

# Schroders Talking Point



## Banken-Stresstests in Europa: ein kleiner Schritt für die Eurozone, ein Riesensprung tut not.

**Jamie Stuttard, Leiter European and UK Fixed Income**  
**Roger Doig, Analyst für Unternehmensanleihen**

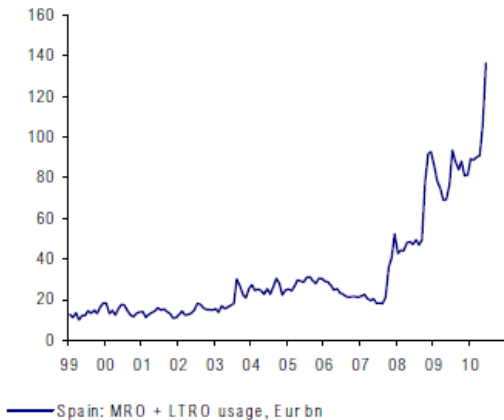
### Kernpunkte

- Die Politik wiegt die Banken in der Region weiter in Sicherheit und drängt kaum darauf, das Eigenkapital zu erhöhen.. Der nachgewiesene Kapitalbedarf von nur 3,5 Mrd. Euro liegt weit unter den Markterwartungen und ist im Vergleich zu den 65 Mrd. US-Dollar, die von den US-Banken nach ihren Stresstests im Mai 2009 aufgenommen wurden, eine zu vernachlässigende Größe.
- Wir wissen immer noch nicht, wie stark die einzelnen europäischen Banken bei hypothekarisch besicherten Wertpapieren und anderen Banken engagiert sind. Der Ausschuss europäischer Bankenaufseher (CEBS) sollte nach den ersten Schritten am 23.7. in puncto Transparenz noch sehr viel weiter gehen.
- Sollte einer der größeren Staatsanleihenmärkte der Peripherie (Spanien, Italien, Belgien) Probleme bei der Refinanzierung bekommen, die von politischer Seite nicht schnell behoben werden können, bleibt das europäische Bankensystem nach wie vor ein potenzielles Pulverfass mit fremdfinanzierten Investitionen in Staatsschulden, was nicht ganz risikofrei ist.

Das Hauptkriterium für den Erfolg der Stresstests bei den europäischen Banken besteht darin, dass der Markt für Wholesale Funding (Refinanzierung am Interbankengeldmarkt) wiedereröffnet wurde. Das Ziel der Tests bestand darin, das Vertrauen in die Bonität der Banken wiederherzustellen. Mit Blick auf viele größere Banken herrschten am Markt nur geringe Zweifel. Und tatsächlich haben diese Banken in den vergangenen Wochen problemlos Finanzierungen geleistet. Es war daher keine Überraschung, dass sie die Tests erfolgreich bestanden haben. Mehr Sorge bereiteten vielmehr die Banken aus der zweiten Reihe (Tier-2-Banken), besonders die spanischen Institute. Bei ihnen ging der Bedarf an Kapitalausstattung durch die EZB in den vergangenen Wochen deutlich in die Höhe, da sich die nordeuropäischen Banken bei der Kapitalausstattung zurückhielten.



**Chart 2: Spain access to the ECB repo facility**  
Eur, bn



Source: RBS

Um das Vertrauen wiederherzustellen, mussten die Tests eine gründliche Rekapitalisierung des spanischen Bankensystems empfehlen. Fünf spanische Banken fielen durch – insgesamt ist eine Kapitalspritze von knapp über 2 Mrd. Euro erforderlich. Das ist ein Bruchteil der Summe, die erforderlich wäre, um das Marktvertrauen wiederherzustellen. Das erinnert an eine Szene aus dem Film *Der Krieg des Charlie Wilson*:

Kongressabgeordneter Charlie Wilson: „Wofür ist das Geschenk?“

CIA-Mann: „Es ist von der Afghanistan-Abteilung für die Verdoppelung des Budgets.“

CW: „Oh. Vielen Dank.“

CIA: „Das war gar nichts.“

CW: „Aber das ist ein guter Scotch. War sicher gar nicht so einfach, den zu bekommen.“

CIA: „Nein, das Budget zu verdoppeln war gar nichts. Ich meine, 10 Mio. Dollar für verdeckte Operationen, das ist bedeutungslos. Was sind Sie, ein Baby?“

Auf dieser Grundlage dürften die Tests ihr Hauptziel verfehlt haben. Sie bringen aber sekundären Nutzen, besonders durch die deutlich höhere Transparenz beim Engagement der Banken in Staatsanleihen. Doch die Hoffnung, dass dies wie bei den Stresstests 2009 in den USA zu einem Wandel am Markt führt, dürfte unbegründet zu sein.

### Was geschah in den USA?

Man darf nicht vergessen, dass die ersten Ausführungen Geithners im Januar und Februar 2009 in den USA mindestens sechs bis acht Wochen starker Volatilität nach sich zogen und die Kurse für Bankentitel (Anleihen, Aktien) in den Keller gingen. Doch mit der Veröffentlichung der US-Tests im zweiten Quartal 2009, deren Ergebnisse in vielerlei Hinsicht nicht perfekt waren, wurden zumindest drei Dinge erreicht:

- Transparenz
- Ordnung
- Rekapitalisierungen

Vor allem haben zehn US-Banken innerhalb von wenigen Wochen nach Ankündigung der US-Stresstests 64,6 Mrd. Dollar aufgenommen. Das war fraglos einer der wichtigsten Katalysatoren für die starke weltweite Erholung der Vermögenspreise 2009 – durchaus ein Kraftakt.

### Europas zweiter Test

Dies ist der zweite Test, den das europäische Bankensystem innerhalb von zwei Jahren durchlaufen hat.

- Im Gegensatz zu 2009 werden die Ergebnisse diesmal veröffentlicht und es wurden mehr Banken einbezogen.
- Der Test hat die Rückendeckung des Ausschusses europäischer Bankenaufseher (CEBS), der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Europäischen Kommission. Damit steht die Glaubwürdigkeit vieler unterschiedlicher politischer Institutionen der Eurozone auf dem Spiel.

### Was ist positiv an den Tests?

- Anfang 2010 sorgte die fehlende Auskunftspflicht der Banken über Beteiligungen an Staatsanleihen für Unmut. Nun wissen wir wenigstens mehr darüber, welchen Banken im Euroraum welche Staatsanleihen gehören und wie hoch die Risiken der Portfoliokonzentration im Verhältnis zu ihrem Kernkapital sind
- Im ungünstigen Szenario lägen die Wertminderungen 2010 bis 2011 insgesamt bei 566 Mrd. Euro. Insofern gibt es wenigstens eine gewisse Klärung und Offenlegung der großen Verluste, die durchaus eintreten könnten.
- Das CEBS gibt offen zu, dass 38 Institutionen weiterhin auf staatliche Hilfe angewiesen sind.
- 34 Banken der Stichprobe profitierten von Kapitalerhöhungen mit Kapitalspritzen in Gesamthöhe von 169,6 Mrd. Euro.
- 20 Banken der Stichprobe profitierten von staatlichen Garantien.
- *Das CEBS gibt keine Auskunft darüber, wie viele Staaten auf die Banken angewiesen sind!*
  - o Die Belastung durch Aktienengagements (36 % im Krisenszenario) schiene relativ realistisch. Doch auch hier gibt es große Unterschiede bezüglich des tatsächlichen Renditerisikos innerhalb der Region (man stelle sich die gleiche Übung vor zehn Jahren in Südamerika oder bei den führenden asiatischen Volkswirtschaften 1997 vor. Dabei würden Erfolgsstorys wie Chile bestraft und hohe Restwerte des Eigenkapitals für Argentinien belohnt ...)
  - o Im Krisenszenario gehen die Preise für spanische Gewerbeimmobilien 2010 zunächst um 35 % und dann 2011 um 30 % zurück – zumindest hier erscheint der Belastungstest glaubwürdig.

## Und jetzt die Probleme, die ungelöst bleiben ...

### Einige krasse und unzulässige Unterlassungen

- Die Tests decken nur die Habenseite der Bilanz ab, nicht aber die Sollseite. Die Kapitalausstattung der europäischen Banken ist und bleibt ein großes Problem. Das gilt in zweierlei Hinsicht:
  - o Schließung der primären Märkte für viele Tier-2-Emittenten
  - o die erforderliche hohe Ausgabe von vorrangigen Mitteln in Billionenhöhe in den kommenden drei Jahren
- Nur einen Teil der Bankenbilanzen auf den Prüfstand zu nehmen (nämlich das Handelsbuch), ist eine grobe Auslassung des Teils, der den Löwenanteil an Risiken birgt.

- Zwar decken die Ergebnisse 20 Mitgliedsstaaten und 65 % des Bankensystems ab. Doch viele der kleineren Banken wurden ausgelassen. Und wir wissen, dass viele Darlehensnehmer und -geber kleiner/mittlerer Marktkapitalisierung in Teilen Europas und der USA einen großen Anteil an den Problemen haben.

### Das größte aller Probleme

- Die Tests der Staatsanleihen wurden immer noch als „Markttest“ angesehen (s. Anhang 1). Damit wird das wirkliche Problem von Markt und Wissenschaft jedoch nicht angegangen. Das nämlich ist der Zahlungsausfall oder die Umstrukturierung mindestens eines europäischen Staatsanleihenemittenten, und nicht nur ein kurzfristiges Hochschnellen der Renditen, wie bereits Anfang Mai 2010 erlebt.
- In akademischen Kreisen war man sich des Problems bei europäischen Staatsanleihen sehr viel bewusster als in den Märkten. Diese trugen zweifelsohne zum Problem bei, indem sie bis weit ins erste Quartal 2010 an Griechenland, Irland, Spanien usw. Kredite zu unwahrscheinlich niedrigen Zinssätzen vergaben (s. Rogoff, Reinhart, Ferguson, Eichengreen usw.).
- Was die Märkte anbelangt, ging aus einer Juli-Umfrage von Bloomberg hervor, dass im Nachhinein mehr als die Hälfte der europäischen Anleger denkt, dass eine Umstrukturierung oder ein Ausfall Griechenlands wahrscheinlicher als sein Überleben ist.
- Politiker scheinen die Sache jetzt sehr viel optimistischer zu sehen als diese beiden oben genannten Interessengruppen.
- Mit Gruß an die Professoren Rogoff und Reinhart: Sind die Politiker in Europa heute so clever, dass *dieses Mal wirklich alles anders wird* und sich eine ganze Professoren-Phalanx aus Harvard und Berkeley irrt?

Im Test trägt die Belastung durch den möglichen Ausfall von Staatsanleihen mit gerade einmal 27 Mrd. Euro zum möglichen Gesamtverlust von 302 Mrd. Euro der Tier-1-Banken bei. Es scheint, als wollten die Politiker des Euroraums das Risiko staatlicher Kreditnehmer bewusst ignorieren und es weiterhin ableugnen. Die Fußnote 19 auf Seite 47 der veröffentlichten Testergebnisse verdeutlicht ihre Position:

*„Da Staatsausfälle nicht berücksichtigt werden, gibt es keine Auswirkungen auf Staatsanleihen, die bis zur Endfälligkeit im Bankbuch gehalten werden.“*

Die National Bank of Greece, die mehr als das Dreifache ihres Vermögens in griechischen Staatsanleihen hält, hat daher die Belastungsprobe bestanden.

### Wie hoch ist das Handelsbuch belastet?

Das ungünstige Szenario für spanische Staatsanleihen setzt die fünfjährigen Renditen im Test bei 5,78 % und die irischen bei 5,62 % an. Hier kann man kaum von ungünstig sprechen ...

Schlimmer noch: „Die Abschläge kommen auf den Marktwert der Anleihen von Ende 2009.“ Das ist wie ein Stresstest des Nasdaq im März 2000.

Der Abschlag für zehnjährige griechische Anleihen liegt bei 42 %. Das kommt der Sache schon näher. Aber fünfjährige Anleihen sind noch nicht genug belastet. Auch hier liegt der Haken darin, dass sich die Belastungstests nur auf das Handelsbuch bezogen.

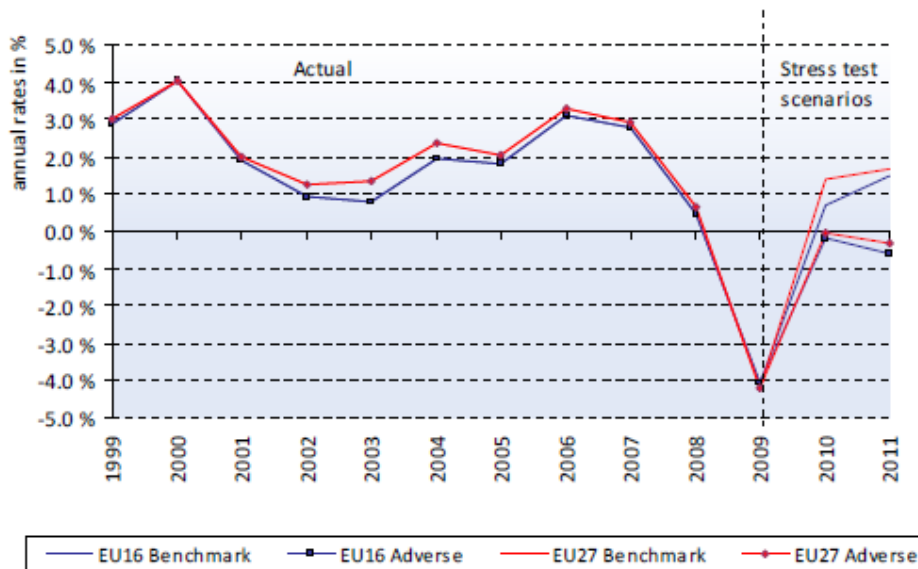
### Welche anderen Bereiche der Tests sind wohl noch zu weich?

- Die Wachstumsszenarien spielen die unterschiedlichsten BIP-Szenarien der einzelnen Länder durch, ziehen aber eine der Kerneigenschaften des Euroraums dabei nicht

vollständig in Betracht, nämlich die Verschiedenheit. Beispiel: Griechenland wird mit Schrumpfungen von 4 % oder noch schlimmer belastet, Spanien aber nicht. Ist das für ein wirkliches Krisenszenario angemessen?

- Für Absicherungen wurden Abschläge von 4 Punkten auf die Positionen Ende 2009 vorgenommen. Doch für Griechenland sind damit noch nicht einmal die staatlichen Abwertungen im Laufe der Zeit vollständig erfasst, wenn man die späte Reaktion der Rating-Agenturen bedenkt. Nur zur Information: Griechenland hatte vor gerade einmal acht Monaten von drei Agenturen insgesamt immer noch ein Rating im A-Bereich.
- Die Krisenszenarien gehen von einer leichten Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts aus – doch die Wachstumsszenarien im Vergleich mit den Schwankungen des BIP zwischen 2007 und 2009 sind offen gesagt zu optimistisch (s. nachstehendes Diagramm).

**Chart 1. Real GDP growth for EU27 and euro area under the benchmark and adverse scenarios in comparison to historical developments**



Source: Eurostat up to 2009, 2010-2011 stress test scenarios

### Alles in allem: Was sind die drei negativsten Aspekte des Tests?

- Es wird nur das Handelsbuch getestet – es gibt keinen Test für das Bankbuch (HTM oder AFS<sup>1</sup>) – das ist wahrscheinlich das schlechteste Einzelergebnis.
- Die Möglichkeit, alle Banken zu veranlassen sämtliche ihrer Bestände an Staatsanleihen (und RMBS<sup>2</sup>, besicherten Anleihen, anderen Schuldverschreibungen aus dem Privatsektor) offenzulegen, wurde nicht ergriffen. Dies ist ein Schlag gegen die Transparenz. Gewissermaßen werden Anleger in Europa immer noch aufgefordert, ins Blaue hinein zu investieren.
- Der Prozess der Problemerkennung und Rekapitalisierung steckt in einer Frühphase. Dabei wurde die Gelegenheit verpasst, größere Mengen Aktienkapital in das Bankensystem zu pumpen.

<sup>1</sup>Anlagen, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden oder veräußerungsfähig sind.

<sup>2</sup>Residential Mortgage Backed Securities.

## Was ist über die Beteiligungen an Staatsanleihen bekannt?

Mit Ausnahme einer Reihe deutscher Banken und der ATE-Bank in Griechenland wissen wir jetzt viel mehr über die Beteiligungen an europäischen Staatsanleihen.

### In Spanien

- Wir wissen beispielsweise, dass bei der BBVA spanische Staatsanleihen im Wert von 52 Mrd. Euro und italienische Staatspapiere im Wert von 6 Mrd. Euro liegen, obwohl ihr regulatorisches Eigenkapital nur 39 Mrd. Euro beträgt.
- Ebenfalls bekannt ist, dass Santander spanische Staatsanleihen im Wert von 50 Mrd. Euro und portugiesische im Wert von 5 Mrd. Euro hält. Demgegenüber steht ein regulatorisches Eigenkapital von 80 Mrd. Euro.
- Sogar La Caixa – eine der konservativsten Banken Spaniens – hat mehr als ihr gesamtes regulatorisches Eigenkapital in spanische Staatsanleihen investiert. Das veranschaulicht, wie strukturelle Veränderungen der Einteilung in eine riskante und in eine nicht riskante Asset-Allokation oder Titelauswahl dazu führen können, dass sich unvorbereitete (oder große) Anleger in Märkten engagieren, die weniger als liquide sind.

### In anderen PIIGS-Ländern

- Intesa hält italienische Staatsanleihen (BTP) in Höhe von 63 Mrd. Euro bei einem regulatorischen Eigenkapital von 42 Mrd. Euro.
- Die MPS hält fast das Doppelte ihres regulatorischen Eigenkapitals an BTPs.
- Die BPI in Portugal hat mehr als das 1,5-fache ihres regulatorischen Eigenkapitals in portugiesische Staatsanleihen investiert.
- Sowohl die Piraeus als auch die National Bank of Greece halten das Dreifache ihres regulatorischen Eigenkapitals an griechischen Staatsanleihen.

### In Deutschland

Dass u. a. die Deutsche Bank, die DZ Bank, die Postbank und die Landesbank Berlin ihr Engagement bei Staatsanleihen nicht offengelegt haben, kann nur negativ ausgelegt werden.

### In Frankreich

- Bei der Société Générale liegen griechische Staatspapiere im Wert von 4 Mrd. Euro.
- Die BNP hat italienische Staatsanleihen im Wert von 23 Mrd. Euro, griechische im Wert von 5 Mrd. Euro, spanische im Wert von 5,5 Mrd. Euro und irische im Wert von 0,5 Mrd. Euro. Das ergibt insgesamt PIIGS-Staatsanleihen in Höhe von 34 Mrd. Euro (gegenüber einem regulatorischen Eigenkapital von 88 Mrd. Euro). Dazu kommen mehr als 18 Mrd. Euro in Belgien.

### Übersicht über andere staatliche Bankenbeteiligungen

- Zwar nicht von allgemeiner Bedeutung, aber zur Veranschaulichung, warum die Ergebnisse der Tests so fehlerbehaftet sind: Die BoV in Malta hat über das Doppelte ihres regulatorischen Eigenkapitals in maltesischen Staatsanleihen angelegt. Malta ist in puncto Verstößen gegen die Maastricht-Kriterien neben Griechenland wohl der größte Serientäter.
- Die RBS hält irische Staatsanleihen im Wert von 4,2 Mrd. Euro, bei der HSBC liegen griechische Staatsanleihen für 2 Mrd. Euro, Barclays hat 4 Mrd. Euro in spanische Papiere investiert.
- **Alle diese Zahlen gelten wohlgerneht nur für Staatsanleihen. Es ist bereits bekannt, dass die ING spanische hypothekenbesicherte Wertpapiere im Wert von 24 Mrd. Euro besitzt und dass die Soc Gen in Griechenland an Darlehen beteiligt ist, die am 23. Juli nicht dokumentiert wurden usw.**

## Abgesehen von den Stresstests: Was muss in Europa sonst noch in Ordnung gebracht werden?

**Die Eurozone hat nach wie vor zahlreiche Probleme, die sich in die folgenden Kategorien einordnen lassen:**

- systemisch
- institutionell
- politisch
- marktbezogen
- Staatsanleihen
- geldpolitisch
- Privatsektor

**In diesen Bereichen sind Verbesserungen erforderlich, um das Marktvertrauen in der Eurozone wiederherzustellen.**

### **Systemisch**

- Verknüpfungen unter den Bankensystemen führen dazu, dass die schwächsten Glieder systemische Risiken hervorrufen können
- Viele inländische Staatsanleihenmärkte sind in ausländischer Hand

### **Institutionell**

- Maastricht muss überarbeitet werden, da der bestehende geldpolitische Rahmen versagt hat
- Basel II muss überarbeitet werden, da der bestehende Rahmen für die Regulierung der Geldinstitute versagt hat
- Krisenmanagement und die Reaktion von offizieller Seite ist nach wie vor suspekt, einschließlich der Ausfallmechanismen der Mitgliedsstaaten (d. h. Erstellung von Banken-Notfallplänen, „Living Wills“ für Länder)
- Mechanismen für den Ausstieg von Mitgliedsstaaten existieren bislang nicht

### **Politisch**

- Die Probleme zwischen Unilateralität auf der einen und Koordination auf der anderen Seite bleiben bestehen
- Politische Spannungen zwischen Deutschland und anderen Mitgliedsländern
- Demokratisches Defizit des Euroraums, wobei ein großer Teil der Wählerschaft wenig Interesse hat – oder sogar unumwunden dagegen opponiert
- Uneinigkeiten innerhalb der EZB zwischen dem derzeitigen und dem wahrscheinlich künftigen Präsidenten
- Sozialer Widerstand gegen die Strukturreform

### **Marktbezogen**

- Finanzierungsprobleme bei den traditionellen Kreditgebern („Senior Banks“) und Staatsanleihen in der gesamten Region, wobei die primären Anleihenmärkte für viele Tier-2-Emittenten weiter versperrt sind
- Die graduelle Einschränkung der Kreditvergabe an Länder der europäischen Peripherie wird durch Kapitalbeschaffungsprobleme im gesamten Gebiet verschärft
- 4–5 Billionen Euro Schulden in den falschen Händen in falscher Größe

## Staatsanleihen

- Drastischer Anstieg der Staatsverschuldung und der strukturellen Defizite in Spanien, Irland, Großbritannien und den USA
- Gesamtverschuldung in Griechenland, Italien usw. immer noch zu hoch (>100 % Bruttoverschuldung/BIP)
- Nicht gesicherte und unkonsolidierte Rentenverpflichtungen (vor allem in Frankreich), die die Gesamthöhe der Verschuldung kleiner erscheinen lassen könnten. Man schätzt, dass in Frankreich Rentenansprüche von bis zu 330 % des BIP bestehen, die nicht durch einen Kapitalstock gesichert sind.

## Strategisch

- Früher Ansatz der geldpolitischen Straffung in Deutschland – eine Maßnahme, die in dieser Phase nicht erforderlich ist. Das könnte die Fähigkeit des stärksten Landes beschränken, den Wirtschaftsaufschwung der vergangenen zwölf Monate weiter fortzusetzen

## Privatsektor

- Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit unter den größten Ländern der Eurozone
- Bis zu 200 Mrd. Euro noch nicht erkannter potenzieller Verluste spanischer Banken bei ihren Darlehen an Entwicklungs- und Baufirmen (aus Beteiligungen in Höhe von 445 Mrd. Euro)
- Anhaltende Auflösung irischer Banken, die sich maßlos übernommen haben

## Fazit

- Die Politik wiegt die Banken in der Region weiter in Sicherheit und drängt kaum darauf, das Eigenkapital zu erhöhen. Insbesondere sieht Europa angesichts eines Kapitalbedarfs von nur 3,5 Mrd. Euro heute sehr viel sicherer aus als die USA im Mai 2009, was nicht stimmen dürfte.
- Die Belastungstests beziehen sich nur auf die Habenseite der Bilanz. Allerdings stellt die nicht getestete Sollseite zweifellos ein ebenso großes Problem dar.
- In einem seiner eher euphorischen Momente sagte das CEBS: „Das Ergebnis sollte nicht als Anlass zur Selbstzufriedenheit gesehen werden.“ Kann man wohl sagen!
- Das CEBS geht davon aus, dass künftige weitere Stresstests folgen

**Wir wissen immer noch nicht, wie stark die einzelnen europäischen Banken bei hypothekarisch besicherten Wertpapieren und anderen Banken engagiert sind. Der Ausschuss europäischer Bankenaufseher (CEBS) sollte nach den ersten Schritten am 23. Juli in puncto Transparenz noch sehr viel weiter gehen.**

**Sollte einer der größeren Staatsanleihenmärkte der Peripherie (Spanien, Italien, Belgien) Probleme bei der Refinanzierung bekommen, die von politischer Seite nicht schnell behoben werden können, bleibt das europäische Bankensystem nach wie vor ein potenzielles Pulverfass mit fremdfinanzierten Investitionen in Staatsschulden, was nicht ganz risikofrei ist.**

Europa ist auch nicht die einzige Problemregion in Sachen Bankentransparenz. Laut Bloomberg liegen die Gesamtverluste asiatischer Banken aus der gesamten Kreditkrise seit 2007 bei knapp 42 Mrd. US-Dollar, die weltweite Gesamtsumme beträgt nahezu 1,8 Billionen US-Dollar. Vielleicht ist Europa nicht die einzige Region, in der Anleger genauer hinschauen sollten, an wen sie Geld verleihen.

**Anhang 1**

- Der Gesamtverlust aus den staatlichen Schocks beläuft sich im Test auf 67,2 Mrd. Euro. Das scheint für ein Krisenszenario sehr optimistisch zu sein

**Tabelle 2: Bewertungsabschläge auf Staatsanleihen, wie im Stresstest zugrunde gelegt**

Land	Wertabschläge in %
Belgien	6,9
Deutschland	4,7
Finnland	6,1
Frankreich	6,0
Griechenland	23,1
Irland	12,8
Italien	7,4
Luxemburg	6,9
Malta	6,4
Niederlande	5,2
Österreich	5,6
Portugal	14,1
Slowakei	5,0
Slowenien	4,2
Spanien	12,0
Zypern	6,7
Dänemark	5,2
Großbritannien	10,2
Polen	12,3
Schweden	6,7
Tschechische Republik	11,4
<i>Andere EU-Länder ohne Euro</i>	11,8
<i>EU-Durchschnitt</i>	8,5

Quelle: Stresstest-Szenarien

**Wichtiger Hinweis:**

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Jamie Stuttard, Leiter European and UK Fixed Income, und Roger Doig, Analyst für Unternehmensanleihen, und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar.

**Nur für professionelle Anleger und Berater.** Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen. Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.