

Wirtschaft Schweiz

Einwanderung: Entlastung für die Altersvorsorge?

- Die kontinuierliche Zunahme der Lebenserwartung und die damit verbundene schleichende Überalterung der Bevölkerung stellen unsere Altersvorsorge vor immer grössere Herausforderungen.
- Eine anhaltend hohe Immigration kann die bevorstehenden finanziellen Herausforderungen im Schweizer Altersvorsorgesystem zwar lindern, keinesfalls jedoch vollständig beheben.
- Selbst bei bei anhaltend hoher Einwanderung sollten daher Reformen, welche die sich abzeichnende Schiefelage im Schweizerischen Altersvorsorgesystem beheben, schnell und entschlossen eingeleitet werden.

Dass die überstrapazierten Vorsorgesysteme der alternden Industrieländer mit einer hohen Immigration von jungen Menschen - zumeist aus „demografisch“ jungen Schwellenländern - vor dem finanziellen Kollaps bewahrt werden könnten, ist eine These, welche in öffentlichen Debatten immer wieder auftaucht. Wir wollen für den Fall der Schweiz dieser Frage auf den Grund gehen. Zuerst schauen wir die Problematik aus einer realwirtschaftlichen Optik an, also mit Blick auf die realen Verhältnisse und Leistungen zwischen den Generationen. Danach betrachten wir die finanzielle Dimension. Wir hinterfragen auf welche finanziellen Mechanismen unsere Altersvorsorge baut und in wiefern sich diesbezüglich Bevölkerungswachstum und Immigration entlastend auswirken.

Realwirtschaftliche Betrachtung

Zwei wesentliche Faktoren stehen hinter der Überalterung unserer Gesellschaft. Erstens die stark gesunkene Geburtenrate. Gegenwärtig bringt eine Frau in der Schweiz im durchschnitt noch 1,5 Kinder zur Welt, 1970 waren es noch 2,1, was – ohne Immigration – für eine Stabilisierung der Bevölkerung über lange Zeit ausreicht. Bei lediglich 1,5 Kinder pro Frau sinkt hingegen die Bevölkerung gezwungenermassen über Zeit. Gegenwärtig ergibt sich aufgrund der hohen Geburtenraten in den 50er und 60er Jahren eine sehr ungünstige demografische Alterspyramide. Zweitens steigt die Lebenserwartung vor allem dank des medizinischen Fortschritts kontinuierlich. Diese beiden Faktoren führen dazu, dass das Verhältnis von Personen im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre) zu Personen im Rentenalter (über 64 Jahre) kontinuierlich sinkt. Heute entfallen auf eine Person im Rentenalter knapp vier Personen im erwerbsfähigen Alter (Abbildung 1). zum Vergleich: 1960 waren es noch knapp sechs Erwerbspersonen, die für eine Person im Rentenalter aufkommen mussten.

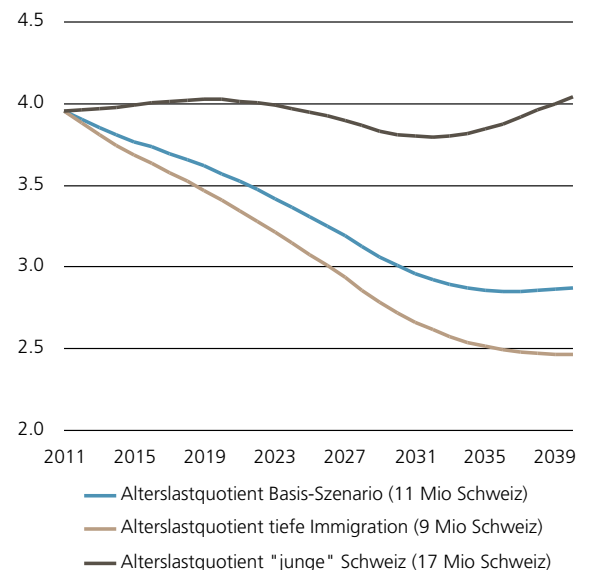
Daniel Kalt, Regional CIO Switzerland, UBS AG
daniel.kalt@ubs.com

Sibille Duss, economist, UBS AG
sibille.duss@ubs.com

Elias Hafner, economist, UBS AG
elias.hafner@ubs.com

Abbildung 1: Alterslastquotient in verschiedenen Immigrations- resp. Bevölkerungsszenarien

Anzahl Personen im erwerbsfähigen Alter (15-64 J.) pro Person im Rentenalter (über 64 J.)



Quelle: BfS, UBS

In unserem Basisszenario (s. Abbildung 1) gehen wir davon aus, dass Geburtenrate sowie Nettoimmigration so weiter laufen wie über die letzten zehn Jahre. Dann sinkt der Alterslastquotient bis 2040 auf unter drei. 2040 wird also ein Rentner durch nur noch drei Personen im Erwerbsfähigen Alter getragen. Bereits in diesem Szenario wird die Schweizerische Bevölkerung von heute rund 8 Mio. Einwohner wegen der anhaltend hohen Immigration auf 11 Mio. Einwohner ansteigen.

Wenn - wie im zweiten von uns analysierten Szenario - die Bevölkerung der Schweiz bis 2040 die Grenze von 9 Mio. nicht überschreiten soll, müssten die heute verzeichneten Immigrationszahlen spürbar sinken. In diesem Fall sinkt jedoch der Alterslastquotient noch weiter und unterschreitet gegen 2040 die Marke von 2,5. Ein Rentner müsste dann zu diesem Zeitpunkt von zweieinhalb Personen im Erwerbsalter getragen werden, was eine massiv höhere "reale" Last darstellt.

Im dritten Szenario analysieren wir, was geschehen würden, wenn der Alterslastquotient auf dem heutigen Niveau von 4 stabilisiert werden soll, wenn also weiterhin vier Personen im Erwerbsalter für einen Rentner aufkommen sollen. In diesem Fall müsste die Immigration fast verdoppelt werden und die Schweizer Bevölkerung würde bis 2040 auf 17 Mio. Einwohner ansteigen. Ein derart dramatisches Bevölkerungswachstum hätte natürlich gravierende Konsequenzen für Raumplanung und Infrastruktur und ist aus heutiger Optik kein realistisches Szenario.

Schon diese einfachen Simulationsanalysen zeigen, dass es praktisch unmöglich sein wird, die schleichende Überalterung der Bevölkerung mittels Bevölkerungswachstum und Immigration aufzuhalten. Eine Analyse der Altersstruktur der eingewanderten Personen zeigt ausserdem, dass sich das Altersprofil der Immigranten seit der Einführung der Personenfreizügigkeit mit der EU kaum verändert, ja aus einer Demografie-Optik sogar leicht „verschlechtert“ hat (siehe Abbildung 2). Von 1992 bis 2001 kamen mehr junge Menschen in die Schweiz als nach 2001. Das Altersprofil ab 2001 zeigt mehr Einwanderer im Alter ab 35 Jahre, hingegen weniger Jugendliche als vor 2001. Insgesamt kann somit aus diesen Überlegungen der Schluss gezogen werden, dass eine hohe Immigration die demografischen Alterungseffekte in der Schweiz zwar mildern, jedoch kaum wird aufhalten können.

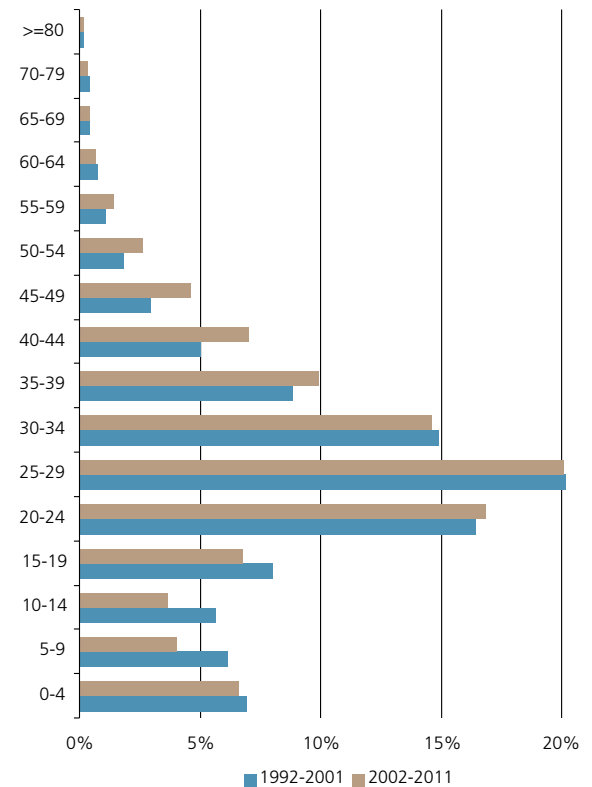
Finanzielle Betrachtung

Auch auf der finanziellen Ebene unserer Altersvorsorgesysteme zeigt sich die zunehmende Überalterung der Gesellschaft. Neben der steigenden Langlebigkeit, wirken sich die seit der Jahrtausendwende extrem tiefen Renditen an den Anlagemärkten zunehmend negativ auf die finanzielle Situation der Altersvorsorge aus. Bei der Frage, inwiefern sich eine höheres Bevölkerungswachstum infolge hoher Immigration auf die Nachhaltigkeit unserer Altersvorsorge auswirken, ist zwischen den zwei Säulen zu unterscheiden: die erste Säule mit AHV/IV, die nach dem Umlageverfahren finanziert wird und die zweite Säule der Pensionskassen, die mittels Kapitaldeckungsverfahren finanziert werden.

Grundsätzlich kann eine höhere Immigration eher bei der ersten Säule für eine gewisse finanzielle Entlastung sorgen, denn beim Umlageverfahren werden die Renten der Bevölkerung im Ruhestand direkt über Transferzahlungen von der aktiven Bevölkerungsschicht getragen. Hier dürfte eine hohe Immigration von jungen, gut ausgebildeten Arbeitskräften eine gewisse Entlastung bringen. Aber wie schon im ersten Abschnitt erläutert, dürfte eine anhaltend hohe Immigration lediglich eine leichte Entlastung bringen. So zeigen Simulationen zur Entwicklung des AHV-Ausgleichsfonds^[1], dass selbst eine erhöhte Einwanderung die vollständige Ero-

Abbildung 2: Altersstruktur der Einwanderer in die Schweiz

%-Verteilung der Einwanderer nach Altersklassen



Quelle: BFS, UBS

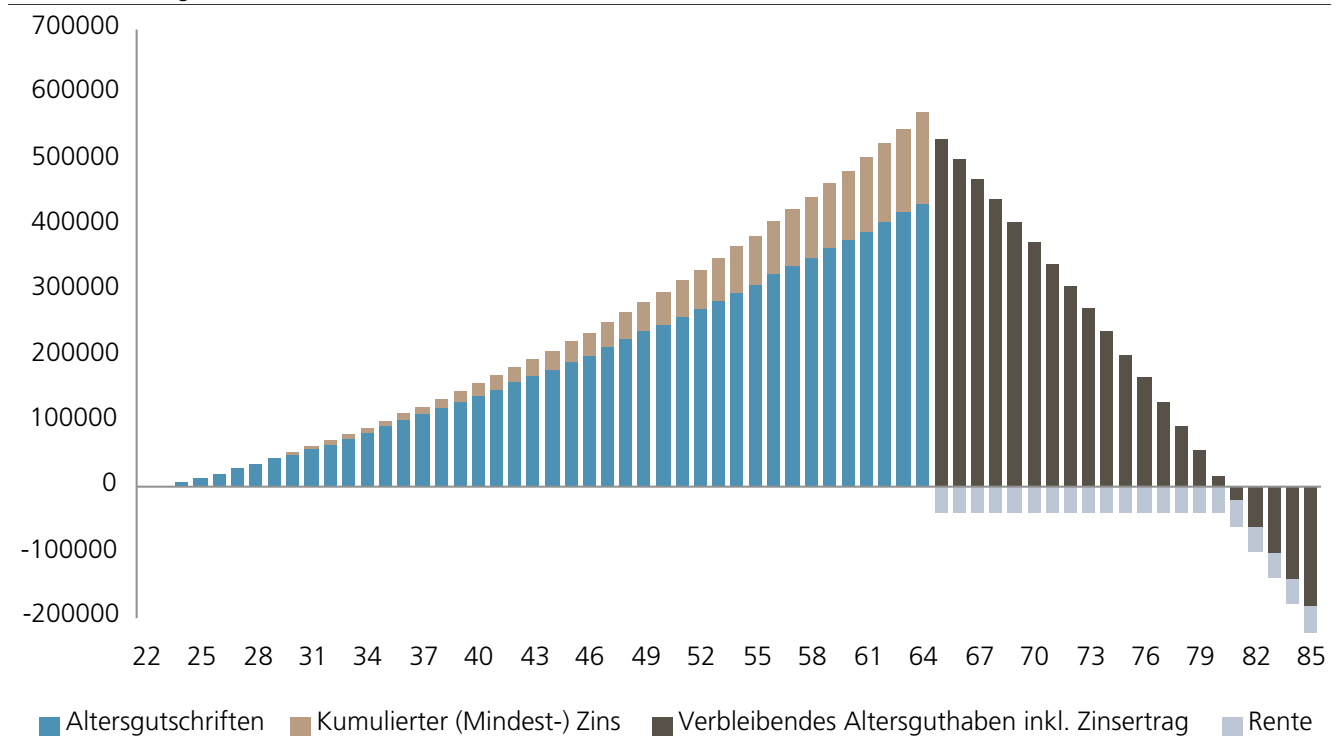
sion der im AHV-Ausgleichsfonds enthaltenen Mittel bis 2025 lediglich um zwei, allenfalls vier Jahre hinauszögern kann.

Die finanziellen Ungleichgewichte in der zweiten Säule (BVG) sind mittels höherer Immigration noch weit weniger abwendbar als diejenigen in der ersten Säule. Dies hat damit zu tun, dass die zweite Säule durch das Kapitaldeckungsverfahren finanziert wird, wie das in Abbildung 3 schematisch aus Optik eines einzelnen Versicherten für das BVG-Obligatorium dargestellt ist^[2]. In unserem Beispiel betrachten wir einen Lohnbezüger, der mit 20 Jahren ein Jahreseinkommen von 58'000 CHF verdient und danach sein Einkommen jährlich um 1'000 CHF steigern kann. Die jährlich von Arbeitgeber und Arbeitnehmer entrichteten Beiträge kumulieren sich über Zeit in Form von Altersgutschriften und zusätzlich der jährlichen Mindestverzinsung von 1,5% bis zum 64. Altersjahr zu einem Alterskapital von gut 500'000 CHF. Dieses wird beim Eintritt ins Pensionsalter zum Umwandlungssatz von künftig 6,8% in eine lebenslange Rente umgewandelt. Das nach jährlicher Ausschüttung der Rente verbleibende Alterskapital wird weiterhin mit dem Mindestzinssatz von 1,5% verzinst.

Das strukturelle Problem wird in der Grafik klar verdeutlicht. Da die durchschnittliche Restlebenserwartung im Alter von 65 Jahren heute bei über 20 Jahren liegt, beziehen die Rentenbezüger im Durchschnitt deutlich mehr Kapital als sie effektiv angespart haben. Im hier dargestellten Fall, "überzieht" der Versicherte bei einer durchschnittlichen Rentenbezugsdauer von 20 Jahren sein Kapital von 570'000 CHF um massive 180'000 CHF. Bei anhaltend tiefer Verzinsung wird somit die zweite Säule schleichend ausgehöhlt. Es müssten zur Wiederherstellung des finanziellen Gleichgewichts entweder der Umwandlungssatz deutlich gesenkt oder das Rentenalter stark erhöht werden. Auch eine Kombination von tieferem Umwandlungssatz und höherem Rentenalter kann die Situation nachhaltig entschärfen.

Abbildung 3: Simulationsbeispiel für einen Versicherten im BVG-Obligatorium

Verlauf des Alterguthabens im Zeitablauf (in CHF)



Quelle: UBS: CIO WM Research (Publikation "Das Vorsorgesystem der Schweiz", 21.9.2012)

Wie erwähnt, kann ein höheres Bevölkerungswachstum infolge hoher Immigration gegen die dargestellten strukturellen Problem in der zweiten Säule nur wenig Abhilfe schaffen. Eine stärkere Einwanderung könnte allenfalls die durchschnittliche Altersstruktur der Pensionskassen leicht verbessern, wodurch künftige Sanierungsmassnahmen in der zweiten Säule auf mehr Schultern verteilt würden. Dies darf jedoch keine Entschuldigung dafür sein, die dringend notwendigen Reformen im Bereich der Altersvorsorge auf die lange Bank zu schieben.

Fazit

Insgesamt kommen wir zum Schluss, dass eine anhaltend hohe Immigration die bevorstehenden finanziellen Herausforderungen im Schweizer Altersvorsorgesystem zwar lindern, keinesfalls jedoch vollständig beheben können. Selbst bei bei anhaltend hoher Einwanderung sollten daher Reformen, welche die sich abzeichnende Schiefelage im Schweizerischen Altersvorsorgesystem beheben, schnell und entschlossen eingeleitet werden.

Quellenverzeichnis

[1]Avenir Suisse (Sept. 2011): <http://www.avenir-suisse.ch/10146/ahv-szenario-nach-wunsch/>

[2] „Das Vorsorgesystem der Schweiz“, UBS CIO WM Reserach, 21.9.2012

Global Disclaimer

UBS CIO WM Research wird produziert durch Wealth Management & Swiss Bank und Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (UBS) oder einer ihrer Tochtergesellschaften. In bestimmten Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (hiervon ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS und ihre verbundenen Unternehmen beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche oder Divisionen von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren. UBS AG und andere Konzerngesellschaften von UBS (oder Mitarbeiter derselben) können jederzeit für die erwähnten Wertpapiere eine Kauf- bzw. Verkaufsposition einnehmen oder als Auftraggeber bzw. Mandatsträger auftreten oder dem Emittenten dieser Wertpapiere bzw. einer mit einem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Gesellschaft Beraterdienste oder andere Dienstleistungen zukommen lassen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbeschränkungen ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von UBS oder einer Konzerngesellschaft von UBS weder reproduziert noch vervielfältigt werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Dokuments an Dritte. UBS ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Dokuments resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Erstellung der Chief Investment Office-Konjunkturprognosen erfolgte in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Externe Vermögensverwalter/Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieser Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder einen externen Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder dem externen Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise ihnen diese zur Verfügung zu stellen. **Australien:** 1) **Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd:** Diese Mitteilung wird durch UBS Wealth Management Australia Ltd. an Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt: Diese Publikation enthält ausschliesslich allgemeine Informationen und/oder allgemeine Beratung und stellt keine persönliche Beratung zu Finanzprodukten dar. Somit wurde der Inhalt dieser Publikation ohne Berücksichtigung der Anlageziele, der finanziellen Situation und der finanziellen Bedürfnisse eines bestimmten Empfängers formuliert. Vor jedem Anlageentscheid sollte ein Empfänger persönliche Beratung zu Finanzprodukten von einem unabhängigen Berater einholen und relevante Angebotsunterlagen (einschliesslich der Produktinformationen) prüfen, wenn der Erwerb von Finanzprodukten in Betracht gezogen wird. 2) **Kunden von UBS AG:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (937 Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt: Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig Firmenkunden zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS AG ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Belgien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach belgischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Belgium NV/SA zur Verfügung gestellt werden. UBS Belgium NV/SA ist eine lizenzierte Bank unter Aufsicht der «Commission Bancaire, Financière et des Assurances» (CBFA), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Dubai:** Der Vertrieb von Research erfolgt durch UBS AG Dubai Branch innerhalb DIFC ausschliesslich an professionelle Kunden und darf nicht innerhalb der Vereinigten Arabischen Emirate weitergegeben werden. **Frankreich:** Diese Publikation richtet sich an Privatkunden und "Prospects" der UBS (France) SA mit einem Aktienkapital von € 125.726.944, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670 und wird von dieser verteilt. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Banque de France» und der «Autorité des Marchés Financiers» stehende Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indonesien:** Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragen. **Italien:** Dieses Dokument wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 4 – Mailand, eine ordnungsgemäss von der «Banca d'Italia» als Finanzdienstleister zugelassene und unter der Aufsicht von «Consob» und der «Banca d'Italia» stehende italienische Bank, verteilt. UBS Italia war weder an der Erstellung dieser Publikation noch an den hierin enthaltenen Anlagenuntersuchungen und Finanzanalysen beteiligt. **Jersey:** UBS AG, Niederlassung Jersey, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS (Luxembourg) S.A., einer lizenzierten Bank unter der Aufsicht der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das nicht der Aufsicht der Comisión Nacional Bancaria y de Valores unterliegt und weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V. sichert keine Rendite zu. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot oder eine vergleichbare Anwerbung gemäss österreichischem Recht dar und wird nur unter Umständen verwendet, die keinem öffentlichen Angebot von Wertpapieren in Österreich entsprechen. Das Dokument darf nur vom direkten Empfänger dieser Informationen verwendet und unter keinen Umständen an einen anderen Anleger weitergegeben werden. **Singapur:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapore, einem «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. **Spanien:** Diese Publikation wird durch die UBS Bank, S.A., eine bei der «Banco de España» registrierte Bank, an Kunden der UBS Bank, S.A. verteilt. **UK:** Genehmigt von UBS AG, in Grossbritannien beaufsichtigt und autorisiert durch die «Financial Services Authority». Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird

Anhang

an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. **VAE:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt.
Stand 10/2012.

© UBS 2012. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.