



November 2019

CIO Special



Spitzenverschuldung
Tragfähigkeit und Folgen für Investments

Inhalt

01	Einleitung und Vorwort	S. 2
02	Erneuter Anstieg der Verschuldung <ul style="list-style-type: none">– Die Staatsverschuldung steigt seit den 1970er Jahren– Aus Privatverschuldung kann Staatsverschuldung werden	S. 4
03	Entmystifizierung der globalen Verschuldung <ul style="list-style-type: none">– Messung von Verschuldung und Schuldenlast– Folgen des Niedrigzinsumfelds– Eine Vielzahl von Faktoren spielt eine Rolle– Box: Die besondere Rolle der USA– Tragfähigkeit: Schlüsselfaktoren– Box: Historische Entwicklung der Verschuldung und Aufkommen der modernen Geldtheorie	S. 6
04	Schuldenfallen – und wie man ihnen aus dem Weg geht <ul style="list-style-type: none">– Sechs (gute und schlechte) Möglichkeiten zum Abbau der Verschuldung– Erfolgreiche Konsolidierungen von Staatsverschuldung– Wenn der Schuldenabbau schief geht	S. 13
05	Die Krux von heute: Geldpolitik und Verschuldung <ul style="list-style-type: none">– Folgen der extrem expansiven Geldpolitik– Markterwartungen an die Renditen– Niedrige Renditen und Wachstum	S. 15
06	Politische Besorgnisse <ul style="list-style-type: none">– Auch Bedarf an Steuer- und Deregulierungspolitik– Widersprüchlicher Druck und Prioritäten	S. 18
07	Folgen für Investitionen: Kein Warten mehr auf Godot <ul style="list-style-type: none">– Besorgnis vor einer „Japanisierung“– Anleihen: Zeit, die neue Realität zu akzeptieren– Neuausrichtung der Risiken und der zeitlichen Horizonte für Investitionen– Der Vorteil von Sachwerten– Aktien: Vom Sparer zum Investor	S. 19



Bitte nutzen Sie den QR-Code, um auf weitere CIO-Berichte von Deutsche Bank Wealth Management zuzugreifen.

01

Einleitung



Christian Nolting
Globaler CIO

Der chinesische Staatsmann Zhou Enlai soll auf die Frage nach dem Erfolg der Französischen Revolution von 1789 geantwortet haben, dass es „noch zu früh ist, dies festzustellen“. Diese kryptische Bemerkung erinnert an die Herausforderungen in Verbindung mit einem umfassenden historischen Überblick über die globale Finanzkrise, die „erst“ 2007-2008 ausbrach.

Die umfassenden Folgen der geldpolitischen Antwort der Notenbanken auf die Weltfinanzkrise sind noch gar nicht absehbar. Gewisse Befürchtungen zu Beginn der Quantitativen Lockerung (z.B. höhere Inflation) sind noch nicht eingetreten, aber andere Sorgen drängen nun in den Vordergrund. Dazu gehört insbesondere die steigende Verschuldung.

Höhere Schulden können nicht allein der Weltfinanzkrise angelastet werden. Die Staatsverschuldung steigt schon seit rund 50 Jahren, wobei ein klares Missverhältnis zwischen der Steigerung der Staatsausgaben und der Fähigkeit der Regierungen besteht, ihre Einnahmen zu erhöhen. In den letzten Jahren haben wir einen rasanten Anstieg der Gesamtverschuldung erlebt, und in einigen Volkswirtschaften wurde Privat- zu Staatsverschuldung.

Auch die Einstellung zur Verschuldung scheint sich gewandelt zu haben. Niedrigere Zinsen und damit die Kosten für den Schuldendienst hätten im vergangenen Jahrzehnt genutzt werden können, um Schulden abzubauen. Im Gegensatz dazu, und das liegt in der menschlichen Natur, wurden dadurch viele ermutigt, ihre Kreditaufnahme zu erhöhen. Begleitet wird dies durch immer mehr akademische Literatur (moderne Geldtheorie), die nicht ganz überzeugend damit argumentiert, dass die Verschuldung möglicherweise nicht das Problem ist, wenn deren Refinanzierung durch die Geldpolitik deutlich erleichtert wird.

Was sollen Anleger tun? Der erste Schritt besteht möglicherweise darin, persönliche Gefühle gegenüber Verschuldung außen vor zu lassen und anzuerkennen, dass uns hohe und steigende Schuldenniveaus wohl noch auf Jahre hinaus begleiten dürften. Dies erfordert eine kontinuierliche Neubeurteilung der Portfolios und eine Berücksichtigung der zeitlichen Horizonte und der gewünschten Risikoniveaus. Für Anleiheinvestitionen bedeutet dies, bei hochwertigen Anleihen nicht auf höhere oder positive Renditen zu warten, sondern ihre Vorteile in puncto Diversifizierung zu sehen – und Rendite anderswo zu suchen. Das aktuelle Umfeld kann auch die Argumente für Sachwerte stärken, sowohl direkt als auch über andere Anlageklassen (d.h. Aktien), was allerdings Folgen sowohl für das Risiko als auch für potenzielle Erträge haben kann. Wichtig ist nach wie vor, für alles gewappnet zu sein. Historische Lehren in Bezug auf Verschuldung und Schuldenmanagement weisen darauf hin, dass der vor uns liegende Weg holprig sein kann. Deshalb müssen wir lernen, wie wir in diesem Niedrigzinsumfeld erfolgreich sein können – und wie wir uns auf die Zukunft vorbereiten können. Dazu hoffen wir, in Form der vorliegenden Publikation einen wertvollen Beitrag liefern zu können.

Christian Nolting

Christian Nolting
Globaler CIO

Vorwort

Gerit Heinz

Globaler Chefanlagestrategie,
Deutsche Bank Wealth
Management

Helmut Kaiser

Investmentstrategie Europa,
Deutsche Bank Wealth
Management

Jim Reid

Leiter thematisches Research,
Deutsche Bank Research

Im vergangenen Jahrzehnt haben wir viele Hypothesen in Bezug auf die Wirtschaftspolitik neu überdacht, während die Zentralbanken gegen die globale Finanzkrise ankämpften. Traditionelle Erkenntnisse werden jetzt an einer neuen Front in Frage gestellt: Verschuldung.

Die konventionelle Erkenntnis besagt, dass, wenn die Verschuldung eines Landes einen gewissen Anteil am BIP übersteigt, die Situation instabil werden könnte.

Gerade angesichts der Höhenflüge der Verschuldung in zahlreichen Volkswirtschaften stellt sich daher die Frage, ob wir uns wirklich Sorgen machen müssen. Oder bedeuten die „auf sehr lange Sicht sehr niedrigen“ Zinsen, dass die alten Regeln nicht länger gelten?

In dieser Publikation, die wir zusammen mit unseren Kollegen von Deutsche Bank Research erstellt haben, erläutern wir, was wir aus der Schuldenhistorie lernen können – und wie sich die künftige Beziehung zwischen Regierungen und Zentralbanken in diesem Niedrigzins- und Niedriginflationsumfeld entwickeln kann.

Müssen wir uns Sorgen machen, dass die Verschuldung neue Spitzenwerte erreicht? Die Sorgen der Anleger sind eine Realität und die Tragfähigkeit des Schuldendienstes ist dabei der Schlüssel.

Tragfähigkeit des Schuldendienstes ist hier der Schlüsselbegriff. In der künftigen globalen Volkswirtschaft hängt dies entscheidend davon ab, dass die nominalen Renditen unter dem nominalen Wachstum des BIPs gehalten werden. Wenn damit ein neues Kapitel der finanziellen Repression eingeleitet wird, müssen Regierungen lernen, wie sie ihre Ausgaben mit scheinbar „kostenlosem Geld“ kontrollieren. Die Debatte beginnt damit, diese höheren Ausgaben durch breite Konzepte zu rechtfertigen, wie „Helikoptergeld“ oder „moderne Geldtheorie“, die, wie wir an anderer Stelle in dieser Publikation noch darlegen, ein breites Spektrum an Definitionen haben können.

Für den Investor ergeben sich daraus unmittelbare Sorgen und längerfristige Probleme in Bezug auf die letztendlichen Folgen höherer Schulden, möglicherweise höherer Inflation und größerer Zentralbankbilanzen. Daraus können aber auch neue Chancen entstehen, insbesondere bei Sachwerten. Mit diesen Themen befassen wir uns im Abschlusskapitel.

Erneuter Anstieg der Verschuldung

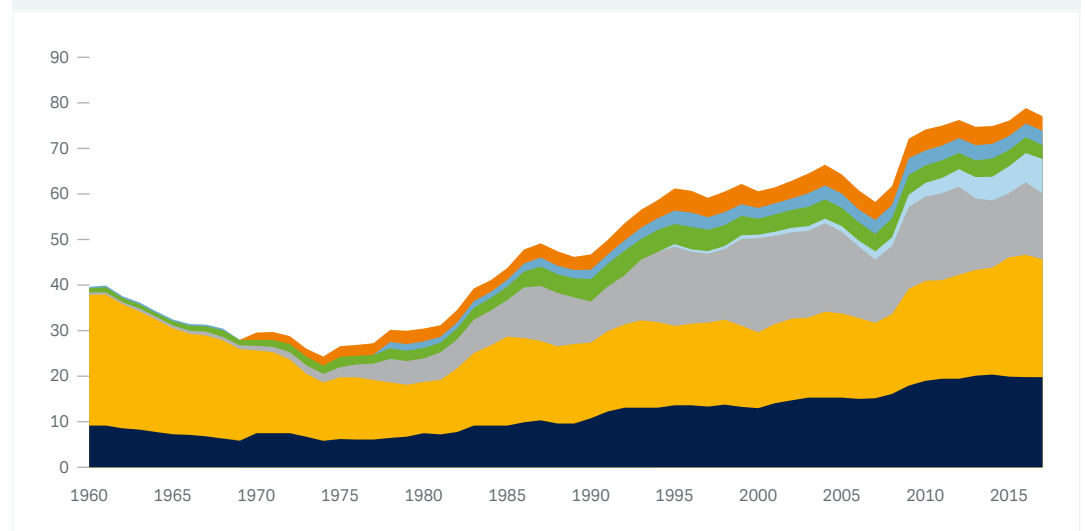
Die Staatsverschuldung steigt seit den 1970er Jahren

Die globale Staatsverschuldung ist seit der Weltfinanzkrise gestiegen und verzeichnet seit den 1970er Jahren einen eindeutigen Aufwärtstrend (Abbildung 1).

Nach dem Zweiten Weltkrieg gab es eine Zeit, in der es größeren Ländern gelang, ihr Verhältnis zwischen Verschuldung und BIP durch starkes nominales Wirtschaftswachstum zu reduzieren, wodurch auch ihre Steuereinnahmen Auftrieb erhielten. Doch nach den Wirtschaftskrisen der 1970er Jahre versuchten einige Länder, Wachstum durch staatliche Ausgaben zu stimulieren, die durch Neuverschuldung finanziert wurden, die rückblickend zu hohen Zinsen finanziert wurde. Die hohe Verschuldung Italiens, die für die italienischen Regierungen seit ihrem rasanten Anstieg in den 1980er Jahren eine Belastung war, ist hierfür ein hervorragendes Beispiel.

Abbildung 1: Globale allgemeine Staatsverschuldung im Verhältnis zum nominalen BIP (%)

Quelle: Deutsche Bank Research, IMF. Stand: 23. September 2019.



● Restliche Welt ● USA ● Japan ● China ● Italien ● Frankreich ● Deutschland

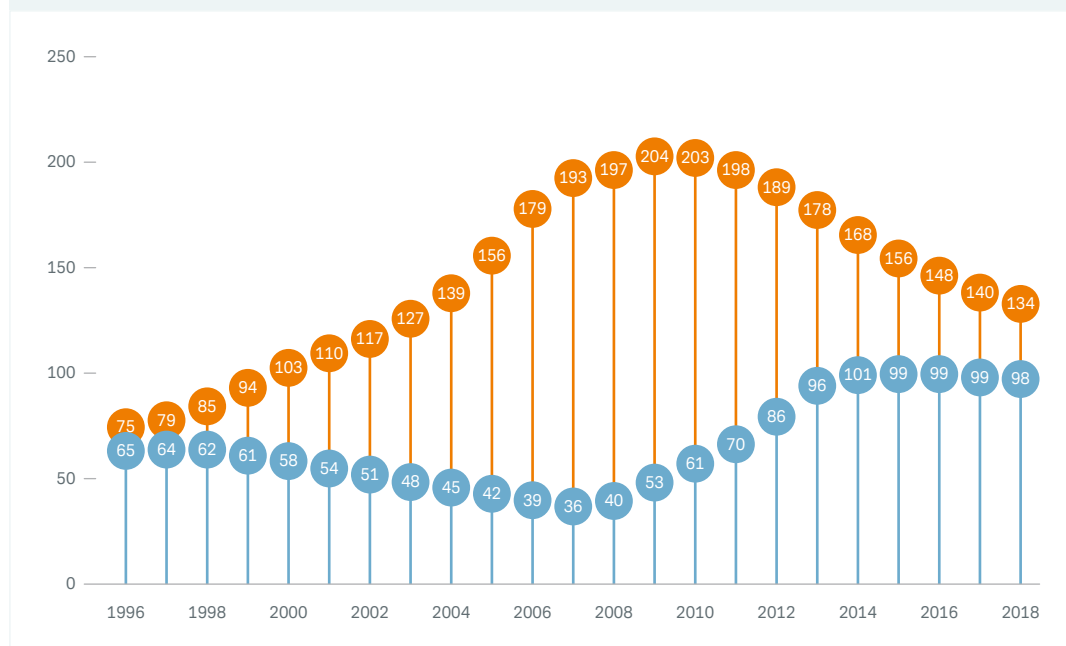
Aus Privatverschuldung kann Staatsverschuldung werden

Die Weltfinanzkrise hat allerdings gezeigt, dass allein die Ausrichtung auf Staatsverschuldung irreführend sein kann. Wenn der Privatsektor hoch verschuldet ist und mit dem Schuldendienst kämpft (auf Grund von schwächerem Wirtschafts- und Lohnwachstum, Arbeitslosigkeit, steigenden Zinsen oder des Platzens einer Immobilienblase), kann die Privatverschuldung direkt oder indirekt in Staatsverschuldung überschwappen. Die Probleme des Unternehmenssektors können zu höherer Arbeitslosigkeit führen, die wiederum zu rückläufigen Steuereinnahmen und höheren Ausgaben für Sozialleistungen führt. Daneben können kreditspezifische Probleme im Bankensektor staatliche Subventionen für Banken erforderlich machen – und damit weitere Kosten verursachen. Genau das ist beispielsweise in Spanien passiert, wo die Verschuldung 2007 (vor der globalen Finanzkrise) bei unter 40% des BIPs lag. Inzwischen liegt diese bei fast 100% des BIPs.

Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Abbildung 2: Spanische Staats- und Privatverschuldung im Verhältnis zum BIP

Quelle: Weltbank, Eurostat. Stand: 30. September 2019.



- Verschuldung des Privatsektors (in % des nominalen BIPs)
- Generelle Staatsverschuldung (in % des nominalen BIPs)

Es gibt keine „Universallösung“

Nur wenigen Ländern ist es gelungen, die Staatsverschuldung seit der Weltfinanzkrise zu senken. Eine seltene Ausnahme bildet Deutschland. Während der Finanzkrise stieg das Verhältnis der Verschuldung zum BIP in Deutschland um fast 20 Prozentpunkte, liegt inzwischen aber wieder knapp unter dem Stand von 2007. Die rückläufige Haushaltsverschuldung im Verhältnis zum BIP in Deutschland (unterstützt durch niedrigere Renditen) hat direkt zu einer rückläufigen Gesamtverschuldung geführt, während der Rückgang der Verschuldung der Privathaushalte in Ländern wie Spanien oder den USA mit einer höheren Staatsverschuldung einherging. Endergebnis ist, dass in mehreren Industrieländern weltweit der Anteil der Staatsverschuldung am BIP bei über 100% liegt, wobei Japan das am höchsten verschuldete Land mit einem Verhältnis von 236% Ende 2017 ist. Dieses ist inzwischen sogar noch höher.

Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Entmystifizierung der globalen Verschuldung

Messung von Verschuldung und Schuldenlast

Verschuldung ist von jeher ein vollwertiger Bestandteil der globalen Wirtschaftsentwicklung – die ältesten uns vorliegenden Schuldenaufzeichnungen stammen aus dem alten Babylon. Aber die damit verbundenen Diskussionen können komplex sein und die zugrunde liegenden Probleme kaschieren: Wir müssen Verschuldung entmystifizieren.

Im Lauf der Geschichte war die absolute Höhe der Verschuldung die eine Seite der Medaille, ihre Finanzierbarkeit die andere. Die Verschuldung muss ins Verhältnis zum (potenziellen) Einkommen des Schuldners gesetzt werden. Für Volkswirtschaften ist es nützlich, das nominale BIP als Indikator hierfür zu verwenden, da dies eine Steuerquelle für Regierungen und eine persönliche Einkommensquelle für den Privatsektor ist. Das BIP ist auch ein Maß für Wohlstand und seine Berechnung ist in hohem Maß standardisiert.

Zu bedenken ist jedoch, dass Verschuldung per Definition ein nominaler Wert ist. Beim Vergleich des Wirtschaftswachstums verschiedener Volkswirtschaften wird das Realwachstum angesetzt, um Inflationseffekte herauszurechnen. Für die Berechnung des Verhältnisses von Verschuldung zum BIP ist allerdings das nominale Wachstum relevant. Dies erklärt, warum so oft gesagt wird, dass Inflation hilft, die Verschuldung niedrig zu halten. Das nominale BIP-Wachstum (d.h. einschließlich Inflation) hilft beim Abbau des Anteils der Verschuldung am BIP, so lange die Schulden nicht schneller wachsen als das BIP.

Der Anstieg der Verschuldung im Verhältnis zum BIP hängt sowohl vom Ausgabeverhalten als auch vom gezahltem Zins ab. Soweit die Zinszahlungen betroffen sind, spielen die absoluten Zinssätze eine Rolle, die in einigen Fällen in den Industrieländern inzwischen sogar negativ sein können. Natürlich ist bei der Betrachtung der Verschuldungskosten zu bedenken, dass umlaufende Anleihen durchaus noch höhere Zinsen mit sich bringen können, als was für in jüngerer Zeit ausgegebene Anleihen gezahlt wird. Die Renditen sind in den letzten Jahren auf Grund etlicher Faktoren gefallen, die nicht alle direkt miteinander zusammenhängen. Dazu gehören niedrigere strukturelle Wachstumsraten, hohe Ersparnisse im Verhältnis zu den Investitionen, rückläufige Inflation und ultra-expansive Zentralbanken im Nachgang zur Weltfinanzkrise (d.h. „Quantitative Lockerung“, Null- oder Negativzinspolitik usw.). Darauf gehen wir in Kapitel 4 näher ein.

Folgen des Niedrigzinsumfelds

Dennoch gilt: Wenn es keine Zinsen gibt, ist die Höhe der Verschuldung nicht relevant – so lange sie refinanziert werden kann. Im aktuellen Extremfall negativer Zinsstrukturkurven bei fast allen Laufzeiten in Volkswirtschaften wie Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz ist es sogar so, dass die Verschuldung rein mathematisch mit der Zeit abgebaut wird, wenn keine Neuverschuldung aufgenommen wird, wobei dies viele Jahre in Anspruch nehmen würde. (So würde es in Deutschland beispielsweise fast hundert Jahre dauern, bis die Nominalverschuldung halbiert wäre, selbst bei einer Rendite von -0,7% – der niedrigsten jemals erfassten Rendite für 10-jährige Bundesanleihen – und mit der Maßgabe, dass der primäre Haushaltssaldo bei null liegt und alle anderen Aspekte unverändert bleiben.)

Für gewöhnlich müssen natürlich Zinsen gezahlt werden und um den Zins zu bedienen ist es erforderlich, dass ein Land über einen so genannten primären Haushaltsüberschuss verfügt, d.h. dass die Einnahmen höher sind als die Ausgaben. (Dementsprechend bedeutet ein primäres Haushaltsdefizit, dass ein Land neue Schulden aufnehmen muss, um seine Ausgaben zu finanzieren). Der Gesamthaushaltssaldo wird als Primärsaldo plus Zinszahlungen definiert. Nur wenn dieser Saldo vor Zinsen positiv ist, ist eine Regierung in der Lage, die absolute Schuldenhöhe zu senken. Daher

Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

ist ein Überschuss des Primärhaushalts eine wesentliche Voraussetzung für die Tragfähigkeit der Verschuldung. Übrigens verzeichnen sowohl Griechenland als auch Italien solche Primärüberschüsse, trotz der oft negativen Diskussion über die Staatsfinanzen der beiden Länder.

Eine Vielzahl von Faktoren spielt eine Rolle

Wichtig ist die Feststellung, dass Verschuldung an sich weder positiv noch negativ ist. Wichtig ist allerdings auch, ob sie für Konsum oder für Investitionen verwendet wird, beispielsweise in Infrastrukturen, durch die das künftige BIP-Wachstum erleichtert werden soll, wenn die Ausgaben zielführend sind. Manchmal erhöhen Regierungen die Verschuldung vor allem, um den Konsum anzukurbeln, z.B. durch Rentenerhöhungen, um ihre Wähler zufrieden zu stellen. Dies kann zu Druck sowohl durch die politischen Instanzen (z.B. EU oder auch die Ratingagenturen) als auch durch die Kapitalmärkte selbst führen, wie wir beispielsweise im Falle Italiens und Griechenlands in der Finanzkrise feststellen konnten.

Interessanterweise kommen einige Länder lange Zeit mit hoher Verschuldung zurecht: das prominenteste Beispiel hierfür ist Japan. Auf der anderen Seite kämpfen Länder wie Argentinien immer wieder mit ihrem Schuldendienst, obwohl ihre Verschuldung relativ niedrig ist. Wichtig für Kapitalmärkte und Investoren ist nicht nur die absolute Schuldenhöhe. Auch andere Faktoren müssen berücksichtigt werden. Es macht einen Unterschied, ob ein Land bei seiner eigenen Bevölkerung oder bei ausländischen Gläubigern verschuldet ist. Letztgenannte haben eine schwächere Bindung an den Schuldner. Beispielsweise ist die Sparsamkeit der japanischen Bevölkerung konstant, das Land hat einen Leistungsbilanzüberschuss und ist infolgedessen Nettoexporteur von Kapital, verzeichnet gleichzeitig aber eine hohe Staatsverschuldung. Umgekehrt muss ein Land mit einem anhaltenden Leistungsbilanzdefizit konsequent ausländisches Kapital anziehen. Auch die Devisenreserven der Zentralbank spielen in diesem Fall eine Rolle, da nicht jedes Land sich selbst in seiner eigenen Währung refinanzieren kann. Diese Länder sind mit den wechselnden Präferenzen globaler Investoren sowie mit Währungsschwankungen konfrontiert.

Box 1

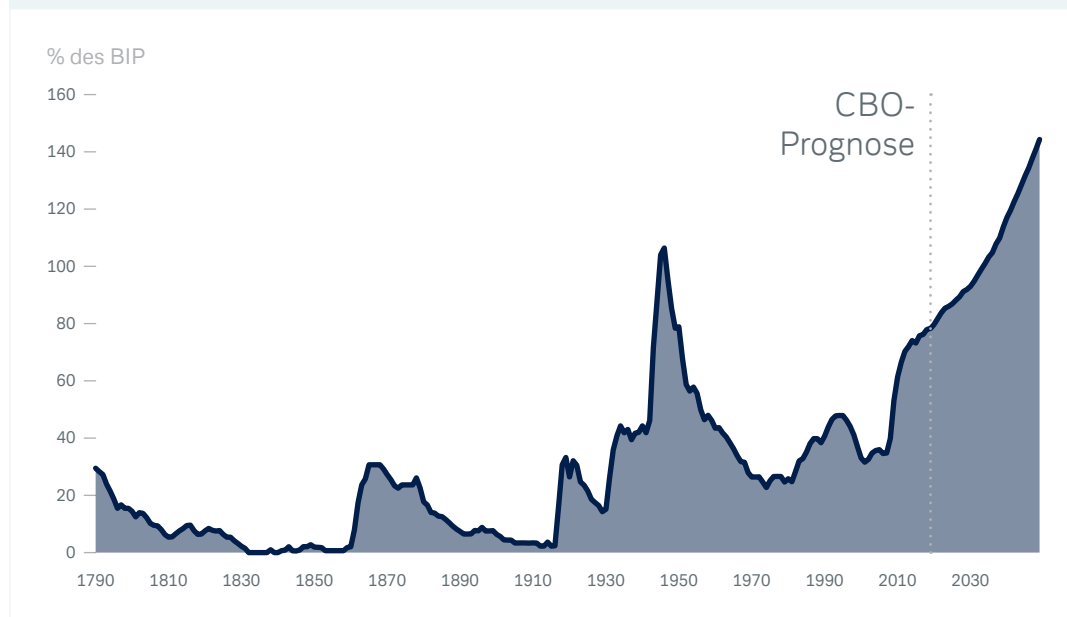


Die besondere Rolle der USA

Die USA nehmen eine einzigartige Position ein als Land, das immer höher verschuldet ist, ohne dass die Märkte deshalb abstrafen. Das chronische Leistungsbilanzdefizit und die steigende Staatsverschuldung, die mittlerweile 80% des BIPs erreicht (und weiter steigen dürfte, siehe Abbildung 3), verheißen nichts Gutes, aber die Fähigkeit der USA, sich selbst in ihrer eigenen Währung zu refinanzieren, die die führende internationale Reservewährung ist und daher weltweit nachgefragt wird, erleichtert das Schuldenproblem trotz negativer Trends – eine Kombination von Faktoren, die von dem bekannten US-amerikanischen Wirtschaftsprofessor Barry Eichengreen in seinem gleichnamigen Buch als „exorbitantes Privileg“ beschrieben wurden. Daneben ist von Vorteil, dass die USA Einfuhren in ihrer eigenen Währung fakturieren können. Ein Land, das sich in einer Fremdwährung refinanzieren muss, trägt das Wechselkursrisiko anstelle des Gläubigers.

Abbildung 3: Staatsverschuldung der USA in % des BIPs

Quelle: CBO, DB Global Research.



Tragfähigkeit: Schlüsselfaktoren

Was ist bei der Beurteilung der Tragfähigkeit – die wir vorstehend als Schlüsselfaktor identifiziert haben – relevant, wenn wir die Schuldenlast eines Landes betrachten? Die Höhe der Verschuldung spielt eine Rolle, aber auch wer die Verschuldung besitzt, sowie Währung und Laufzeit und ob eine Volkswirtschaft wächst oder nicht. Grundsätzlich geht es um die wahrgenommene Nachhaltigkeit der Verschuldung (kann sie zurückgezahlt oder zumindest refinanziert werden?), wobei die nachstehenden Faktoren besonders wichtig sind:

- 1 Real- und Nominalwachstum (das sich auf die Einnahmen auswirkt)
- 2 Auf die Verschuldung gezahlte Zinsen (z.B. primärer ggü. sekundärem Überschuss/Defizit)
- 3 Ausgaben (wie viel, wofür: Konsum oder Investitionen)
- 4 Wechselwirkung zwischen staatlicher und privater Verschuldung
- 5 Wer hält die Verschuldung eines Landes
- 6 Wie wird sie refinanziert (Laufzeit, Struktur usw.)

Die Geschichte zeigt, dass eine hohe Verschuldung besonders problematisch ist, wenn:

- 1 Das nominale Wachstum niedrig oder negativ ist
- 2 Rendite/Zinssätze über dem nominalen Wachstum liegen
- 3 Der primäre Haushaltssaldo negativ ist und der Finanzierungsbedarf/die Ausgaben hoch sind
- 4 Die demografische Entwicklung das Wachstum nicht unterstützt
- 5 Die Verschuldung für Konsum und nicht für Investitionen verwendet wird
- 6 Die Leistungsbilanz ein Defizit aufweist (so dass die Wirtschaft auf Kapitalimporte zurückgreift, um ihre Verschuldung zu refinanzieren)
- 7 Die ausstehende Verschuldung von ausländischen Investoren gehalten wird, die Geduld verlieren können und/oder kürzere Anlagehorizonte haben
- 8 Der Großteil der ausstehenden Verschuldung eine kurze Laufzeit hat
- 9 Auch die Privatwirtschaft hoch verschuldet ist

Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Es überrascht kaum, dass die meisten vorstehenden Kriterien Elemente der klassischen Schuldenkrisen in Schwellenländern in den 1980er Jahren (Argentinien) und den 1990er Jahren (Mexiko, Russland, Asien) waren und auch heute noch relevant sind (z.B. Venezuela und erneut Argentinien) und in den so genannten „Fragile 5“ (Brasilien, Indien, Südafrika, Indonesien, Türkei).

Weniger problematisch ist die Verschuldung, wenn:

- 1 Das nominale Wachstum über den Rendite-/Zinssätzen der ausstehenden Verschuldung liegt
- 2 Die Verschuldung für Investitionen und nicht für Konsum verwendet wird
- 3 Der primäre Haushaltssaldo positiv ist
- 4 Die Leistungsbilanz einen Überschuss aufweist
- 5 Die ausstehende Verschuldung von einheimischen Investoren mit einem längerfristigen Horizont gehalten wird
- 6 Die Laufzeit der ausstehenden Verschuldung lang ist
- 7 Die Privatwirtschaft nicht übermäßig verschuldet ist

Unter diesen Umständen besteht kein Grund, warum eine Regierung sich nicht verschulden sollte (so wie Unternehmen das tun), um ihre Kapitalrendite zu steigern – insbesondere wenn die Zinsen negativ sind und deutlich unter dem nominalen Wachstum liegen.

Auch zeigt die Geschichte, dass es durchaus Möglichkeiten gibt, um aus einer Schuldenfalle/-spirale herauszukommen, wie dem nächsten Kapitel zu entnehmen ist.

Box 2



Historische Entwicklung der Verschuldung und Aufkommen der modernen Geldtheorie

Die historischen Schuldentrends sagen viel über unser aktuelles Dilemma aus. Aus Abbildung 4 ist zu entnehmen, dass höhere Schuldenquoten in den entwickelten Ländern bis vor Kurzem mit Kriegszeiten assoziiert wurden. In Friedenszeiten ging die Verschuldung generell zurück. (Die Schuldentrends in Großbritannien, dessen Daten 300 Jahre zurückreichen, sind ähnlich, aber sogar noch akuter).

In den letzten Jahrzehnten jedoch wurden höhere Schulden in den meisten Ländern nicht durch den Bedarf zur Finanzierung externer Konflikte verursacht, sondern durch das Bedürfnis, bestimmte politische Ziele zu erreichen. Die Einnahmen hatten Mühe, mit den Ausgaben der gesellschaftlichen Entwicklung und des Wohlfahrtsstaates nach dem Zweiten Weltkrieg mitzuhalten, in dem eine deutlich größere Zahl von Wählern die Prioritäten vorgab. Hohe Schulden werden inzwischen als vollwertiger Bestandteil des Wirtschaftssystems gesehen und staatliche Anreize für eine Umschuldung im großen Maßstab sind begrenzt. Diese Einstellung könnte sich natürlich angesichts des wachsenden Schuldenbergs ändern. Doch vor dem Hintergrund niedriger und möglicherweise weiter sinkender durchschnittlicher Finanzierungskosten für die Verschuldung im aktuellen Zinsumfeld könnte es zu einer Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik im Zuge unkonventioneller Maßnahmen kommen.

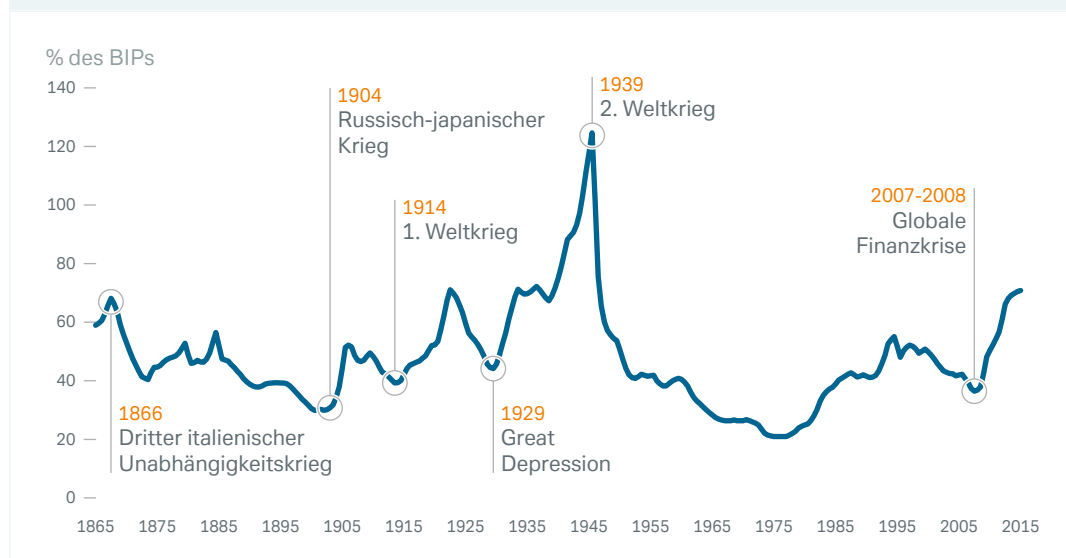
Die Folge ist, dass eine Welt des „Helikoptergeldes“, in der Zentralbanken Regierungen finanzieren, um (Nominal- oder Real-) Wachstum zu stimulieren, mittel- bis langfristig nicht mehr ausgeschlossen werden kann. Die aktuelle Lage hat auch zu Ideen für neue politische Konzepte geführt, in deren Mittelpunkt die „moderne Geldtheorie“ steht.

Beide Konzepte sind nicht ganz einfach zu definieren. „Helikoptergeld“ kann sich auf eine geldpolitische Expansion beziehen, die eine fiskalische Lockerung erleichtert (über niedrigere staatliche Finanzierungskosten). Oder es kann sich auf Bargeldtransfers von Zentralbanken an Regierungen beziehen (die Bank erhöht den Bargeldsaldo der Regierung als Gegenleistung für das Äquivalent einer Nullzins-Anleihe). „Helikoptergeld“ kann auch über „Haircuts“ implementiert werden (die Zentralbank senkt einseitig den Wert der von ihr gehaltenen staatlichen Bonds) oder durch Geldtransfers an die Haushalte (z.B. durch Ausgabe von Gutscheinen für den direkten privaten Konsum).

Die „moderne Geldtheorie“ verfolgt einen anderen Ansatz, um insgesamt ähnliche Ziele zu erreichen. Die traditionellen Rollen der Fiskal- und Geldpolitik werden umgedreht. Die Fiskalpolitik wird zum wichtigsten Hebel, um auf die Nachfrage Einfluss zu nehmen – nicht die Geldpolitik. Die Fiskalbehörde hält das Wachstum oder die Inflation durch Ausgaben oder Steuersenkungen auf Kurs; die Geldpolitik schafft Rücklagen, die diese Steuerausgaben begleiten. Staatsausgaben werden aber nicht mit dem Erfordernis verknüpft, durch Steuern und/oder Neuverschuldung finanziert zu werden. Die Zinsziele sind kein politisches Schlüsselement. Die „moderne Geldtheorie“ wird von einigen als Bestätigung der Keynes´ schen Wirtschaftspolitik gesehen (die den Schwerpunkt auf die staatlichen Ausgaben legt), aber viele Unterstützer der „modernen Geldtheorie“ argumentieren, dass sie ganz andere politische Möglichkeiten bietet. Kurzum: Die Geister scheiden sich. Klar ist aber, dass die Regierungen im Rahmen der „modernen Geldtheorie“ dazu bereit sein müssten, die politischen Zügel gegebenenfalls zu straffen – was, wie die Geschichte zeigt, schwieriger ist, als sie zu lockern.

Abbildung 4: Historische Verschuldung entwickelter Länder (Median, Stichprobe mit 12 Ländern)

Quelle: Deutsche Bank Research, GFD. Stand: September 2019.

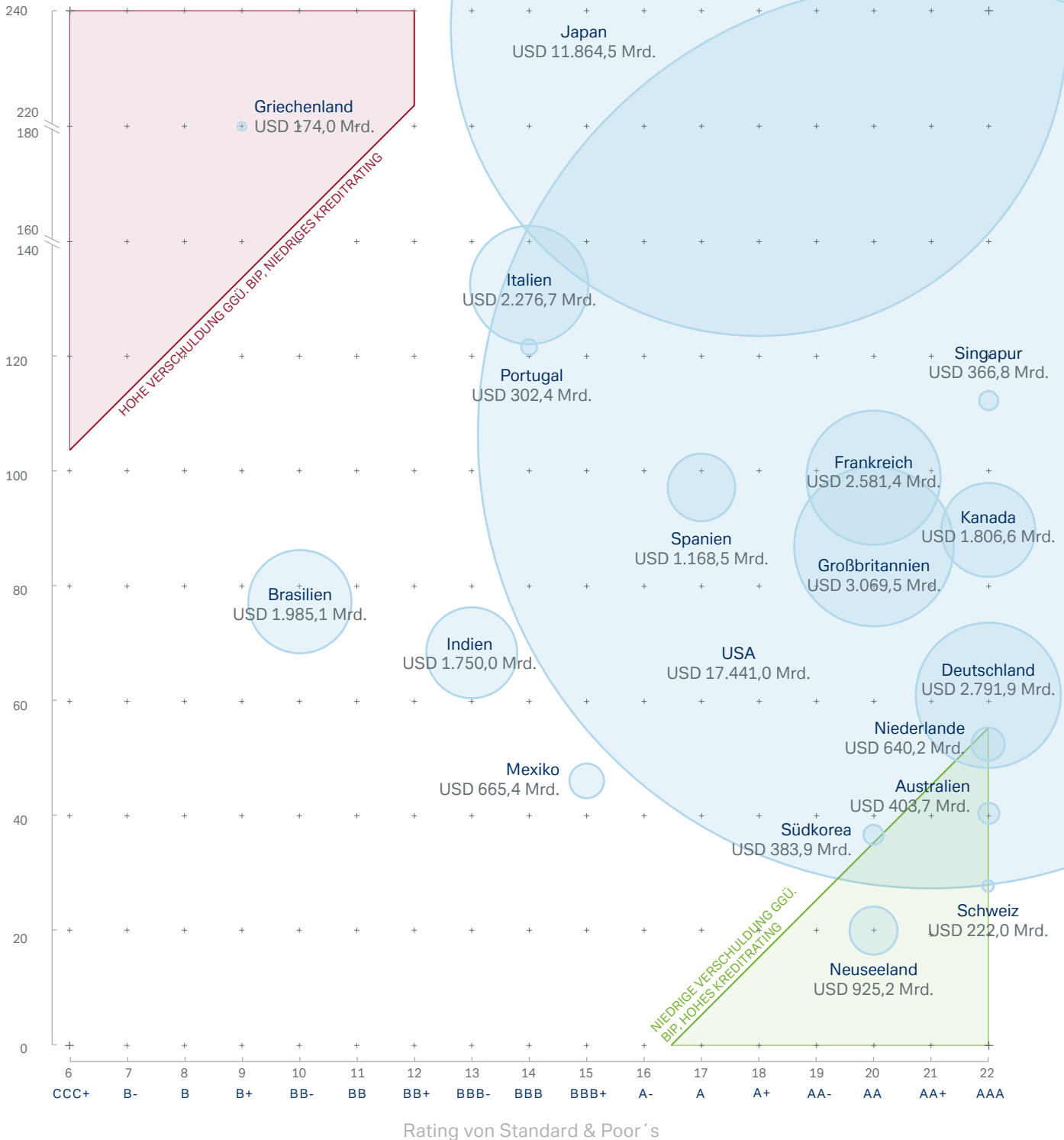


Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Anhäufung der Verschuldung

Aus nachstehender Übersicht wird die staatliche Bruttoverschuldung jedes Landes im Verhältnis zum BIP ersichtlich (per Ende 2018) verglichen mit dem Rating von Standard & Poor's (wobei AAA das höchste Rating ist und CCC auf ein hohes Ausfallrisiko verweist). Die Größe jedes Kreises bringt die Größe des Schuldenmarktes des Landes zum Ausdruck.

Staatsverschuldung
 BIP (in %)



Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

04

Schuldenfallen – und wie man ihnen aus dem Weg geht

Sechs (gute und schlechte) Möglichkeiten zum Abbau der Verschuldung

Wie vorstehend erläutert, geht es bei Verschuldung eher um ihr Verhältnis zum BIP und weniger um ihre absolute Höhe. Strategien zur Verringerung dieses Verhältnisses könnten daher entweder einen niedrigeren Zähler (Verschuldung), einen höheren Nenner (BIP) oder eine Kombination aus beidem anstreben. Da eine Volkswirtschaft ein interdegener Prozess ist, könnten bestimmte Maßnahmen beide Teile des Koeffizienten auf unerwünschte Weise beeinflussen.

Es gibt mehrere Möglichkeiten zur Verringerung der Schuldenhöhe. Zur Erreichung eines Haushaltsüberschusses könnte eine Regierung einfach die Ausgaben senken oder die Steuern erhöhen. Weder das eine noch das andere erfreut sich großer Beliebtheit und weil Regierungen auch immer an ihre Wiederwahl denken, tendieren sie oft dazu, Entscheidungen zu vermeiden, die zumindest von einem Teil ihrer Wähler abgelehnt werden. Hinzu kommt, dass beide Maßnahmen dem BIP selbst Schaden zufügen könnten. Beispielsweise haben staatliche Ausgabenkürzungen eine relativ direkte Auswirkung hierauf. Eine weitere Möglichkeit zum Abbau der Schulden ist die Gläubigerbeteiligung („bail-in“ mit dem Streichen bestimmter ausstehender Schulden), die sich negativ auf die künftige Fähigkeit eines Landes auswirken kann, Neuverschuldung aufzunehmen, insbesondere wenn es an überzeugenden wirtschaftlichen Perspektiven fehlt.

Damit gibt es grundsätzlich sechs Möglichkeiten, der Schuldenfalle zu entkommen:

- Wachstumsfördernde politische Maßnahmen (Reformen)
- Wachstum durch Produktivitätssteigerungen (nicht durch Regierungen veranlasst)
- Ausgabenkürzungen
- Maßnahmen zur Erhöhung der Einnahmen (d.h. Steuererhöhungen)
- Inflation
- Schuldenschnitte/Zahlungsunfähigkeit (d.h. „Bail in“ oder Gläubigerbeteiligung)

Abbildung 5: Beispiele für erfolgreiche Konsolidierungen von Staatsverschuldung

Quelle: Weltbank, Eurostat. Stand: 30. September 2019.

	Abschließendes Konsolidierungsjahr	Änderung des strukturellen Primärsaldos	Konsolidierungszeitraum (in Jahren)	Struktureller Primärsaldo im abschließenden Konsolidierungsjahr	Durchschnitt der jeweils folgenden fünf Jahre	Durchschnittliches BIP-Wachstum im Konsolidierungszeitraum
Irland	1989	20,0	11	4,4	3,6	3,1
Schweden	2000	13,3	7	3,8	1,1	3,5
Finnland	2000	13,3	7	7,1	3,7	4,5
Dänemark	1986	12,3	4	6,6	4,3	3,9
Griechenland	1995	12,1	6	4,8	4,1	1,0
Belgien	1998	11,1	15	6,7	6,1	2,3
Kanada	1999	10,4	14	5,6	3,2	2,8
Großbritannien	2000	8,3	7	2,9	-0,6	3,5
Japan	1990	8,1	12	2,7	-0,5	4,6
Italien	1993	7,9	8	3,0	4,0	2,1
Portugal	1985	7,5	4	2,6	0,3	0,7
Österreich	2001	5,8	6	2,2	0,7	2,7
USA	2000	5,7	8	3,7	-1,0	3,9
Deutschland	2000	5,3	9	3,5	-0,7	1,8
Deutschland	1989	5,3	10	2,7	-0,4	1,9
Spanien	2006	5,2	11	3,0	n/a	3,7

Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Erfolgreiche Konsolidierungen von Staatsverschuldung

Überzeugende Wachstumsreformen, die den Schwerpunkt auf die ersten drei Maßnahmen legen, sind die vielversprechendsten Beispiele, die auf einen produktiveren öffentlichen Sektor, Reformen auf der Angebotsseite wie Deregulierung und Steuerreformen abzielen, um Wachstum zu fördern (z.B. niedrigere Steuersätze, aber höhere Bemessungsgrundlage / ertragsneutrale Reformen können das Wachstum unterstützen), eine effizientere Steuerverwaltung und Vermeidung von Steuerflucht, Maßnahmen zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft (Bildung, Infrastruktur, Mobilität usw.). Wenn diese Vorgaben erfüllt sind, können Länder ihre Verschuldung stabilisieren. Aus Abbildung 5 sind einige erfolgreiche Beispiele aus den letzten Jahrzehnten zu entnehmen, in denen dies der Fall war.

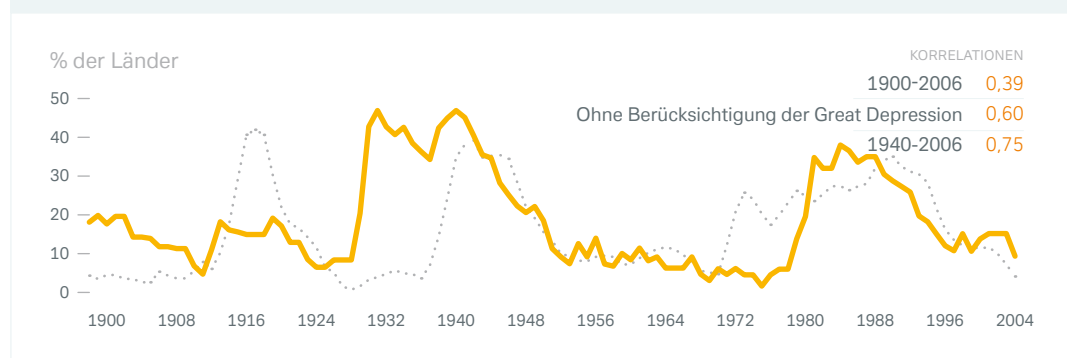
Wenn der Schuldenabbau schief geht

Leider ist die Wirtschaftsgeschichte auch reich an Fällen, in denen die letzten Methoden auf dieser Liste zur Anwendung kamen. Die amerikanischen Professoren Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff zeigten in ihrem Buch "This time is different: eight centuries of financial folly", dass viele überschuldete Regierungen sich für das nachstehende „Rezept“ entscheiden, um ihre Verschuldung los zu werden:

- Monetarisierung der Staatsverschuldung durch die zuständigen Zentralbanken (d.h. unbegrenzter direkter Kauf von Staatsanleihen als Finanzierungsinstrument für Staatsausgaben)
- Kapitalkontrollen für Privatpersonen und Unternehmen
- Schuldenerlasse (Teilreduzierung des Nennwertes) und Zahlungsunfähigkeit, insbesondere bei Auslandsverschuldung
- Finanzielle Repression in Form von anhaltender Inflation, d.h. sinkende Realerträge und effektive „Sozialisierung“ der Forderungen von Anleihehabern

Abbildung 6: Inflation und Ausfallraten in entwickelten Wirtschaften

Quelle: Rheinard/Rogoff, This time it's different, 2011.



- Anteil der zahlungsunfähigen Länder
- Anteil der Länder mit einer Inflation über 20%

Die Abbildung 6 aus dem Buch von Rheinard/Rogoff zeigt die historischen Zusammenhänge zwischen diesen politischen Maßnahmen und negativen Zeiten hoher Inflation.

Was also wird diesmal passieren? Um diese Frage zu beantworten, befassen wir uns im nächsten Kapitel eingehend mit der Rolle der Geldpolitik, die sich seit der Weltfinanzkrise dramatisch gewandelt hat und für die niedrigen globalen Zinsen von größter Bedeutung ist – unseres Erachtens der wichtigste Faktor für die Schuldenkontrolle und die Vermeidung einer weiteren Finanzkrise in der Zukunft.

Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Die Krux von heute: Geldpolitik und Verschuldung

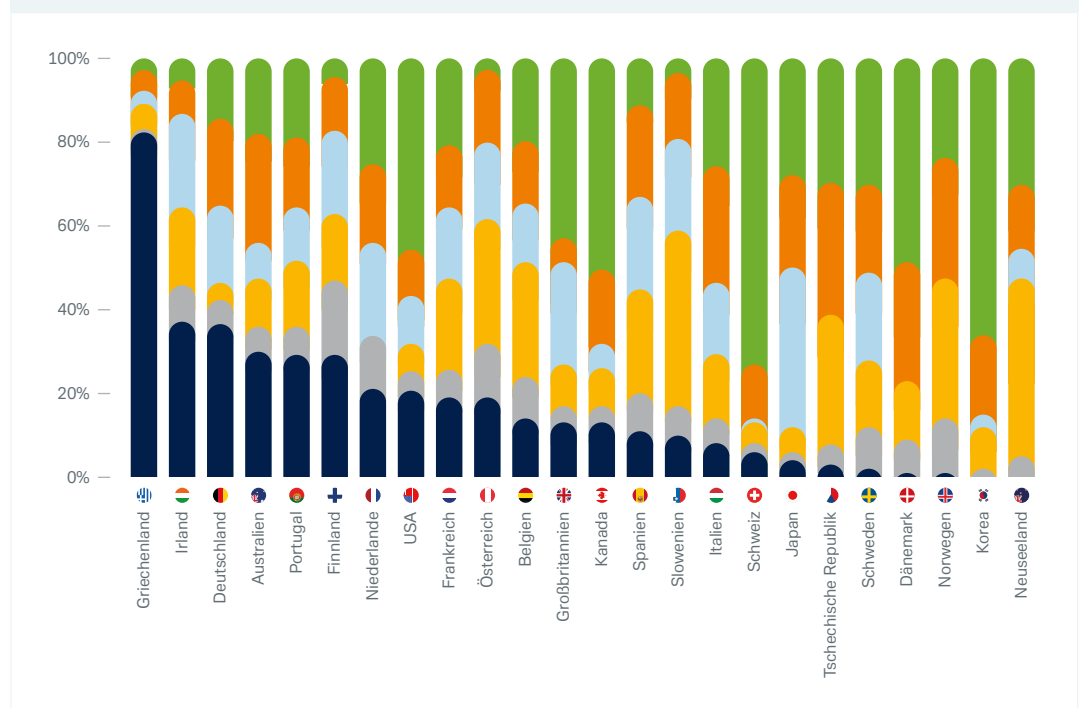
Folgen der extrem expansiven Geldpolitik

Seit Beginn der Weltfinanzkrise haben die führenden Zentralbanken der entwickelten Welt (Federal Reserve, Europäische Zentralbank, Bank of Japan, Bank of England, Schweizer Nationalbank) ein historisch einzigartiges geldpolitisches Experiment in Form einer extrem expansiven Politik in allen Dimensionen durchgeführt: Zinsen, Bilanzen, Inflationsziele und Forward Guidance. Einige Zentralbanken (einschließlich EZB, SNB, Schwedische Nationalbank und BoJ) sind sogar so weit gegangen, dass sie Negativzinsen eingeführt haben, wodurch die kurzfristigen Erträge negativ wurden.

Die Folgen niedriger oder negativer Zinsen auf die längerfristige Verschuldung werden durch die hohen Reserveüberschüsse verstärkt, die von Geschäftsbanken infolge der Quantitativen Lockerungs- und Wiederanlagepolitik der Zentralbanken gehalten werden. Anstatt diese überschüssigen Reserven an die Zentralbank zu verleihen und negative Renditen zu erhalten, investieren die Banken in längerfristige Staatsanleihen ihres Landes, so dass auch deren Renditen sinken und die Expansionspolitik der Zentralbanken weiter Unterstützung erhält. Dies wird aus dem Besitz von Staatsanleihen durch Zentralbanken, einheimische Banken und ausländische Banken in den betreffenden Volkswirtschaften ersichtlich (Abbildung 7).

Abbildung 7: Besitz von Staatsanleihen

Quelle: DB Research. Stand: September 2019.



- Ausländische Institutionen ● Ausländische Banken ● Ausländische Nicht-Banken
- Einheimische Zentralbanken ● Einheimische Banken ● Einheimische Nicht-Banken

Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Die erweiterten Bilanzen der Zentralbanken – insgesamt haben die „Big 5“ unter den Zentralbanken ihre Bilanzen seit Beginn der globalen Finanzkrise um rund USD 12 Billionen erhöht – haben dazu geführt, dass die Renditen von Staatsanleihen je nach Land in unterschiedlichem Umfang gesunken sind. Die Folgen sind schwer zu bewerten, aber die Richtung scheint klar zu sein. Die BoJ hält mittlerweile 45% aller umlaufenden japanischen Staatsanleihen und ihr Anteil an japanischen Staatsanleihen steigt, da ihre Käufe über dem Anstieg der Staatsverschuldung liegen (öffentliche Neuverschuldung). Vermutlich haben die wachsenden Anteile der BoJ die Renditen über das gesamte Spektrum signifikant gesenkt. Die Anteile der amerikanischen Federal Reserve und der Bank of England sind verhältnismäßig niedriger, aber beide Zentralbanken nutzen ihre Bilanzen als Forward Guidance mit entscheidender Auswirkung auf die Anleiherenditen. Innerhalb der Eurozone sind die Anteile der Zentralbanken unterschiedlich (teilweise auf Grund der Verknüpfung der Quantitativen Lockerung der EZB in einer Volkswirtschaft mit deren Anteil am BIP der Eurozone) und die Länder weisen unterschiedliche Schuldenmerkmale auf. Die Folgen der Quantitativen Lockerung für die Renditen sind in Deutschland vermutlich drastisch, weil die Ankäufe durch die Bundesbank (und Wiederanlage fälliger Kapitalbeträge) im Verhältnis zur Verschuldung sehr hoch waren und gleichzeitig die deutschen Haushaltsüberschüsse die ausstehende Verschuldung verringert haben. Im Gegensatz dazu sind die Anteile der italienischen Zentralbank ein relativ geringer Teil der ausstehenden Nominalverschuldung der Regierung, die die dritthöchste weltweit ist (hinter den USA und Japan).

Markterwartungen an die Renditen

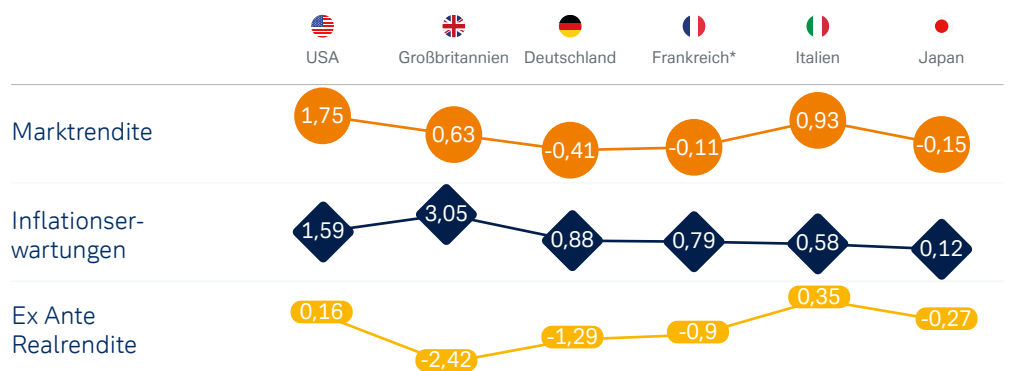
Die Markterwartungen, dass Zentralbanken negative oder extrem niedrige Leitzinsen und erweiterte Bilanzen aufrechterhalten werden – oder sogar weitere Ankäufe von Vermögenswerten einleiten – verstärken das aktuelle Umfeld. Die Fed stellte weitere Zinssenkungen in Aussicht, die EZB leitete unlängst eine weitere Lockerung ein und die BoJ hat darauf hingewiesen, dass sie eine weitere Lockerung in Betracht zieht. In der Eurozone führte dies zu extrem niedrigen oder negativen Nominalzinsen – selbst in EU-Ländern, die eindeutig mit Herausforderungen in puncto Wachstum und Verschuldung konfrontiert sind, wie beispielsweise Griechenland und Italien.

Hinzu kommt, dass die Inflations-indizierten Anleihezinsen weltweit deutlich gesunken sind (Abbildung 8). Die Auswirkung der Negativzinsen scheint in Europa besonders ausgeprägt, wo negative Marktrenditen inzwischen vorherrschend sind.

Abbildung 8: Realrenditen von Anleihen
10-Jahres-Renditen, angepasst um marktbasierende Inflationserwartungen, in %

Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand: 31. Oktober 2019.

*Renditen 9-jähriger französischer Staatsanleihen und Breakeven-Inflationsrate



Hinweis: Alle Meinungen und Behauptungen basieren auf Daten zum 21. Oktober 2019 und treten möglicherweise nicht ein. Diese Informationen unterliegen jederzeit Änderungen auf der Grundlage von wirtschaftlichen, marktwirtschaftlichen und anderen Überlegungen und stellen keine Empfehlung dar. Es kann nicht garantiert werden, dass die Ereignisse unseren Prognosen entsprechend eintreten. Die bisherige Wertentwicklung und die Prognosen lassen keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Das Eintreten der Prognosen bzw. das Erreichen der Ziele kann nicht garantiert werden. Die Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können.

Niedrige Renditen und Wachstum

Zudem können noch weitere Faktoren eine Rolle spielen. Abgesehen von den Erwartungen an eine niedrigere Inflation und an die Zentralbankpolitik bringen die niedrigeren Realzinsen den Rückgang des so genannten „natürlichen Zinssatzes“ zum Ausdruck, also des Zinses, der mit einer Volkswirtschaft kohärent ist, die mit ihrer potenziellen Rate und stabiler Inflation wächst, sowie die wachsenden wirtschaftlichen Sorgen.

Der „natürliche Zinssatz“ ist de facto nicht zu beobachten, wird aber derzeit in den USA von der Fed selbst auf ca. 0,5% geschätzt und ist damit seit der Weltfinanzkrise deutlich zurückgegangen. Schätzungen des natürlichen Zinses basieren auf Variablen, die demografische Entwicklung, Produktivität und potenzielles Wachstum sowie die Nachfrage nach risikofreien Vermögenswerten zum Ausdruck bringen. Die demografische Entwicklung spielt in den USA und anderswo eine wichtige Rolle. Weil die Menschen damit rechnen, dass sie länger leben, sparen sie mehr und die erhöhte Spartätigkeit drückt die Zinsen. Daneben haben die Prognosen einer Abschwächung des US-amerikanischen Arbeitsmarktwachstums, insbesondere in Verbindung mit niedrigeren Produktivitätszuwächsen, die Schätzungen für ein potenzielles Wirtschaftswachstum in den USA von 2,5% vor der Weltwirtschaftskrise auf rund 2% gedrückt. Dies geht einher mit niedrigeren erwarteten Realrenditen. Ausgehend vom Inflationsziel der Fed von 2% impliziert die vorstehende Schätzung eines „natürlichen Zinses“ von 0,5%, dass ein Fed Funds-Zins von 2,5% mit dem potenziellen Wachstum und einer stabilen niedrigen Inflation konsistent ist.

Historisch tendieren die Realzinsen dazu, mit einem effektiven BIP-Wachstum assoziiert zu sein und es widerzuspiegeln; in der Vergangenheit wurden Abweichungen spezifischen Faktoren zugeschrieben. (Beispielsweise wurden die zwischen 2004 und 2007 dem Wachstum hinterher hinkenden Anleiherenditen einer globalen Sparschwemme zugeschrieben, die zu einem großen Teil durch China verursacht wurde.)

Seit der Finanzkrise haben die Anleiherenditen im Zuge einer „unkonventionellen Geldpolitik“ nachgegeben und verharren deutlich unter dem nominalen BIP-Wachstum, während sie generell parallel zur Entwicklung der Realwirtschaft schwanken. Der negative Abstand zwischen Anleiherenditen und nominalem BIP-Wachstum hat sich stark verbreitert. Dazu kam es, obwohl der aktuelle Leistungsbilanzüberschuss Chinas nachgelassen hat und damit der vorstehenden Argumentation mit der globalen Sparschwemme widerspricht.

Zusammenfassend hat die historisch nie da gewesene extrem expansive Geldpolitik weltweit – zusammen mit anderen Faktoren wie rückläufigen Inflationserwartungen, einem Rückgang des „natürlichen Zinssatzes“, hohen Ersparnissen und einer schwächeren Wirtschaftsleistung – zu extrem niedrigen Anleiherenditen trotz staatlicher Rekordverschuldung geführt. Das Zusammenwirken der Faktoren müsste eigentlich hohe Schulden bezwingbar und nachhaltig machen. Trotzdem sollten wir in der aktuellen Situation wachsam bleiben, denn es wird unerwünschte Nebenwirkungen und erhebliche Auswirkungen auf die Investitionen geben. Damit befassen wir uns in den nächsten beiden Abschnitten.

Politische Besorgnisse

Auch Bedarf an Steuer- und Deregulierungspolitik

Die Signale, die von negativen und extrem niedrigen Zinsen ausgehen, sind verstörend und sollten weder von den Märkten noch von den Investoren ignoriert werden.

Eine wichtige Botschaft, die von ihnen ausgeht, ist das übertriebene Vertrauen in die geldpolitische Expansion der Zentralbanken im aktuellen Konjunkturzyklus. Dies hält mittlerweile seit zehn Jahren an, seit die Fed ihr Quantitatives Lockerungs-Programm im Nachgang zur Lehman-Pleite eingeleitet hat. Auch wächst der Glaube, dass mehr geldpolitische Lockerung das nachhaltige Wirtschaftswachstum in Zukunft nicht unbedingt anheben wird und dass wir schon jetzt den so genannten „reversiblen“ Zinssatz erreicht haben.

Eine Schlussfolgerung ist, dass die Abhängigkeit von der Geldpolitik der Zentralbanken zumindest teilweise durch eine Steuer- und Deregulierungspolitik, die ein nachhaltiges, schnelleres Wirtschaftswachstum unterstützt, ersetzt werden sollte. Das ist der beste Weg aus unseren aktuellen Herausforderungen, wie in Kapitel 4 erläutert. Die Faktoren, die der Wirtschaftsleistung schaden, sind im Kern nicht geldpolitisch und können daher im Rahmen der Geldpolitik nicht behandelt oder ausgeglichen werden. Zudem wirken die Kanäle für eine geldpolitische Expansion schon jetzt überstrapaziert und dürften künftig nicht mehr so wie bisher funktionieren: Gossens (zweites) Gesetz für den abnehmenden Grenznutzen gilt auch für die Geldpolitik.

Widersprüchlicher Druck und Prioritäten

Das Problem besteht nicht nur darin, sicherzustellen, dass die geldpolitische Expansion in der Volkswirtschaft funktioniert und zusätzliche Nachfrage schafft, so dass die Inflation steigt, was für die künftige Verschuldung relevant ist. Eine weitere Sorge ist, dass durch den Abbau der Verschuldung und die Verringerung der Kosten für den Schuldendienst negative Zinsen und die Forward Guidance der Zentralbanken eine Defizitpolitik und hohe Staatsverschuldung auslösen. Anders ausgedrückt: Die Geldpolitik kann eine laxe Ausgabenpolitik erleichtern, die entweder eine langfristige finanzielle Herausforderung darstellen oder bereits die Ursache für Finanzkrisen gewesen sein kann. Die Zentralbankpolitik senkt die kurzfristigen Kosten fehlgeleiteter Steuerpolitik und untergräbt Initiativen, die nachhaltiges Wachstum fördern. Dies wirkt sich darauf aus, wie im Rahmen der Steuer- und Regulierungspolitik staatliche Mittel zugewiesen und Anreize bereitgestellt werden, und es verzerrt die Finanzmärkte und schwächt das Wirtschaftswachstum ab. Während es in der Weltwirtschaftskrise wahrscheinlich keine Alternative zu radikalen geldpolitischen Initiativen gab, muss das Augenmerk jetzt auf die Fiskalpolitik und eine bessere strukturelle Wirtschaftspolitik insgesamt gerichtet werden.

Folgen für Investitionen: Kein Warten mehr auf Godot

Angst vor einer „Japanisierung“

Wir halten es für wahrscheinlich, dass die aktuelle finanzielle Repression in Form negativer (Real-) Anleiherenditen noch einige Zeit anhalten wird. Das Beispiel Japan könnte sich im weiteren Verlauf als eine Art Blaupause für europäische Rentenmärkte erweisen, und längerfristig vielleicht sogar für die USA. Natürlich bestehen erhebliche Unterschiede zwischen Japan und der Eurozone (und erst recht den USA), aber das Beispiel Japan zeigt dennoch, dass Spitzenverschuldung, extrem expansive Geldpolitik, direkte Interventionen der Zentralbanken auf den Kapitalmärkten und damit niedrige Anleiherenditen noch sehr lange anhalten können, ohne die Anleiheblase zum Platzen zu bringen oder Zahlungsunfähigkeit zu verursachen.

Anleihen: Zeit, die neue Realität zu akzeptieren

Die Folgen niedriger Renditen über einen längeren Zeitraum und einer anhaltenden finanziellen Repression machen es erforderlich, dass Investoren einen frischen Blick darauf werfen, insbesondere wenn diese Situation noch mehrere Jahre anhält. Anstatt auf Godot (und damit höhere oder positive Anleiherenditen) zu warten – und sich darüber zu ärgern, dass die Zentralbanken keine Zinsen für Ersparnisse zahlen – müssen Investoren eine wohlüberlegte Antwort finden. Während das Erreichen positiver realer Renditen mit hochwertigen Anleihen schon in der Vergangenheit eine Herausforderung war, besteht die Herausforderung inzwischen darin, dies in einigen Fällen auch mit nominalen Renditen zu schaffen. Anleihen mit hohen Ratings, die in der Vergangenheit eine Quelle für stabile und sichere Einkommen waren, müssen jetzt aus einer anderen Warte gesehen werden. Selbst wenn die Renditen wieder steigen wären die unmittelbare Folge fallende Anleihepreise und infolgedessen potenziell negative Renditen.

Aus Portfoliosicht sollten hochwertige Anleihen bei dramatischen Marktschwächen nach wie vor gewisse Diversifikationsvorteile bieten, müssen aber klug eingesetzt werden. Die Folgen des Fehlens eines realen und (in den meisten Fällen) eines nominalen Einkommens werden vor allem in Europa spürbar, aber auch in den USA sind die Renditen niedrig. Unternehmensanleihen können im Rentensegment eine Alternative sein, sind aber im Krisenfall möglicherweise weniger liquide. Auch die Renditedifferenzen haben sich deutlich gestrafft und selbst Investment-Grade (IG) Anleihen verzeichnen zunehmend negative Renditen. Schwellenländeranleihen sind eine vielversprechende Alternative im Rentensegment, da ihre Renditen höher sind und ihre potenzielle Rendite gemessen am Risiko derzeit interessant erscheint. Allerdings spielen Diversifikation und Selektion in diesen Segmenten eine Schlüsselrolle, ebenso wie ein aktiverer Investmentansatz.

Neuorientierung der Risiken und der zeitlichen Horizonte für Investitionen

Die neue Realität erfordert ein aktiveres Management und neue Ansätze. Anleger müssen ihren Anlagehorizont möglicherweise verbreitern und verlängern. Um echte Renditen zu erzielen, müssen die Anleger zu mehr Risiko in ihrem Portfolio bereit sein. Infolgedessen, und insbesondere wenn dies bedeutet, dass in unterschiedliche Arten von Vermögenswerten investiert werden muss, kann ein längerer Anlagehorizont erforderlich sein.

Der Vorteil von Sachwerten

Wir hatten bereits darauf hingewiesen, dass finanzielle Repression mit niedrigen oder negativen Realerträgen gleichzusetzen ist, entweder auf Grund niedriger Nominalerträge oder hoher Inflation. Dies spricht für Investitionen in Sachwerte wie Gold oder andere Edelmetalle (da die Tatsache, dass sie keine Cashflows bieten, kaum mehr eine Rolle spielt). Wie vorstehend angedeutet, ist die Verlängerung der Anlagehorizonte eine Voraussetzung für Anlagen in Sachwerte wie Immobilien oder Infrastruktur, aber die Haltedauer und die Risikoprämien in Verbindung mit illiquiden Investitionen dürften positive Realrenditen ermöglichen.

Aktien: Vom Sparer zum Investor

Im Bereich der liquiden Vermögenswerte sind Aktien die relevanteste Investition und zumindest stabile Dividendenzahler können ebenfalls eine Ertragsquelle sein, was bei hochwertigen Anleihen im Allgemeinen nicht mehr der Fall ist. In der Vergangenheit erzielten Aktien positive Realrenditen und es ist darauf hinzuweisen, dass die Schuldenkrise eher eine Staaten- als eine Unternehmenskrise ist. Es stimmt zwar, dass die Volatilität von Aktien inzwischen möglicherweise höher ist (und die damit verbundenen Abwärtsauschläge stärker). Auch dies spricht für einen längeren Anlagehorizont. Langfristig sind Anlagen in starke globale Aktien mit soliden Bilanzen, starken Cashflows, stabilen und wachsenden Dividendenausschüttungen und starken Marktpositionen wahrscheinlich aber die beste Möglichkeit, um die finanzielle Repression zu überstehen.

Die wichtigste Folge der Akzeptanz des anhaltenden Niedrigzinsumfelds sollte ein strategisch höherer Aktienanteil in den Portfolios sein. Dies hat sich in der Vergangenheit ausgezahlt und sollte sich auch in Zukunft bezahlt machen, da Unternehmen wahrscheinlich ihre Geschäftsmodelle an Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld positiv anpassen und Anleger davon profitieren können.

Fazit: Der vor uns liegende Weg dürfte holprig werden. Steigende Verschuldungstendenzen wurden durch die globale Finanzkrise verstärkt, während die Reaktion der Zentralbanken zu niedrigen oder negativen Renditen führt – und in Zukunft könnte die gestiegene Verwendung von Fiskaldefiziten die Verschuldung weiter nach oben treiben. Die Geschichte zeigt sowohl mögliche Auswege aus der aktuellen Situation als auch fatale Irrwege. Semantische Änderungen im Diskurs (z.B. moderne Geldtheorie) kehren diese historischen Lehren nicht um. Im Wesentlichen müssen Anleger zum einen festlegen, wie sie im aktuellen Niedrigzinsumfeld Rendite erzielen wollen, und zum anderen für die nächste Episode der Schuldenentwicklung Stellung beziehen.

Glossar

Die **Bank of England (BoE)** ist die britische Zentralbank.

Die **Bank of Japan (BoJ)** ist die japanische Zentralbank.

Das **Bruttoinlandsprodukt (BIP)** misst den Wert aller Waren und Dienstleistungen, die während eines bestimmten Zeitraums innerhalb der Grenzen eines Landes produziert werden.

Bundesanleihen sind von der deutschen Regierung begebene Anleihen mit längerer Laufzeit.

Die **Bundesbank** ist die deutsche Zentralbank.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** ist die Zentralbank der Eurozone.

Die **Eurozone** besteht aus 19 Mitgliedstaaten der Europäischen Union, die den Euro als gemeinsame Währung und einziges gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben.

Die **Federal Funds Rate** ist der Zinssatz, zu dem US-Finanzinstitute anderen US-Finanzinstituten kurzfristige Kredite gewähren.

Die **Federal Reserve (Fed)** ist die Zentralbank der USA. Ihr **Offenmarktausschuss (FOMC)** tritt zusammen, um die Zinspolitik festzulegen.

Die **Globale Finanzkrise oder Weltfinanzkrise** bezieht sich auf die Krise 2007-2008.

Die **Great Depression** war die größte und längste Wirtschaftsrezession in der Geschichte der modernen Welt. Sie begann mit dem Zusammenbruch der amerikanischen Börse 1929 und endete erst 1946 nach dem Zweiten Weltkrieg.

Helikoptergeld bezieht sich auf einen hohen Geldbetrag, der direkt oder indirekt von der Zentralbank an die Öffentlichkeit ausgeschüttet wird, um die Wirtschaft zu stimulieren.

Ein **Investment Grade (IG)** Rating von einer Ratingagentur wie Standard & Poor's weist darauf hin, dass für eine Anleihe ein relativ geringes Ausfallrisiko besteht.

Korrelation ist ein statistisches Maß dafür, wie sich zwei Wertpapiere (oder andere Variablen) im Verhältnis zueinander entwickeln.

Der **Median** ist der Datenpunkt in der Mitte eines Datenspektrums.

Die **moderne Geldtheorie (Modern Monetary Theory = MMT)** ist ein heterodoxer makroökonomischer Rahmen, der in einigen Formen besagt, dass geldpolitisch souveräne Länder wie die USA, Großbritannien, Japan und Kanada nicht von Einnahmen abhängen, wenn es um Staatsausgaben geht.

Quantitative Lockerung ist ein unkonventionelles geldpolitisches Instrument, mit dem eine Zentralbank im großen Maßstab Vermögenswerte kauft.

Ein **Schwellenland (EM)** ist ein Land, das einige Merkmale eines entwickelten Marktes in puncto Markteffizienz, Liquidität und andere Faktoren aufweist, aber nicht die Normen eines entwickelten Marktes erfüllt.

Die **Swiss National Bank (SNB)** ist die Zentralbank der Schweiz.

USD ist der Währungscode für den US-Dollar.

Das Verhältnis der **Verschuldung zum BIP** ist eine Maßeinheit, die die Staatsverschuldung eines Landes mit seinem Bruttoinlandsprodukt (BIP) vergleicht.

Wichtige Hinweise

Allgemeines

Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Japan verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Handels- oder Geschäftskunden.

Dieses Dokument wird über die Deutsche Bank AG, ihre Zweigstellen (wie in den jeweiligen Rechtsgebieten zulässig), verbundene Unternehmen und leitende Angestellte und Mitarbeiter (gemeinsam „Deutsche Bank“), in gutem Glauben vorgelegt. Dieses Material dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Angebotseinholung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen, Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder anderen Produkten, zum Abschluss einer Transaktion oder zur Bereitstellung einer Investmentdienstleistung oder Anlageberatung oder zur Erteilung von Ratschlägen zu Recherche, Anlagerecherche oder Anlageempfehlungen in einem beliebigen Rechtsgebiet dar. Der gesamte Inhalt dieser Mitteilung ist vollumfänglich zu prüfen.

Erklärt ein zuständiges Gericht eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses für nicht vollstreckbar, so bleiben die übrigen Bestimmungen hiervon unberührt. Dieses Dokument wurde als allgemeiner Marktkommentar erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände einzelner Anleger wurden nicht berücksichtigt. Geldanlagen unterliegen allgemeinen Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Instrument ableiten lassen oder konkret mit dem Instrument oder dem entsprechenden Ausgeber zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Anlegern Verluste entstehen, einschließlich (ohne Beschränkung) des Gesamtverlusts des investierten Kapitals. Der Wert von Geldanlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. In diesem Dokument werden nicht alle Risiken (direkt oder indirekt) und sonstigen Überlegungen ausgeführt, die für einen Anleger bei der Geldanlageentscheidung wesentlich sein können.

Dieses Dokument und alle darin enthaltenen Informationen werden in der vorliegenden Form, soweit verfügbar bereitgestellt, und die Deutsche Bank gibt keine Zusicherung oder Gewährleistung, sei es ausdrücklicher, stillschweigender oder gesetzlicher Art, in Bezug auf in diesem Dokument enthaltene oder damit in Zusammenhang stehende Aussagen oder Informationen ab. Alle Ansichten, Marktpreise, Schätzungen, zukunftsgerichteten Aussagen, hypothetischen Aussagen oder sonstigen Meinungen, die zu den hierin enthaltenen finanziellen Schlussfolgerungen führen, stellen die subjektive Einschätzung der Deutschen Bank am Tag der Erstellung dieses Berichts dar. Die Deutsche Bank übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Rechtzeitigkeit oder Verfügbarkeit dieser Mitteilung oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Zukunftsgerichtete Aussagen umfassen wesentliche Elemente von subjektiven Einschätzungen und Analysen, und die Änderungen derselben und/oder die Berücksichtigung anderer oder weiterer Faktoren können sich erheblich auf die angegebenen Ergebnisse auswirken. Daher können tatsächliche Ergebnisse unter Umständen erheblich von den hierin prognostizierten Ergebnissen abweichen.

Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkenntnissetzung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können ohne Ankündigung und auf der Grundlage einer Reihe von Annahmen, die sich als nicht zutreffend erweisen, geändert werden und können von den Schlussfolgerungen abweichen, die andere Abteilungen innerhalb der Deutschen Bank gezogen haben. Wenngleich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen von der Deutschen Bank sorgfältig zusammengestellt wurden und von Quellen stammen, die die Deutsche Bank als vertrauenswürdig und zuverlässig einstuft, kann und wird die Deutsche Bank keine Garantie bezüglich der Vollständigkeit, Angemessenheit oder Genauigkeit der Informationen abgeben, und Anleger sollten sich darauf auch nicht verlassen. Der Einfachheit halber kann dieses Dokument Verweise zu Websites und anderen externen Quellen enthalten. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, und deren Inhalte sind kein Bestandteil dieses Dokuments. Der Zugriff auf solche externen Quellen erfolgt auf Ihr eigenes Risiko. Vor der Anlageentscheidung müssen Anleger mit oder ohne Unterstützung eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder bereitgestellten Geldanlagen oder Strategien in Bezug auf ihre persönlichen Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen, finanziellen Umstände und Instrumente geeignet sind. Potenzielle Anleger sollten sich bei der Entscheidung für eine Geldanlage nicht auf dieses Dokument sondern vielmehr auf den Inhalt der endgültigen Angebotsunterlagen in Bezug auf die Geldanlage verlassen.

Als globaler Finanzdienstleister unterliegt die Deutsche Bank von Zeit zu Zeit tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten. Die Deutsche Bank unternimmt grundsätzlich alle geeigneten Schritte, um effektive organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen und beizubehalten, die der Erkennung und Beilegung solcher Konflikte dienen. Die Geschäftsführung der Deutschen Bank ist dafür verantwortlich sicherzustellen, dass die Systeme, Kontrollen und Verfahrensweisen der Deutschen Bank dazu geeignet sind, Interessenkonflikte zu erkennen und beizulegen.

Die Deutsche Bank gibt keine Steuer- oder Rechtsberatung, auch nicht in diesem Dokument, und der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Anlageberatung durch die Deutsche Bank zu verstehen. Anleger sollten sich von ihren eigenen Steuerberatern, Rechtsanwälten und Anlageberatern in Bezug auf die von der Deutschen Bank beschriebenen Geldanlagen und Strategien beraten lassen. Geldanlageinstrumente sind nicht durch eine Regierungsbehörde versichert, unterliegen keinen Einlagenschutzplänen und sind nichtgarantiert, auch nicht durch die Deutsche Bank, es sei denn, es werden für einen Einzelfall anderslautende Angaben gemacht.

Dieses Dokument darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Deutschen Bank nicht vervielfältigt oder in Umlauf gebracht werden. Die Deutsche Bank verbietet ausdrücklich die Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. Die

Wichtige Hinweise

Deutsche Bank übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Nutzung oder Verteilung dieses Materials oder auf durch den Anleger (zukünftig) ausgeführte Handlungen oder getroffene Entscheidungen im Zusammenhang mit in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Die Art der Verbreitung und Verteilung dieses Dokuments kann durch ein Gesetz oder eine Vorschrift in bestimmten Ländern, einschließlich, ohne Beschränkung, den USA, eingeschränkt werden. Dieses Dokument dient nicht der Verteilung an oder der Nutzung durch Personen oder Unternehmen mit Wohn- oder Standort in einem Ort, Bundesstaat, Land oder Rechtsgebiet, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen ein Gesetz oder eine Vorschrift verstoßen würde oder in dem die Deutsche Bank Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen erfüllen müsste, die derzeit nicht erfüllt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind aufgefordert, sich selbst über solche Einschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse; der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung, Gewährleistung oder Prognose in Bezug auf zukünftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen stehen auf Anfrage des Anlegers zur Verfügung.

Bahrain

Für Einwohner Bahrains: Dieses Dokument ist kein Angebot zum Kauf von oder zur Beteiligung an Wertpapieren, Derivaten oder Fonds, die in Bahrain, im Rahmen der Auslegung der Monetary Agency Regulations von Bahrain vermarktet werden. Alle Geldanlageanträge sind von außerhalb Bahrains zu stellen, und alle Zuteilungen haben außerhalb von Bahrain zu erfolgen. Dieses Dokument wurde zu privaten Informationszwecken für Anleger erstellt, bei denen es sich um Institutionen handelt. Es stellt keine Einladung an die Öffentlichkeit des Königreichs Bahrain dar und wird auch nicht für die Öffentlichkeit ausgegeben, an diese weitergegeben oder dieser zur Verfügung gestellt. Die Central Bank (CBB) hat dieses Dokument oder die Vermarktung solcher Wertpapiere, Derivate oder Fonds im Königreich Bahrain nicht geprüft oder genehmigt. Demzufolge dürfen die Wertpapiere, Derivate oder Fonds nach dem Gesetz Bahrains nicht in Bahrain oder an die Einwohner Bahrains angeboten oder verkauft werden. Die CBB ist nicht verantwortlich für die Entwicklung der Wertpapiere, Derivate oder Fonds.

Kuwait

Dieses Dokument wurde Ihnen auf Ihre Anfrage hin übersandt. Diese Präsentation dient nicht der allgemeinen Verteilung an die Öffentlichkeit von Kuwait. Die Wertpapiere wurden nicht von der Capital Markets Authority in Kuwait und auch von keiner anderen zuständigen Regierungsbehörde in Kuwait zum Angebot in Kuwait freigegeben. Das Angebot der Wertpapiere in Kuwait auf der Grundlage einer Privatplatzierung oder einer Börsennotierung ist daher in Übereinstimmung mit dem Decree Law No. 31 von 1990 und den Implementierungsvorschriften (in der jeweils gültigen Form) und Law No. 7 von 2010 und den dazugehörigen Statuten (in der jeweils gültigen Form) nicht zulässig. Es erfolgt keine Privatplatzierung und keine Börsennotierung der Wertpapiere in Kuwait, und es wird keine Vereinbarung bezüglich des Verkaufs der Wertpapiere in Kuwait geschlossen. Es werden keine Marketing-, Werbe- oder Anreizaktivitäten zum Angebot oder zur Vermarktung der Wertpapiere in Kuwait unternommen.

Vereinigte Arabische Emirate

Die Deutsche Bank AG im Dubai International Financial Centre (Registernummer 00045) wird von der Dubai Financial Services Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle DIFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende DFSA-Lizenz fallen. Hauptsitz im DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich professionellen Kunden gemäß der Definition der Dubai Financial Services Authority zur Verfügung.

Katar

Die Deutsche Bank AG im Qatar Financial Centre (Registernummer 00032) wird von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle QFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende QFCRA-Lizenz fallen. Hauptsitz im QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich Geschäftskunden gemäß der Definition der Qatar Financial Centre Regulatory Authority zur Verfügung.

Belgien

Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG in Belgien über die Zweigstelle Brüssel bereitgestellt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und berechtigt ist, das Bankgeschäft zu betreiben und Finanzdienstleistungen anzubieten und die der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Brüssel, hat ihren Sitz in Marnixlaan 13-15, B-1000 Brüssel unter der Umsatzsteueridentifikationsnummer BE 0418.371.094. Weitere Angaben sind auf Anfrage erhältlich oder können auf www.deutschebank.be nachgelesen werden.

Saudi-Arabien

Die Deutsche Securities Saudi Arabia Company (Registernummer 07073-37) wird von der Capital Market Authority reguliert. Deutsche Securities Saudi Arabia ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende CMA-Lizenz fallen. Hauptsitz in Saudi-Arabien: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi-Arabien.

Wichtige Hinweise

Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich (UK) gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von DB UK Bank Limited im Namen aller Unternehmen, die als Deutsche Bank Wealth Management im UK agieren, genehmigt. Deutsche Bank Wealth Management ist ein Handelsname von DB UK Bank Limited. Handelsrechtlich eingetragen in England und Wales (Nr. 00315841). Eingetragener Sitz: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited wird von der Prudential Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt, und die entsprechende Registrierungsnummer lautet 140848. Die Deutsche Bank behält sich das Recht vor, diese Veröffentlichung über eine ihrer britischen Niederlassungen zu verteilen, und in einem solchen Fall gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von der Niederlassung dort genehmigt, wo sie von der zuständigen britischen Regulierungsstelle zugelassen wird (wenn die entsprechende Niederlassung hierzu nicht berechtigt ist, wird diese Veröffentlichung von einem anderen britischen Mitglied der Deutsche Bank Wealth Management Group genehmigt, das über die entsprechende Erlaubnis verfügt).

Hongkong

Dieses Dokument und sein Inhalt dienen ausschließlich Informationszwecken. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot einer Geldanlage oder als Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Geldanlage zu betrachten und ist auch nicht als Angebot, Einladung oder Empfehlung auszulegen.

In dem Umfang, in dem dieses Dokument Bezug auf konkrete Anlagemöglichkeiten nimmt, wurde sein Inhalt nicht geprüft. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Regulierungsbehörde in Hongkong geprüft. Wir empfehlen Ihnen, in Bezug auf die hierin erwähnten Geldanlagen Vorsicht walten zu lassen. Falls Sie Zweifel bezüglich des Inhalts dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokument

wurde von der Securities and Futures Commission in Hongkong nicht genehmigt, und es wurde auch keine Kopie dieses Dokuments beim Companies Registry in Hongkong registriert; demzufolge (a) dürfen die Geldanlagen (mit Ausnahme der Geldanlagen, bei denen es sich um „strukturierte Produkte“ gemäß Definition in der Verordnung über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 571 des Gesetzes von Hongkong) („Securities and Futures Ordinance –SFO“) nicht durch dieses Dokument oder ein anderes Dokument angeboten oder verkauft werden, es sei denn, dies geschieht an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung dieses Begriffs in der SFO und der darunter erlassenen Regeln oder unter anderen Umständen, die das Dokument nicht zu einem „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und Sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) („Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance –CO“) oder wenn es sich nicht um ein öffentliches Angebot gemäß CO handelt und (b) darf keine Person in Hongkong oder anderswo eine Anzeige, eine Einladung oder ein Dokument ausgeben oder zur Ausgabe besitzen, das sich auf die Geldanlagen bezieht und sich an die Öffentlichkeit Hongkongs richtet oder deren Inhalt wahrscheinlich der Öffentlichkeit Hongkongs zugänglich gemacht wird (es sei denn dies ist im Rahmen der Wertpapiergesetze Hongkongs zulässig), es sei denn es geht um die Geldanlagen, die ausschließlich an Personen außerhalb von Hongkong oder ausschließlich an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung des Begriffs gemäß SFO und den darunter erlassenen Regeln verkauft werden.

Singapur

Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von der von der Monetary Authority of Singapore („MAS“) geprüft. Die hierin erwähnten Geldanlagen dürfen der Öffentlichkeit von Singapur oder einzelnen Mitgliedern der Öffentlichkeit von Singapur nicht angeboten werden, mit Ausnahme von (i) institutionellen Anlagern gemäß §274 oder 304 des Gesetzes über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 289) („SFA“) in der jeweils gültigen Form des SFA, (ii) relevanten Personen (darunter auch akkreditierte Anleger) gemäß §275 oder 305 und in Übereinstimmung mit sonstigen in §275 oder 305 SFA genannten Bedingungen in der jeweils gültigen Form des SFA, (iii) institutionelle Anleger, akkreditierte Anleger, Fachanleger oder ausländische Anleger (jeweils gemäß der Definition der Begriffe in den Finanzberatungsvorschriften) („FAR“) (in der jeweils gültigen Form der Definition) oder (iv) Vorgängen gemäß den Bedingungen einer geltenden Bestimmung des SFA oder der FAR (in der jeweils gültigen Form).

USA

In den USA werden Maklerdienste über Deutsche Bank Securities Inc. angeboten, einen Broker-Dealer und registrierten Anlageberater, der Wertpapiergeschäfte in den USA abwickelt. Deutsche Bank Securities Inc. ist Mitglied von FINRA, NYSE und SIPC. Bank- und Kreditvergabedienstleistungen werden über Deutsche Bank Trust Company Americas, FDIC-Mitglied, und andere Mitglieder der Deutsche Bank Group angeboten. In Bezug auf die USA siehe vorherige Aussagen in diesem Dokument. Die Deutsche Bank gibt keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dazu ab, dass die hierin enthaltenen Informationen zur Nutzung in Ländern außerhalb der USA geeignet oder verfügbar sind oder dass die in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen zum Verkauf oder zur Nutzung in allen Ländern oder durch alle Gegenparteien verfügbar oder geeignet sind. Wenn dies nicht registriert oder wie gemäß dem anwendbaren Gesetz zulässig lizenziert wurde, bieten weder die Deutsche Bank noch ihre verbundenen Unternehmen irgendwelche Dienstleistungen in den USA oder Dienstleistungen an, die dafür ausgelegt sind, US-Bürger anzuziehen (gemäß der Definition des Begriffs unter Vorschrift S des Wertpapiergesetzes der USA von 1933 („Securities Act“) in seiner jeweils gültigen Form).

Der USA-spezifische Haftungsausschluss unterliegt den Gesetzen des Bundesstaates Delaware und ist entsprechend auszulegen; die Kollisionsnormen, die die Anwendung des Gesetzes eines anderen Rechtsgebietes vorsehen würden, finden keine Anwendung.

Deutschland

Dieses Dokument wurde von Deutsche Bank Wealth Management über die Deutsche Bank AG erstellt und wurde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht weder vorgelegt noch von ihr genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden Prospekte von den zuständigen Behörden genehmigt und veröffentlicht. Anleger

Wichtige Hinweise

sind aufgefordert ihre Anlageentscheidung auf der Grundlage solcher genehmigten Prospekte zu begründen, einschließlich möglicher Anhänge. Darüber hinaus stellt dieses Dokument keine Finanzanalyse im Rahmen der Bedeutung des Begriffs im Wertpapierhandelsgesetz dar und muss daher nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Finanzanalyse entsprechen. Die Deutsche Bank AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und ist berechtigt, Bankgeschäfte zu führen und Finanzdienstleistungen anzubieten. Aufsichtsbehörden: Die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Indien

Die in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen werden der indischen Öffentlichkeit nicht zum Kauf oder zur Zeichnung angeboten. Dieses Dokument wurde nicht vom Securities and Exchange Board of India, von der Reserve Bank of India oder einer anderen indischen Regierungs-/Regulierungsbehörde genehmigt oder dort registriert. Dieses Dokument ist kein „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in den Bestimmungen des Companies Act, 2013 (18 aus 2013) und wird auch bei keiner indischen Regulierungsbehörde eingereicht. Gemäß dem Foreign Exchange Management Act, 1999 und den darunter erlassenen Vorschriften kann jeder Anleger mit Wohnsitz in Indien aufgefordert werden, die Sondergenehmigung der Reserve Bank of India einzuholen, bevor er Geld außerhalb Indiens anlegt, einschließlich der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Italien

Dieser Bericht wird in Italien von Deutsche Bank S.p.A. vorgelegt, einer nach italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Bancad'Italia und der CONSOB unterliegt.

Luxemburg

Dieser Bericht wird in Luxemburg von Deutsche Bank Luxembourg S.A. vorgelegt, einer nach luxemburgischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Commission de Surveillance du Secteur Financier unterliegt.

Spanien

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ein Kreditinstitut, das von der Bancod de España und von CNMV reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 019 eingetragen ist. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Bank- und Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der Hauptgeschäftssitz in Spanien ist in Paseo de la Castellana 18, 28046 Madrid. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española bereitgestellt.

Portugal

Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ein Kreditinstitut, das von der Bancod de Portugal und von der portugiesischen Wertpapierkommission (CMVM) reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 43 und 349 sowie im Handelsregister unter der Nummer 980459079 eingetragen ist. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der eingetragene Sitz ist in Rua Castilho, 20, 1250-069 Lissabon, Portugal. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, bereitgestellt.

Österreich

Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank AG Filiale Wien, eingetragen im Firmenbuch des Wiener Handelsgerichts unter der Nummer FN 140266z, vorgelegt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und zum Betreiben von Bankgeschäft und zum Angebot von Finanzdienstleistungen berechtigt ist. Sie wird von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland, beaufsichtigt, die Filiale Wien zusätzlich von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Wien. Dieses Dokument wurde den vorstehend genannten Aufsichtsbehörden weder vorgelegt noch von diesen genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden unter Umständen Prospekte veröffentlicht. In einem solchen Fall sollten Anlageentscheidungen ausschließlich auf der Grundlage der veröffentlichten Prospekte, einschließlich möglicher Anhänge, getroffen werden. Nur diese Dokumente sind bindend. Dieses Dokument stellt Marketingmaterial dar, das ausschließlich Informations- und Werbezwecken dient und nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder -recherche ist.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

© 2019. Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Bank AG, Taunusanlage 12, 60325 Frankfurt am Main, Deutschland