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 6.0% | 2023: 5.9% |
| 2024: 2.3% | 2024: 2.6% |

Der erneute Anstieg der Jahresinflation im Juni auf 6.4% war aufgrund von Basiseffekten vorhersehbar. Die saisonbereinigten monatlichen Preisveränderungen zeigen aber, dass der Preisdruck sowohl im Dienstleistungsbereich als auch bei den Kerngütern erhöht bleibt. Die Produzentenpreise sind zwar seit Oktober 2022 monatlich rückläufig, unter Ausschluss von Energiegütern setzte der Rückgang aber erst im April 2023 ein. Der Preisdruck dürfte deshalb bei den Kerngütern erst mit Verzögerung gedämpft werden.

Frankreich Stillere Töne

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 0.5% | 2023: 0.6% |
| 2024: 0.9% | 2024: 0.9% |

Plötzlich scheint es in Frankreich still geworden zu sein: Präsident Macron scheut seit Wochen die Öffentlichkeit, obgleich der Erklärungsbedarf seit der Rentenreform und besonders nach den Jugendkrawallen gross bleibt. Auch die erwartete Regierungsumstellung erwies sich als marginale Korrektur. Mit dem Beginn der Sommerferien schlugen jetzt auch die Konjunkturindikatoren auf breiter Front sanftere Töne an, hier und dort sind gar erste Klänge in Moll zu hören. Ganz besonders gilt dies für das verarbeitende Gewerbe, in dem die vorläufigen Werte des Einkaufsmanagerindex (PMI) aus der Industrie für den Monat Juli einen weiteren Rückgang der Dynamik anzeigen. Im Vergleich zum Vormonat wurde der Bestellungseingang von den Industriefirmen als weiter rückläufig vermeldet. Dieses Bild stimmt mit einer separaten Umfrage des statistischen Amtes INSEE überein, wonach die befragten Firmen den Ausblick auf die künftige Produktion ihres eigenen Betriebs so zurückhaltend einschätzen wie zuletzt im November 2020. Auch bei den Dienstleistungsfirmen schlägt mittlerweile ein langsamerer Takt. Gemäss Einkaufsmanagerindex für diesen Sektor hat sich die Geschäftslage über die vergangenen zwei Monate ebenfalls eingetrübt. Angesichts der zunehmenden Stille des Konjunkturmotors werden in Frankreich zunehmend Stimmen laut, wonach die EZB die Straffung der Geldpolitik sofort beenden sollte.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 4.8% | 2023: 5.1% |
| 2024: 2.1% | 2024: 2.5% |

Gemäss Banque de France senkt eine wachsende Zahl von Unternehmen ihre Verkaufspreise. Die gleiche Aussage liefern die Werte der Einkaufsmanagerumfrage in der Industrie und im Dienstleistungssektor. Darüber hinaus präsentieren sich auch die Inflationserwartungen der Verbraucher und der Anleger in inflationsgeschützte Staatsanleihen zuletzt rückläufig. Diese Entwicklung bestätigt unsere Erwartungen. Wir rechnen mit einem Rückgang der Inflationsrate von derzeit 4.5% auf rund 2.5% im Schlussquartal 2023.

Italien

An Vertrauen gewonnen

Italien hat nicht nur beim Wirtschaftswachstum positiv überrascht in letzter Zeit, sondern auch an Vertrauen an den Finanzmärkten zugelegt. Die Europäische Zentralbank begann im März 2023, auslaufende Staatsanleihen nur noch teilweise zu ersetzen, um so ihre Bilanz zu reduzieren. Damit fiel die EZB als marginale Käuferin von italienischen Staatsanleihen aus, und verbreitet war die Sorge, dass sich Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen ausweiten könnten. Die Nachfrage von in- und ausländischen Investoren scheint aber intakt; der Risikoaufschlag («spread») zu zehnjährigen deutschen Staatsanleihen hat sich seit Anfang Jahr gar um etwa 0.8 Prozentpunkte reduziert. Dies ist für die Nachhaltigkeit der Schuldensituation zentral. Selbst wenn die Zinsen auf 4% verharren und Italien mittelfristig ein nominales Wirtschaftswachstum von 3% schafft (1% reales Wachstum plus 2% Inflation), ist zur Stabilisierung der Schuldenquote eine Rückkehr von den aktuellen Haushaltsdefiziten zu Primärüberschüssen notwendig, die vor der Pandemie bei +1.3% lagen (Durchschnitt 2010–2019). Eine solche Fiskalkonsolidierung ist derzeit aber nicht absehbar.

Spanien

Erhöhte politische Unsicherheit

Die vorgezogenen Neuwahlen in Spanien vom 23. Juli 2023 haben ein überraschend unklares Ergebnis geliefert. Die Umfragen hatten vorgängig die Rechtskoalition aus der Mitte-rechts-Partei Partido Popular (PP) und der Rechts-aussen-Partei Vox deutlich vorne gesehen. Die Wahlergebnisse zeigen jedoch nun, dass weder die Rechts- noch die Linkskoalition des amtierenden Präsidenten Pedro Sanchez eine Mehrheit gewinnen konnte. Obwohl die PP deutlich an Sitzen dazu gewonnen hat und nun stärkste Partei ist, hat die Vox deutlich an Sitzen verloren. Das Ergebnis macht die Regierungsbildung kompliziert und wirft Spanien in eine Periode der politischen Unsicherheit. Mögliche Wege aus dieser Situation sind einerseits eine Wiederholung der Wahl, wie es bereits 2019 der Fall war. Zudem wären eine Linksregierung der amtierenden PSOE und Sumar zusammen mit kleineren Parteien denkbar, um eine Mehrheit zu erzielen, was sich jedoch schwierig gestalten könnte. Auch eine Minderheitsregierung der PP mit oder ohne Vox wäre eine Möglichkeit.

Schweiz

Stotternde Konjunktur

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 0.7% | 2023: 0.8% |
| 2024: 1.3% | 2024: 1.4% |

Was sich an den Zahlen der Einkaufsmanagerindizes der Industrie in sämtlichen Industrieländern über Monate ablesen liess, wird nun erkennbar in der Berichterstattung zum Geschäftsgang besonders stark exportorientierter Schweizer Firmen. Der Bestellungseingang lässt für die zweite Jahreshälfte einen Produktionsrückgang erahnen. Für die stark zyklischen Sektoren bewahrheitet sich nun unser Basisszenario einer milden Rezession. Gestützt wird das Wachstum der Gesamtwirtschaft vorderhand noch durch die Konsumfreude der Schweizer Haushalte und durch das fortgesetzte Wachstum der Bevölkerung. Dennoch dürfte der hochfrequente Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO die aktuelle Verfassung der Schweizer Volkswirtschaft akkurat abbilden: Dieser Indikator stagniert seit Mitte Mai. Mit der Abwärtsrevision unserer Prognose für 2024 liegen unsere Erwartungen zum BIP-Wachstum für beide Jahre leicht unterhalb der Konsensschätzung. Ähnlich wie für die Europäische Zentralbank gilt für die Schweizerische Nationalbank, dass sie im Falle von fortgesetzten Zinserhöhungen ein erhöhtes Rezessionsrisiko in Kauf nimmt.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 2.1% | 2023: 2.3% |
| 2024: 1.6% | 2024: 1.5% |

Für das dritte Quartal deuten der starke Franken und der weiter nachlassende Preisdruck auf Produzentenebene auf weiter sinkende Inflationsraten auf der Konsumentenstufe. Bis Oktober sollte die Jahreststeuerung weniger als 1.5% betragen. Kurzfristig stellen die höheren Energiepreise ein Prognoserisiko dar. Heizöl kostet den Endabnehmer aktuell rund 7% mehr als im Monat Juni. Definitiv gestoppt wird der Rückgang der Inflationsraten in den Wintermonaten. Dann sorgen höhere Mieten, die Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes, steigende Strompreise und Tarifanpassungen bei der Post und im öffentlichen Verkehr für einen erneuten Anstieg der Inflationsraten. Ein neuerlicher Höhepunkt dürfte im September 2024 mit 2% erreicht werden.

Grossbritannien Lohnwachstum bleibt hoch

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 0.0% | 2023: 0.1% |
| 2024: 0.4% | 2024: 0.4% |

Das monatliche BIP-Wachstum für Mai war mit -0.1% gegenüber dem Vormonat höher als erwartet, obwohl der zusätzliche nationale Feiertag zur Feier der Krönung von King Charles auf die Wirtschaftsaktivität gedrückt hat. Den negativsten Beitrag leistete die Industrieproduktion, die im Mai weiter geschwächt hat. Der Rückgang wurde jedoch vor allem vom volatilen Strom- und Gassektor getrieben. Der Dienstleistungssektor zeigte kein Wachstum im Mai. Der Arbeitsmarkt bleibt jedoch weiterhin grösstenteils robust. Das Lohnwachstum bleibt ferner hoch und ist im Mai erneut angestiegen. Für die Bank of England sind das keine guten Neuigkeiten, da somit der Inflationsdruck hoch bleiben dürfte. Jedoch gibt es erste Anzeichen, dass sich der Arbeitsmarkt etwas abkühlt, wenn auch nur sehr langsam. Die Arbeitslosenquote stieg im Mai erneut stärker an als erwartet. Während die Nachfrage nach Arbeitskräften weiterhin hoch bleibt, sinkt die Zahl der offenen Stellen leicht. Auch die Beschäftigungskomponenten der Einkaufsmanagerindizes für den Industrie- wie auch für den Dienstleistungssektor sind im Juli weiter gesunken. Für den Dienstleistungssektor liegt er jedoch immer noch über der Wachstumsschwelle von 50. Es dürfte jedoch noch eine Weile dauern, bis diese Effekte zu einem tieferen Lohnwachstum führen und so den Inflationsdruck etwas mindern. Generell erwarten wir weiterhin stagnierendes Wirtschaftswachstum für dieses Jahr.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 7.6% | 2023: 7.4% |
| 2024: 2.9% | 2024: 3.2% |

Nach Monaten der Aufwärtsüberraschungen fiel die Inflation für Juni endlich tiefer aus als erwartet und fiel auf 7.9% (von 8.2% im Mai). Der Rückgang der Benzinpreise hatte den grössten negativen Einfluss, jedoch fiel auch die Inflation bei Lebensmitteln etwas tiefer aus als im Vormonat. Auch die Kerninflation fiel stärker als erwartet im Juni. Jedoch bleibt die Dienstleistungsinflation weiterhin deutlich hartnäckiger als die Güterpreisinflation.

China Warten auf Stimulus

BIP-Wachstum

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 5.1% | 2023: 5.5% |
| 2024: 4.9% | 2024: 4.8% |

Was die Wirtschaftsdaten für April und Mai bereits angedeutet hatten, wurde nun mit der Veröffentlichung der offiziellen BIP-Zahlen für das zweite Quartal bestätigt. Das chinesische Wirtschaftswachstum hat sich im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt und fiel mit 0.8% im Vergleich zum Vorquartal sogar noch tiefer aus als erwartet. Im Juni wuchs immerhin die Industrieproduktion schneller als erwartet. Das Wachstum der Einzelhandelsverkäufe hingegen fiel von 12.7% im Mai auf 3.1% im Juni (Wachstum im Vergleich zum Vorjahresmonat). Der starke Rückgang ist jedoch immer noch durch die Lockdowns im letzten Jahr zu erklären. Weiterhin schwach bleibt auch der Immobiliensektor. Alle relevanten Indikatoren wie Verkäufe, Projektstarts und Fertigstellungen waren im Juni deutlich rückläufig. Auch der Aussenhandel bleibt ein weiterer Schwachpunkt in der wirtschaftlichen Erholung Chinas. Die Hoffnung auf Unterstützung der Wirtschaft beruhte auf einem bedeutsamen Stimuluspaket der Regierung. Das Juli-Meeting des Politbüros der kommunistischen Partei wurde mit Spannung erwartet, da dort die wirtschaftspolitische Agenda für den Rest des Jahres festgelegt wird. Jedoch blieb wie erwartet die Verkündung eines grossen Stimuluspakets aus. Stattdessen wurden kleinere Massnahmen geplant, die jedoch keinen bedeutsamen Effekt auf das Wirtschaftswachstum haben dürften.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Konsensus |
|---------------------------|------------|
| 2023: 0.7% | 2023: 1.0% |
| 2024: 1.5% | 2024: 2.1% |

Die ausbleibende Überhitzung der chinesischen Wirtschaft ist auch weiterhin in den Inflationsdaten zu sehen. Die Konsumentenpreis-inflation fiel im Juni erneut tiefer aus als erwartet und betrug 0.0% im Vergleich zum Vorjahr. Die Produzentenpreis-inflation rutschte weiter in deflationäres Gebiet ab und lag mit -5.4% im Vergleich zum Vorjahr auf dem tiefsten Niveau seit 2015.

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



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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 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 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 St, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.