

# Schroders Talking Point



## Europas Bevölkerungswandel: Probleme und Möglichkeiten

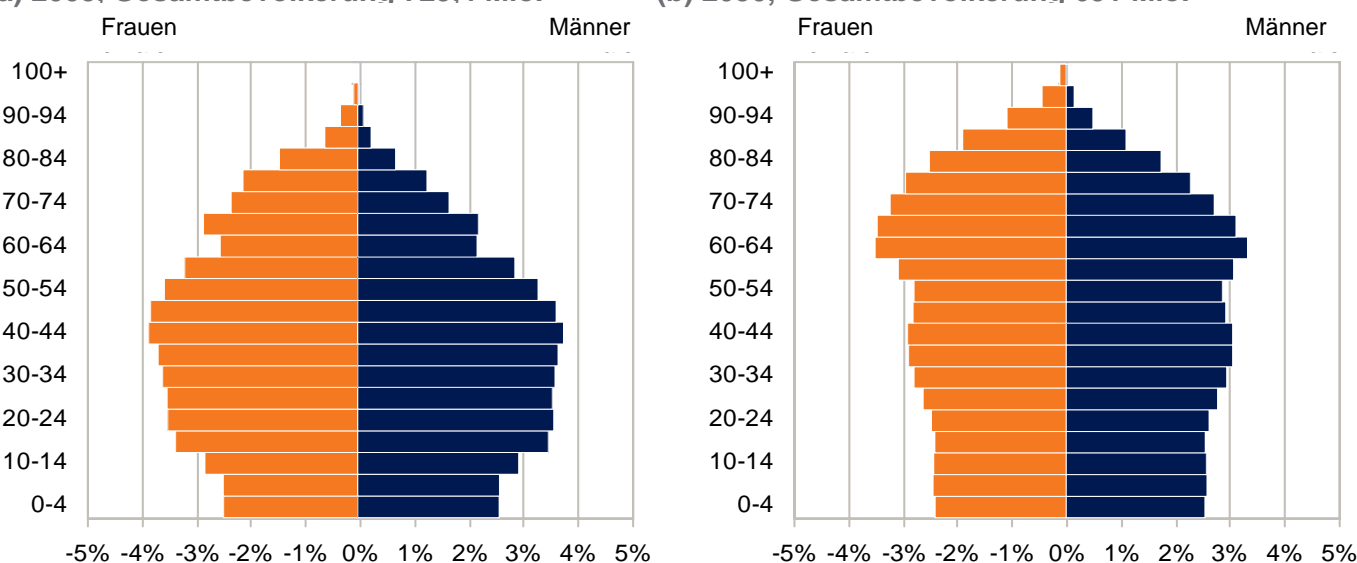
**Katherine Davidson, Research Associate Global and International Equities**  
**Virginie Maisonneuve, Leiterin Global and International Equities**

Europa ist der „älteste“ Kontinent der Welt, und seine Bevölkerung wird in den kommenden 10 bis 15 Jahren schrumpfen. Dabei nimmt die arbeitende Bevölkerung bereits ab 2010 ab. Noch 1900 machten die über 65-Jährigen in der westeuropäischen Bevölkerung wie seit mehreren Jahrhunderten davor nur rund 5 % der Bevölkerung aus.<sup>1</sup> Bis zum Jahr 2005 hat sich diese Zahl auf 17,3 % mehr als verdreifacht – und im Jahr 2050 dürften fast 30 % der Bevölkerung über 65 Jahre alt sein.<sup>2</sup> Die nachstehenden Bevölkerungspyramiden machen diesen dramatischen Wandel der Altersstruktur deutlich.

**Abbildung 1: Bevölkerungspyramiden für Europa**

**(a) 2005, Gesamtbevölkerung 729,4 Mio.**

**(b) 2050, Gesamtbevölkerung 691 Mio.**



Quelle: UN World Population Prospects, 2008 Revision.

Diese Zahlen sind im Prinzip nicht neu, dennoch sollten wir uns die Frage stellen: Wie stark und wie voraus-sagbar wird Europa altern? Wir wissen, dass die Bevölkerungsdaten für die Wirtschaft nichts Gutes verheißen. Aber in welchem Maß und auf welchen Wegen stellen sich diese Entwicklungen ein? Können wir noch etwas dagegen unternehmen und vor allem aber: **Wie viel Grund zur Sorge besteht für uns?**

<sup>1</sup>Coleman (2001), *Replacement migration, or why everyone is going to have to live in Korea.*

<sup>2</sup>UN World Population Prospects (2008).



**Schroders**

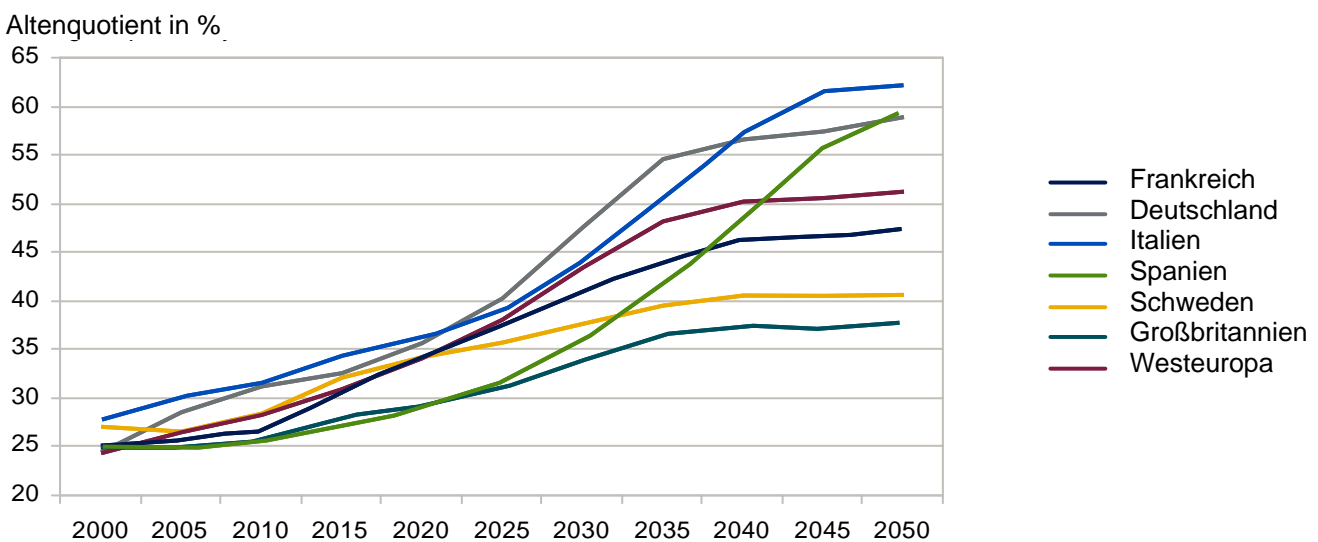
Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

## „Europa“ als Analyseeinheit

Vorweg Vorbehalt: Analysten neigen dazu, demografische Entwicklungen jeweils nach Regionen zu betrachten. Das ist zwar mit Blick auf Raum und Kohärenz erforderlich, verschleiert aber wichtige Unterschiede auf Ebene der einzelnen Länder. Zum Beispiel geht man davon aus, dass sich der Altenquotient in Westeuropa zwischen 2005 und 2050 fast verdoppelt. Doch dabei handelt es sich nicht um ein echtes „Ergebnis“, sondern vielmehr um die Summe verschiedener nationaler Entwicklungen, wie aus Abbildung 2 zu ersehen ist. Derzeit liegen die Altenquotienten in der gesamten Region relativ nahe beieinander. Doch 2050 werden sie von Land zu Land erheblich differieren: von 38 % in Großbritannien bis über 62 % in Italien. Die Abweichungen werden noch größer, wenn man unsere Analyseeinheit auf die Europäische Union und Europa im Ganzen ausweitet. Dabei erreichen die meisten Staaten aus der ehemaligen Sowjetunion und Ex-Jugoslawien bis 2050 Alternquotienten von 40 bis 50 %, während die Türkei bei unter 30 % bleibt.

### Abbildung 2: Altersabhängigkeitsquotienten in ausgewählten westeuropäischen Ländern

Heute stehen in Westeuropa einem Rentner etwa 4 Personen im erwerbsfähigen Alter gegenüber (Quotient von ca. 25%), 2050 werden es nur noch 2 Personen sein (Quotient von ca. 50%)



Quelle: UN World Population Prospects (2008).

Ein weiterer wichtiger Punkt: Die demografischen Projektionen stellen eher vorsichtige Schätzungen als unweigerliche oder unbedingt wahrscheinliche Ergebnisse dar. Die meisten Journalisten und Investoren beziehen sich auf die Projektionen der UN, die Mittelwert und Varianz von Annahmen der Geburtenraten darstellen. Diese Zahlen sind nichts anderes als die Einschätzung der UN für wichtige Parameter. Wenn wir uns danach richten, sollten wir uns stets bewusst sein, dass die erwarteten Alterungsergebnisse nur so gut sind wie die zugrunde liegenden Projektionen und Annahmen in Bezug auf die Bevölkerung.

## Gründe für den demografischen Wandel

Demografische Entwicklungen werden durch drei wesentliche Faktoren bestimmt: Sterblichkeit, Geburtenrate und Migration. Die Alterungspyramide kann einerseits „von oben“ her bestimmt werden durch sinkende Sterblichkeitsraten (aufgrund von Verbesserungen der medizinischen Versorgung, Ernährung, Hygiene usw.), andererseits auch „von unten“ durch Rückgang der Geburtenrate (durch wirtschaftliche Entwicklung, besseren Zugang zu Verhütungsmitteln, Berufstätigkeit bei Frauen usw).<sup>3</sup>

Heute ist die Alterung der Bevölkerung in Europa fast vollständig auf dauerhafte Veränderungen der Sterblichkeit zurückzuführen: Die Sterblichkeitsraten gehen selbst bei den sehr alten Bevölkerungsteilen jährlich um 1 bis 2 % zurück. Doch es ist der Faktor Geburtenrate, und seine Implikationen, mit dem sich die abweichenden Bevölkerungsaussichten in den verschiedenen europäischen Ländern besser erklären lassen, etwa

<sup>3</sup>Coleman (2001), siehe oben.

warum die Geburtenrate im Süden auf niedrigstem Niveau liegt, in den Niederlanden, in Dänemark, Großbritannien und Frankreich aber relativ hoch ist. Eine der wichtigsten Erklärungen dafür scheint die hohe Arbeitslosigkeit zu sein, wobei hier vor allem die hohe Jugendarbeitslosigkeit in den Mittelmeerländern zu nennen ist. Das, gekoppelt mit der Inflation der Immobilienpreise und einem unterentwickelten Wohnungsmarkt, führt dazu, dass junge Leute später von zu Hause ausziehen, heiraten und Kinder bekommen. Die Unflexibilität des Arbeitsmarktes und die geringe soziale Sicherheit machen es Frauen zudem schwer, Arbeit und Kinder unter einen Hut zu bringen.<sup>4</sup>

In vielen Staaten lassen sich die deutlichen Rückgänge der Geburtenrate auch mit politischen Entwicklungen in Verbindung bringen. Spanien beispielsweise rechnet in den kommenden 40 Jahren mit einem drastischen Wandel der Altersstruktur. Grund dafür ist der Niedergang des Franco-Regimes, dessen geburtenfördernde Politik durch eine passive Politik und ein Minimum an sozialer Absicherung abgelöst wurde.<sup>5</sup> Ähnliche Veränderungen fanden in den Staaten statt, die ehemals zur Sowjetunion und Jugoslawien gehörten.

## Die wirtschaftlichen Folgen der Bevölkerungsalterung

Bevor wir uns mit den politischen Vorschlägen beschäftigen, sollten wir uns zunächst die Frage stellen, ob Bevölkerungsstabilisierung und -rückgang zwangsweise unerwünscht sein müssen. Ein Schrumpfen der Bevölkerung trägt positiv zu den Problemen der Überbevölkerung bei und erleichtert den Umweltschutz. Die Infrastruktur und der Wohnungsmarkt werden entlastet, und die Arbeitslosigkeit geht potenziell zurück. In Wirklichkeit müssen wir uns über demografische Entwicklungen – gleich ob Zuwachs oder Rückgang – nur insofern Sorgen machen, als sie unser Bruttoinlandsprodukt und unseren Lebensstandard bedrohen.

Tatsächlich kommen fast alle Studien zu dem Schluss, dass der Bevölkerungswandel die Wirtschaft schwächt. Zunächst einmal drückt eine alternde Bevölkerung auf das Wirtschaftswachstum. Das BIP ist abhängig von Beschäftigung und Produktivität. Daher wird es schwieriger, ein wirtschaftliches Wachstum zu erzielen, wenn die arbeitende Bevölkerung abnimmt. Die OECD geht davon aus, dass das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf 2050 um 18 % niedriger sein wird, als es bei einem konstanten Altenquotienten gewesen wäre.<sup>6</sup> Die Europäische Kommission ihrerseits schätzt, dass das potenzielle BIP-Wachstum in der EU von heute etwa 2,4 % jährlich auf 1,3 % im Jahr 2060 zurückgehen wird.<sup>7</sup>

Zweitens wird sich das Altern der Bevölkerung deutlich in den Staatshaushalten bemerkbar machen, wenn es hier keine wesentlichen Steuerreformen gibt. Die Kosten für Renten, Gesundheitsversorgung und langjährige Pflege dürften bis 2060 einen Durchschnitt von 28 % des BIP erreicht haben. Das entspricht einer Steigerung von 4,7 Prozentpunkten gegenüber den Zahlen von 2007.<sup>8</sup> Der IWF kam kürzlich zu der Einschätzung, dass sich die Steuerbelastung der aktuellen Finanzkrise (unter Berücksichtigung der Steuerpakete, der Unterstützung der Finanzbranche und automatischen Stabilisierungsfaktoren) in Kapitalwert ausgedrückt auf unter 11 % der voraussichtlichen altersbedingten Ausgaben beläuft (vgl. Abb. 3).<sup>9</sup>

Langfristig wirkt sich der Druck, der von unten auf die Ausgaben der öffentlichen Hand ausgeübt wird, unweigerlich auf die Finanzierungssalden und die Staatsverschuldung aus. Eine neuere Studie der OECD weist darauf hin, dass die Ausgaben für die Altersversorgung allein den Finanzierungssaldo im Schnitt um 3,3 % des BIP belasten, in Spanien gar um volle 8 %.<sup>10</sup> In einem Land, das ein kleines, aber dauerhaftes Budgetdefizit hat, könnte die Verschuldung bis 2050 auf über 400 % des BIP steigen.<sup>11</sup> Ebenso geht der IWF davon aus, dass die durchschnittliche Staatsverschuldung in den G20-Staaten bis 2050 bei über 300 % des BIP liegen wird (vgl. Abb. 3).<sup>12</sup> Da 60 % allgemein als die maximale „tragbare“ Verschuldung gesehen werden<sup>13</sup>,

<sup>4</sup>Kohler, Billari and Ortega (2006), *Low Fertility in Europe: Causes, Implications and Policy Options*.

<sup>5</sup>Grant et al (2004), *Low Fertility and Population Aging*.

<sup>6</sup>OECD (2001), *Trends in Immigration and Economic Consequences*.

<sup>7</sup>European Commission (2009), *The 2009 Ageing Report*. Die Projektionen basieren auf der Annahme, dass das Produktivitätswachstum langfristig zu 1,1 % jährlich tendiert.

<sup>8</sup>Ebd.

<sup>9</sup>MF (2009), *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*.

<sup>10</sup>OECD (2001), *Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending*.

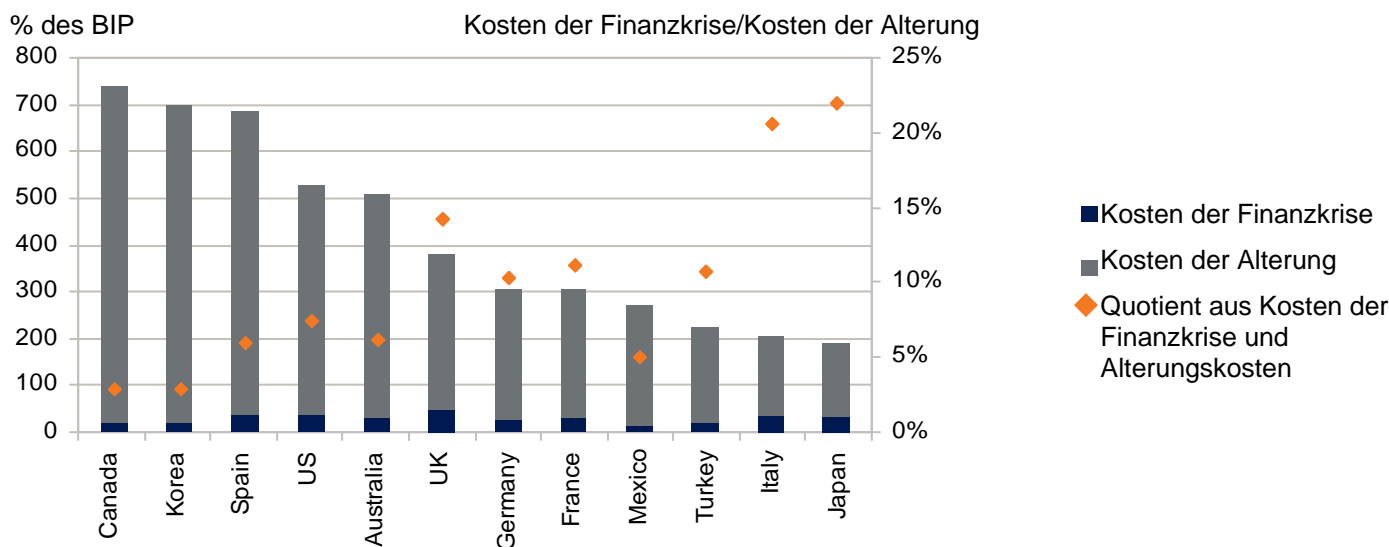
<sup>11</sup>Auf Grundlage der Mittelwerte der OECD. Dabei wird von einem nachhaltigen, nicht alterungsbedingten Primärdefizit von 1 %, einer Nettoverschuldung von 55 % des BIP und einem jährlichen Wachstum von 1,9 % ausgegangen.

<sup>12</sup>IMF (2009), siehe oben.

<sup>13</sup>Das ist offensichtlich Diskussionsache, doch die Europäische Kommission, die OECD und der IMF haben stets die Zahl von 60 % genannt.

könnten die eskalierenden Schulden Angst vor einem Staatsbankrott auslösen – eine Angst, die von selbst zur Realität werden könnte, wenn niemand bereit ist, weitere Schuldverschreibungen zu kaufen.

**Abbildung 3: Kapitalwert der steuerlichen Folgen der Finanzkrise und der Bevölkerungsalterung**



Source: IMF (2009).

**Politische Reaktionen der Länder auf die demografische Entwicklung**

Leider kann es keine „Lösung“ geben für die Probleme, die sich aus der Alterung und dem Rückgang der Bevölkerung ergeben, ohne noch einmal auf hohe Sterbe- oder Geburtenraten zurückzukommen. Erstere sind keine Option, also müssen wir nach Wegen suchen, die Geburtenrate zu steigern. 44 % der europäischen Länder haben heute eine implizit oder explizit „geburtenfreundliche“ Politik (gegenüber nur 21 % in den 1970ern).<sup>14</sup> Frankreich bietet eines der am stärksten intervenierenden politischen Pakete: Das Land lockt mit äußerst attraktiven Steuervergünstigungen für Familien ab drei Kindern, großzügigen Elternurlaube, einem guten Kinderbetreuungsangebot und 800 Euro „Babybonus“.<sup>15</sup> Das Ergebnis: Die Geburtenrate in Frankreich gehört zu den höchsten in Europa – trotz der Tatsache, dass dieses Land als erstes von sinkenden Geburtenraten betroffen war.

Doch insgesamt ist die Wirksamkeit geburtenfreundlicher politischer Maßnahmen umstritten. Erstens ist Bevölkerungspolitik von Natur aus eine langfristige Angelegenheit. Hier lassen sich kurzfristig keine positiven Ergebnisse erzielen. Es dauert mindestens 15 bis 20 Jahre, bevor sich eine Änderung der Geburtenrate auf die arbeitende Bevölkerung auswirkt – und eine ganze Generation lang, bevor sie beim Altenquotienten spürbar wäre.<sup>16</sup> Hierin nicht berücksichtigt ist der Effekt des „negativen Moments“, wobei die unter der Bestandserhaltung liegende Geburtenrate zu immer weniger potenziellen Eltern führt. Auch dann, wenn sich die Geburtenrate verbessert, wird also die Bevölkerung weiter schrumpfen. Zweitens sind geburtenfördernde politische Maßnahmen – entweder in Form von finanziellen Anreizen oder verbesserter sozialer Absicherung – teuer. Das könnte, wenn es erfolgreich ist, den Altenquotienten kurzfristig sogar noch erhöhen. Und drittens: Wenn sich die Sterberate weiterhin verbessert oder stabilisiert, während die Geburtenrate zunimmt, haben wir am Ende ein nicht tragbares Bevölkerungswachstum, was seine eigene Probleme mit sich bringt.

<sup>14</sup>Kohler et al (2006), siehe oben.

<sup>15</sup>Paul Betts for the FT (2009), *France’s baby boom a secret weapon to save economy*.

<sup>16</sup>Bermingham (2001), *Immigration: Not a Solution to Problems of Population Decline and Aging*.

## Kann Zuwanderung Europa retten?

Angesichts der Nachteile der geburtenfreundlichen Politik kommt man wieder auf die Zuwanderung als potenzielle Lösung für Europas demografische Malaise zurück. In einer Grundsatzarbeit zu dem Thema hat die UN errechnet, dass die 15 EU-Staaten bis 2050 ca. 674 Millionen Einwanderer bräuchten, um ihr heutiges Altersverhältnis zu erhalten. Europa insgesamt bräuchte 1.357 Millionen Menschen, also etwa die gesamte heutige Bevölkerung Chinas!<sup>17</sup> In Italien, dem Land mit dem größten Alterungsproblem in der EU, müsste die Bevölkerung von 57 Millionen auf 194 Millionen anwachsen, um den Altenquotienten halten zu können. Bis 2050 wäre dann jedoch nur noch jeder fünfte Einwohner des Landes Italiener!<sup>18</sup>

Diese Projektionen werden a) von hypothetischen Zielen abgeleitet, die keinen Anspruch auf einen Optimalzustand haben, und stützen sich b) auf ein Modell, das auf einfachen und fragwürdigen Annahmen beruht. Dennoch sind sie immer noch nützlich, um eine Vorstellung von der Größenordnung des Problems zu vermitteln. Die Zahl der Einwanderer, die erforderlich wäre, um eine Überalterung der Bevölkerung in Europa zu verhindern, ist außerordentlich hoch. Und dazu muss man bedenken, wie hoch die Widerstände gegen die jetzige Zuwanderung schon sind.

## Politische Möglichkeiten abseits der Demografie

Auch wenn es keine unmittelbar umsetzbare demografische Lösung für das Alterungsproblem in Europa gibt, so existieren dennoch Möglichkeiten, die negativen Folgen der Bevölkerungsüberalterung zu mildern und unter Kontrolle zu halten. Zunächst einmal wäre es möglich, das BIP-Wachstum zu steigern, indem die Beschäftigungszahlen oder die Produktivität (Ergebnis pro Arbeitnehmer) erhöht werden.

Auch in Zeiten des Bevölkerungsrückgangs lässt sich die Beschäftigung durch Steigerung der Aktivitätsraten der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter erhöhen. Zum Beispiel durch Umschulungen für Langzeitarbeitslose, um berufliche Mobilität zu erhöhen, durch eine Umstrukturierung des Sozialsystems, um die Initiative von Arbeitslosen zu fördern, und es Frauen zu erleichtern, Kindererziehung und Beruf miteinander zu verbinden. Außerdem kann man das gesetzliche Rentenalter oder zumindest das *effektive* Rentenalter heraufsetzen, das derzeit in Großbritannien bei rund 58 Jahren liegt. Durch Erschweren der Frühverrentung, Abschaffen steuerlicher Motivationsbremsen für arbeitende Ruheständler und Verbot von altersdiskriminierenden Arbeitsgepflogenheiten könnten Europas geburtenreichere Länder das Alterungsproblem kurzfristig in den Griff bekommen, ohne zu viele Opfer in puncto Sozialleistungen erbringen zu müssen.<sup>19</sup> Das Problem dieses Ansatzes besteht darin, dass er eine einmalige Maßnahme darstellt, deren Effekte nicht über 2025 hinausgingen.<sup>20</sup>

Produktivität wird zum beherrschenden Wachstumsmotor, wenn sich die Beschäftigungszahlen stabilisieren oder zurückgehen. Und selbst relativ bescheidene Produktivitätssteigerungen könnten die schädlichen Folgen der Überalterung deutlich mindern. Doch auch wenn sich die Arbeitsproduktivität als Folge der verbesserten Kapitalausstattung ganz natürlich steigern dürfte, gibt es empirische Nachweise dafür, dass politische Maßnahmen hier wenig ausrichten können. Die meisten Verbesserungen bleiben im Vagen und sind ein schwer zu bemessender Teil des Gesamtfaktors Produktivität, die folglich meist nur in Zusammenhang mit dem technischen Fortschritt gesehen wird.

Darüber hinaus kann der Staat die Steuerlast, die durch die Alterung entsteht, mildern. Staatliche Renten sind der größte Einzelfaktor bei den altersbedingten Ausgaben, und die meisten EU-Mitgliedsstaaten haben bereits zögerliche Schritte auf dem Weg zu einer Rentenform unternommen. Aber die Rentenbeitragsätze sind schon jetzt relativ hoch, und die erforderlichen Rentensenkungen wären politisch nicht durchsetzbar. Die wahrscheinlichste Politik besteht daher künftig darin, die private Altersvorsorge durch flankierende Zweite- und Dritte-Säulen-Programme weiter zu fördern. Der andere große altersbedingte Kostenfaktor – die medizinische Versorgung – könnte durch mehr Effizienz und strengere Preiskontrollen bewältigt werden. Je länger die Politik hier zögert, desto weniger bekommt sie die öffentlichen Finanzen später in den Griff. Doch die gewählten Regierungen stehen hier vor einem Problem der zeitlichen Inkonsistenz, da Sozialreformen und Steuererhöhungen die Ergebnisse für zukünftige Generationen zu Lasten der *jetzigen* Wähler verbessern würden. Das erweist sich im derzeitigen wirtschaftlichen und politischen Klima als besonders problematisch.

<sup>17</sup>UN Population Division (2000), *Replacement Migration*. Zahlen für Europa enthalten Russland.

<sup>18</sup>Bermingham (2001), wie oben.

<sup>19</sup>Coleman (2001), wie oben.

<sup>20</sup>Ebd.

## Folgen für Anleger

Der demografische Wandel muss nicht in eine Katastrophe münden, wenn rechtzeitig geeignete politische Maßnahmen und Reformen eingeleitet werden. Trotzdem dürften die Wirtschafts- und Sozialstrukturen Europas in Zukunft wohl deutlich anders aussehen. Was bedeutet das für Anleger?

Mit dem Altern der Bevölkerung ändert sich die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen. Ältere Menschen geben einen größeren Teil ihres Einkommens für Nahrungsmittel aus, und sie geben gesünderen Produkten und lokalen Erzeugnissen den Vorzug gegenüber Fast Food und Restaurants. Sie investieren weniger in Kleidung, Möbel und Unterhaltung, dafür aber mehr in häusliche Hilfe, Bücher und Energie. Während ältere Leute weniger die öffentlichen Verkehrsmittel nutzen und deutlich weniger Autos kaufen, sind sie die wichtigsten Abnehmer von Pauschalreisen und Kreuzfahrten. Es versteht sich von selbst, dass die Gesundheitsbranche von der alternden Bevölkerung deutlich profitiert, während der Bildungssektor zu den Verlierern gehört. Lebensversicherer, Vermögensverwalter und Finanzberater sind ebenfalls gut aufgestellt, da die staatlichen Rentenreformen die private Altersversorgung fördern.

Auf breiterer Ebene wird es Veränderungen im allgemeinen sozioökonomischen Umfeld geben. Die jüngeren Generationen müssen länger und mehr arbeiten, um ihre Altersversorgung zu finanzieren, da die staatlichen Rentenprogramme knapper werden. Auch wenn das gesetzliche Rentenalter nicht über die aktuellen Ziele hinaus angehoben wird, werden viele aus unserer Generation länger berufstätig sein, da der Staat sich gegen eine frühe Verrentung stellen und Anreize schaffen wird, um über 65-Jährige zu längerer Berufstätigkeit zu motivieren. Es wird die Zeit kommen, wenn auch wahrscheinlich nicht im derzeitigen Umfeld, wo wir die immer höheren Kosten für die Stabilisierung der Staatsverschuldung tragen müssen. Diese Entwicklungen bestimmen nicht nur die Prognosen für das Wirtschaftswachstum, sondern auch den Standard und die Qualität unseres persönlichen Lebens. Sie sollten uns daher beschäftigen: persönlich wie beruflich.

## Fazit

Unsere Analyse zeigt, dass es nicht „die Lösung“ für das Problem der alternden Bevölkerung in Europa gibt. Der Lebensstandard und die historischen BIP-Wachstumszahlen lassen sich nicht halten ohne extreme Zuwanderung und einen nicht nachhaltigen und außergewöhnlich hohen Zuwachs der Geburtenraten. Die Situation lässt sich durch europäische Expansion nicht verbessern, da die meisten Länder in Mittel- und Osteuropa eine ebenso schlechte oder gar noch schlechtere demografische Entwicklung vor sich haben wie die EU-15-Staaten. Und sogar der Beitritt der Türkei würde nur eine geringe Verbesserung bedeuten. Kurzum: Ja, wir sollten uns Gedanken über die demografische Entwicklung Europas machen.

Allerdings gibt es Möglichkeiten, mit dem Bevölkerungswandel fertig zu werden und die wirtschaftlichen Ergebnisse zu verbessern – besonders in Ländern mit einer relativ hohen Geburtenrate (zwischen 1,7 und 2). Eine Kombination aus Struktur- und Steuerreform sollte die meisten Volkswirtschaften in die Lage versetzen, sich einer alternden Bevölkerungsstruktur mit minimalem Verlust an sozialen Leistungen anzupassen. Die gute Nachricht dabei ist: Dahingehende politische Maßnahmen werden bereits umgesetzt und von Regierungen in ganz Europa aktiv berücksichtigt – auch wenn die Reformen angesichts des politischen Widerstands und der Wirtschaftskrise langsam vorstatten gehen.

Anleger müssen sich der wahrscheinlichen Folgen sowohl des demografischen Wandels wie auch der politischen Maßnahmen bewusst sein, um mit den Veränderungen Schritt zu halten. Eine Folge der europäischen Bevölkerungsentwicklung: Die kompetente Titelauswahl wird immer wichtiger und aktives Vermögensmanagement immer wertvoller. Vor allem die Fähigkeit, mittel- bis langfristige Überlegungen zum Wachstum von Unternehmen erstellen zu können und dabei die Interaktion zwischen zyklischen makroökonomischen Faktoren und zeitlichen demografischen Trends zu verstehen, ist entscheidend, um nachhaltig zu investieren und überdurchschnittliche Wertentwicklungen zu erzielen.

**Wichtiger Hinweis:**

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Katherine Davidson, Research Associate Global and International Equities, und Virginie Maisonneuve, Leiterin Global and International Equities, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management 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. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. 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.