



Deutsche Staatsfinanzen

Überschüsse dank Vollbeschäftigung und Nullzins, aber Demografie droht!

10. Juli 2017

Autor

Sebastian Becker
+49 69 910-21548
sebastian-b.becker@db.com

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Die deutschen Staatsfinanzen stehen derzeit im internationalen Vergleich sehr gut da, dank starker Konjunktur und Nullzinsen. Während bedeutende Industrieländer (wie die USA oder Japan) noch immer mit hohen Haushaltsdefiziten und einer weiter zunehmenden öffentlichen Verschuldung kämpfen, hat Deutschland seit 2014 – als einziges G7-Land – Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet, die bereits zu einem deutlichen Rückgang der Staatsschuldenquote geführt haben.

Die günstige Entwicklung der deutschen Staatsfinanzen dürfte kurz- bis mittelfristig aufgrund dynamisch wachsender Staatseinnahmen – und trotz hohem Ausgabenwachstum – andauern. Die nationalen und europäischen Regeln zur Begrenzung der öffentlichen Schulden werden bereits heute schon mit großem Sicherheitsabstand eingehalten. In dem aktuellen Stabilitätsprogramm von 2017 plant die jetzige Bundesregierung für den Zeitraum 2017 bis 2021 mit durchgängig positiven (gesamtstaatlichen) Haushaltssalden, sodass – bei anhaltend günstigem Konjunkturverlauf und niedrigen Zinsen – die Schuldenquote Ende 2020 unter die Maastricht-Grenze von 60% des BIP fallen könnte.

Die Staatsfinanzen profitieren derzeit sehr stark von einer brummenden Wirtschaft, Niedrigzinsen und einer „demografischen Atempause“. Nach unseren Berechnungen dürfte der deutsche Staat zwischen 2008 und 2016 fast EUR 260 Mrd. an Zinsen eingespart haben. Die durch diese Sonderfaktoren verursachten vorübergehenden Haushaltsüberschüsse sollten daher auf keinen Fall als Rechtfertigung für permanente Ausgabenerhöhungen oder Abgabensenkungen erachtet werden.

Steigende Zinsen und eine alternde Gesellschaft dürften die öffentlichen Finanzen ab Mitte der nächsten Dekade erheblich unter Druck setzen. Die Alterung der Gesellschaft dürfte stark voranschreiten und die öffentlichen Haushalte bereits in naher Zukunft spürbar belasten, einerseits über sich schwächer entwickelnde Staatseinnahmen (Steuern, Sozialbeiträge) – aufgrund eines Rückgangs der Erwerbstätigen und damit einer sinkenden Potenzialwachstumsrate – und andererseits über stark ansteigende Staatsausgaben (insbesondere in den Bereichen gesetzliche Rente, Gesundheit und soziale Pflege).

Die langfristigen Risiken für die Staatsfinanzen scheinen im aktuellen Bundestagswahlkampf keine größere Rolle zu spielen. Vielmehr hat die aktuell gute Finanzlage des Staats allseits Steuersenkungs- und Ausgabensteigerungswünsche geweckt, die in vielfältigsten Formen Eingang in die Wahlprogramme der Parteien gefunden haben.

Um die Wirtschaft und die Staatsfinanzen für die voranschreitende Alterung der Bevölkerung zu wappnen und die Notwendigkeit abrupter und scharfer fiskalischer Anpassungen in der Zukunft zu vermeiden, sollten nicht immer weitere Wahlgeschenke versprochen werden, die dauerhaft nur schwer solide gegenfinanziert werden können.

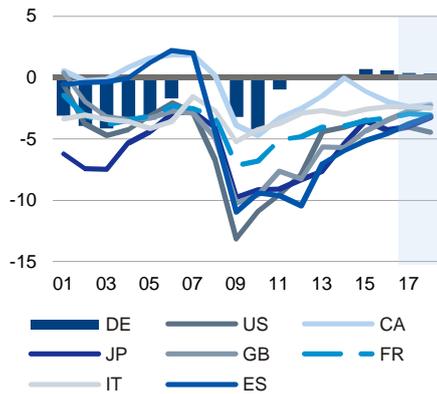


Deutsche Staatsfinanzen

Deutschland ist aktuell das einzige G7-Land mit Haushaltsüberschüssen

1

Haushaltssaldo (Gesamtstaat), % BIP



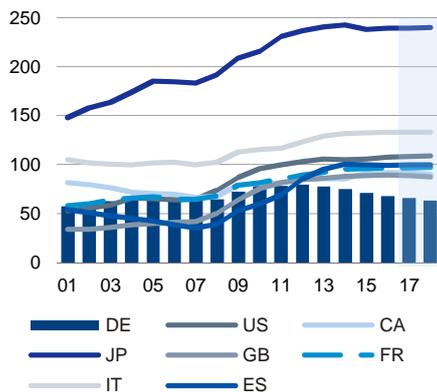
Deutschland, das Vereinigte Königreich, Frankreich, Italien und Spanien: Finanzierungssaldo nach Maastricht-Definition. USA, Kanada, Japan: Finanzierungssaldo nach IWF-Definition.

Quellen: IMF WEO, AMECO, Deutsche Bank Research

Deutschlands Staatsverschuldungsquote fällt gegen den Trend

3

Bruttostaatsschulden (Gesamtstaat), % BIP



Deutschland, das Vereinigte Königreich, Frankreich, Italien und Spanien: Finanzierungssaldo nach Maastricht-Definition. USA, Kanada, Japan: Finanzierungssaldo nach IWF-Definition.

Quellen: IMF WEO, AMECO, Deutsche Bank Research

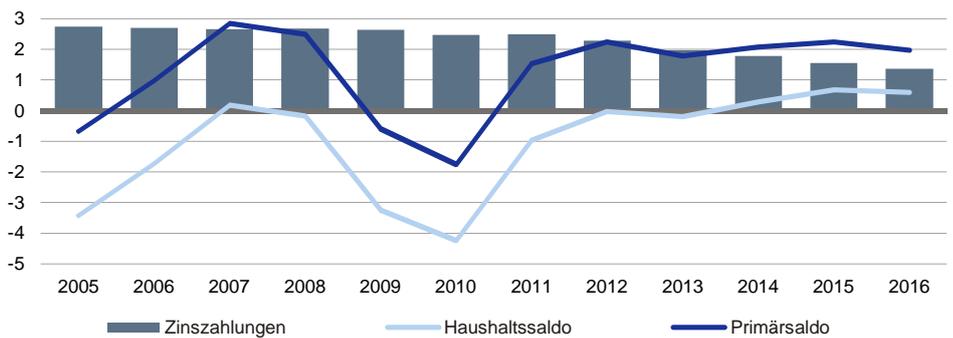
Deutsche Staatsfinanzen stehen derzeit im internationalen Vergleich sehr gut da, dank starker Konjunktur und Nullzinsen

Während bedeutende Industrieländer (wie die USA oder Japan) und große europäische Volkswirtschaften (wie z.B. das Vereinigte Königreich, Frankreich oder Spanien) noch immer mit hohen gesamtstaatlichen Haushaltsdefiziten und einer weiter zunehmenden öffentlichen Verschuldung kämpfen, hat Deutschland seit 2014 – als einziges G7-Land – gesamtstaatliche Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet, die sich – auch dank eines hohen Wachstums – bereits in einem deutlichen Rückgang der Staatsschuldenquote niedergeschlagen haben (siehe Grafik 1 und 3). In der Tat stehen die deutschen Staatsfinanzen dank starker Konjunktur und Nullzinsen aktuell so gut da wie lange nicht mehr: Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo (aus Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungsträgern einschließlich Sonderhaushalten) lag 2016 laut Maastricht-Definition mit rund EUR 23,7 Mrd. (ca. 0,8% des BIP) das dritte Jahr in Folge im Plus (siehe Grafik 2).

Der gesamtstaatliche Haushalt Deutschlands lag 2016 das dritte Jahr in Folge im Plus

2

% BIP

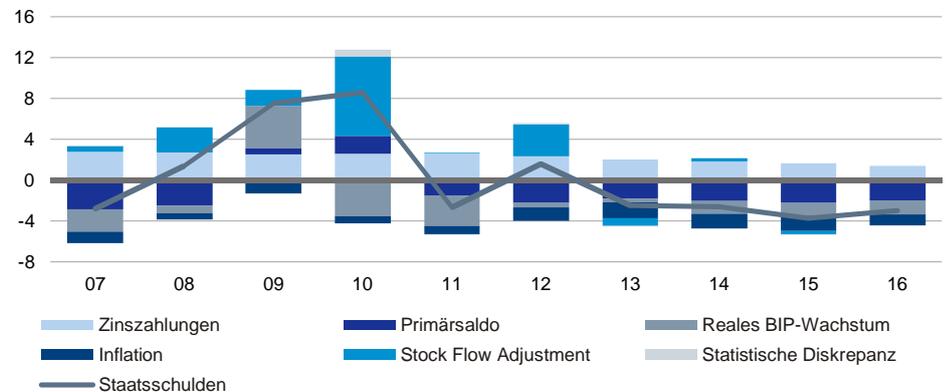


Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Der Rückgang der deutschen Staatsverschuldungsquote wurde durch Primärüberschüsse und fallende Zinsausgaben begünstigt

4

Staatsverschuldungsquote: Veränderung gg. Vj., Prozentpunkte vom BIP



Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

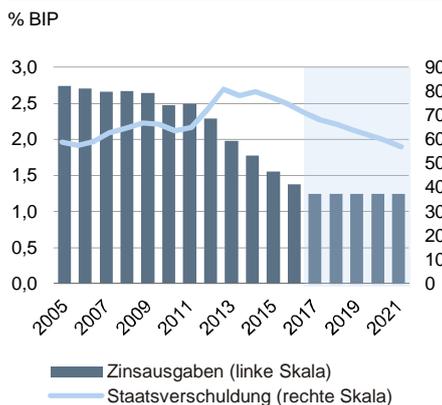
Die gesamtstaatlichen Haushalte profitierten auf der Ausgabenseite von den weiterhin zurückgehenden Zinsausgaben und auf der Einnahmenseite von sprudelnden Steuereinnahmen- und Sozialbeiträgen. Die deutsche Steuerquote



Deutsche Staatsfinanzen

Laut Haushaltsentwurf 2018 und Finanzplan bis 2021 könnte die Schuldenquote 2020 unter 60% fallen

5



Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

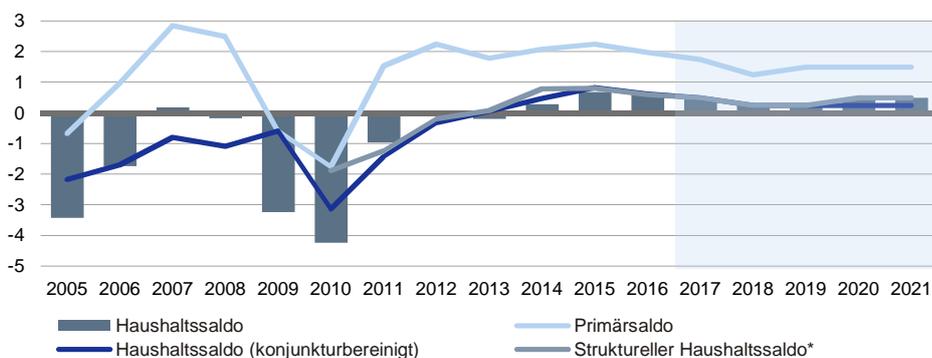
ist (auf Datengrundlage der deutschen Finanzstatistik) dank der guten Konjunktur und der im Steuersystem angelegten „kalten Progression“ (d.h. „heimlicher“ Steuererhöhungen) in den letzten Jahren kräftig angestiegen, auf ca. 22,5% des BIP 2016 von 20,6% 2010.

Im Ergebnis ging die Staatsschuldenquote in den letzten Jahren bereits spürbar zurück. Ende 2016 lag sie mit 68,3% des BIP bereits deutlich unterhalb des zwischenzeitlichen Höchststandes von über 80% des BIP Ende 2010, allerdings noch leicht über dem Niveau vor Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise (siehe Grafik 5). Der Rückgang der deutschen Schuldenquote ist zu großen Teilen den anhaltend hohen gesamtstaatlichen Primärüberschüssen (Haushaltsüberschüsse vor Zinsausgaben) und damit der guten Konjunktorentwicklung zu verdanken (die gleich doppelt, nämlich auch über den Nenner der Schuldenquote, wirkt), jedoch auch massiv durch das Niedrigzinsumfeld (und dadurch sinkende Zinsausgaben) begünstigt (siehe Grafik 4).

Die deutschen öffentlichen Finanzen dürften laut Bundesregierung mittelfristig stabil bleiben

6

Gesamtstaat, % BIP



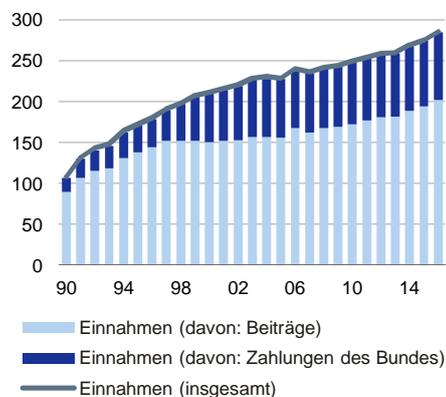
* konjunkturbereinigt und exklusive Sondereffekte.
Prognosen: Deutsches Stabilitätsprogramm (2017).

Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Die Finanzlage der Deutschen Rentenversicherung wird durch hohe Bundeszuschüsse stabilisiert

7

EUR Mrd.



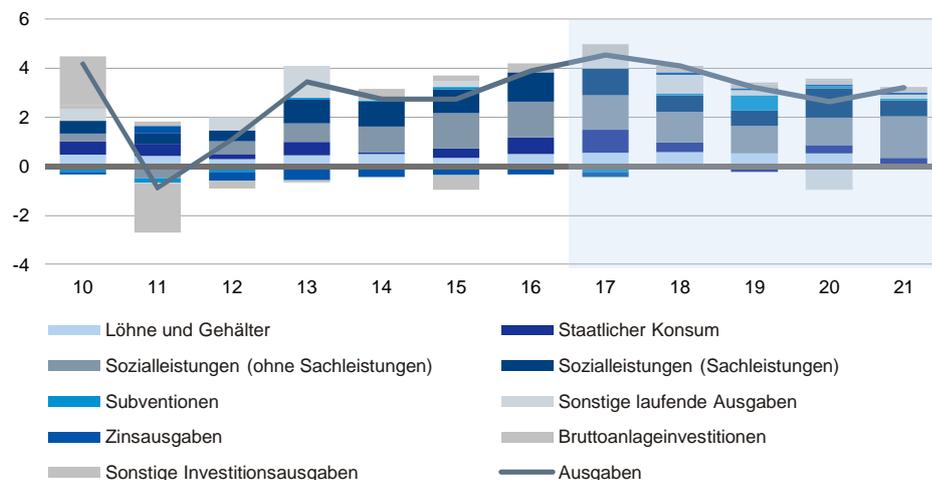
Ohne "Deutsche Rentenversicherung Knappschaft-Bahn-See"

Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die gesamtstaatlichen Ausgaben dürften laut Finanzplan bis 2021 kräftig wachsen

8

Wachstumsbeiträge (nominal), Prozentpunkte



Die Prognosen entstammen dem Deutschen Stabilitätsprogramm 2017.

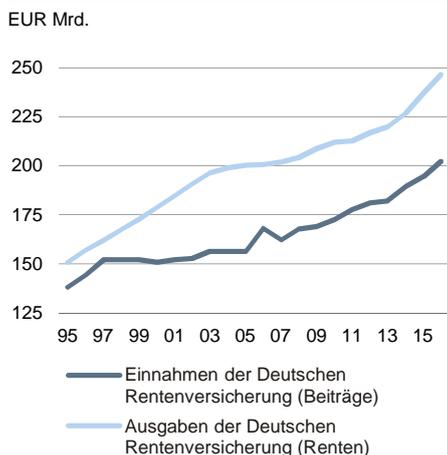
Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research



Günstige Entwicklung der deutschen Staatsfinanzen dürfte kurz- bis mittelfristig aufgrund dynamisch wachsender Staatseinnahmen – und trotz hohem Ausgabenwachstum – andauern

Die Lücke aus Beitragseinnahmen und Rentenausgaben bleibt groß

9



Ohne "Deutsche Rentenversicherung Knappschaft-Bahn-See"

Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

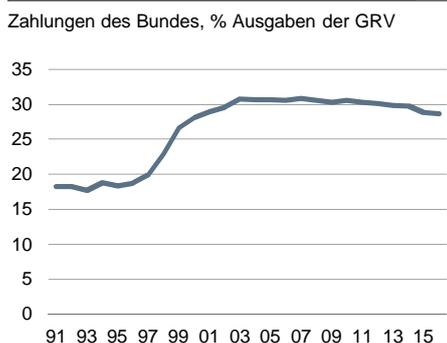
Trotz einer bereits spürbaren Ausweitung der gesamtstaatlichen Primärausgaben (Staatsausgaben vor Schuldzinsen), insbesondere im Bereich der Sozialausgaben (Stichworte: „Rente mit 63“, „Mütterrente“, etc.), dürfte die günstige Entwicklung der öffentlichen Finanzen zumindest kurz- bis mittelfristig dank dynamisch wachsender Staatseinnahmen andauern. Selbst wenn sich der günstige Makroausblick in den nächsten Jahren unerwartet verschlechtern sollte, würden verfassungsrechtliche und europäische Vorgaben zur Begrenzung der öffentlichen Verschuldung (zumindest) einem massiven Anstieg der Verschuldung einen Riegel vorschieben.

In dem aktuellen Stabilitätsprogramm von 2017 plant die jetzige Bundesregierung für den Zeitraum 2017 bis 2021 mit durchgängig positiven (gesamtstaatlichen) Haushaltssalden (siehe Grafik 6), die – bei anhaltend günstigem Konjunkturverlauf und niedrigen Zinsen – zu einer stark rückgängigen Schuldenquote bis 2021 führen könnten. Nach den Projektionen der Bundesregierung könnte die Staatsschuldenquote bereits Ende 2019 unter das Vorkrisenniveau von 2007 fallen und ab 2020 erstmals seit 2002 wieder unterhalb der Maastricht-Grenze von 60% des BIP liegen (siehe Grafik 5). Auch wenn ein solcher Rückgang der Schuldenquote nicht unrealistisch erscheint, birgt der starke Zuwachs bei den Sozialausgaben (Rente, Arbeit, Gesundheit) das Risiko, dass die öffentlichen Haushalte langfristig unter großen Druck geraten könnten und der Spielraum für notwendige Zukunftsinvestitionen in den Bereichen Bildung und öffentliche Infrastruktur deutlich einschränkt werden könnte.

Trotz guter Beschäftigungslage ist die Gesetzliche Rentenversicherung (ohne Deutsche Rentenversicherung Knappschaft-Bahn-See) (GRV) bereits heute als einziger Sozialversicherungsträger defizitär. So erwirtschaftete diese (nach Daten des Monatsberichts der Deutschen Bundesbank) über die letzten beiden Jahre geringe Finanzierungsdefizite, die zu einem Abschmelzen der Finanzrücklagen führten. Die defizitäre Finanzlage der GRV ist umso beachtlicher, wenn man bedenkt, dass ein erheblicher Teil der gesamten GRV-Einnahmen aus Zahlungen des Bundes stammt. Die aus dem Bundeshaushalt an GRV bereitgestellten Finanzhilfen beliefen sich 2016 auf sehr hohe EUR 82,6 Mrd. (ca. 2,6% des BIP) und deckten damit fast ein Drittel der Jahresausgaben der gesetzlichen Rentenkasse ab (siehe Grafik 10). Die GRV könnte (bei gleichbleibenden Beitragssätzen und Bundesmitteln) und bei anhaltend großzügig bemessenen Rentensatzanpassungen zunehmend unter Finanzdruck geraten. Bereits 2016 wurden die Renten um 4,25% in den alten Bundesländern und 5,95% in den neuen Bundesländern erhöht – bei einer Inflationsrate von nur 0,5%. Anhaltend hohe Rentenerhöhungen dürften noch höhere Bundeszuschüsse erforderlich machen. Die jetzige Bundesregierung geht bereits in ihrem „Haushaltsentwurf 2018 und Finanzplan bis 2021“ davon aus, dass die gesamten im Zusammenhang mit der gesetzlichen Rente stehenden Bundeszuschüsse¹ im Haushaltsjahr 2018 hohe EUR 94,0 Mrd. verschlingen dürften und bis zum Ende der nächsten Legislaturperiode sogar auf über EUR 100 Mrd. anwachsen dürften (2021P: EUR 103,4 Mrd.). Dies würde bedeuten, dass der Anteil der gesamten Bundeszuschüsse an die gesetzlichen Rentenkassen noch weiter zulegen dürfte, von 27,9% der Bundesausgaben 2018 auf 29,0% im Jahr 2021. Zudem verdeutlicht dies, dass die durch erhebliche Bundesmittel stabilisierte Finanzlage der gesetzlichen Rentenversicherung schon heute und in Zukunft noch mehr denn je am Tropf des Bundes bzw. Steuerzahlers hängt.

Die Deutsche Rentenversicherung hängt am Tropf des Bundes

10



Ohne "Deutsche Rentenversicherung Knappschaft-Bahn-See"

Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

¹ Laut Bundesversicherungsamt betragen die gesamten Bundesmittel an die gesetzliche Rentenversicherung (inklusive Knappschaft) im Jahr 2016 EUR 87,5 Mrd. (2,8% des BIP).

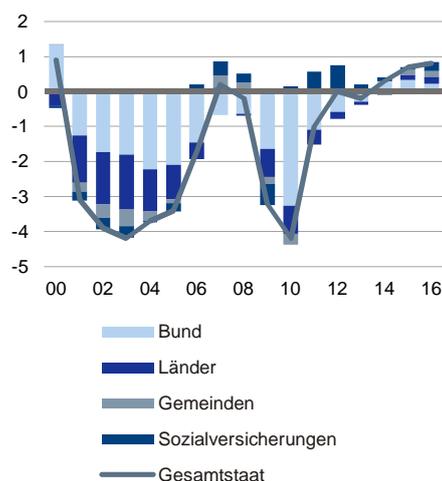


Verfassungsrechtliche und europäische Regeln sollen Staatsverschuldung einschränken

Der deutsche Staatshaushalt liegt seit 2014 im Plus

11

Haushaltsaldo, % BIP

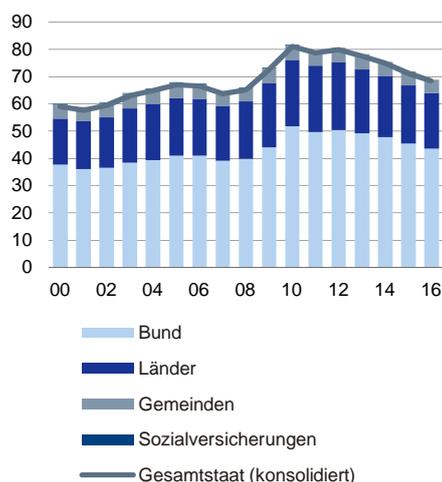


Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die gesamtstaatliche Schuldenquote Deutschlands ging bereits spürbar zurück

12

Staatsschulden (brutto), % BIP



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die 2009 eingeführte und im Grundgesetz verankerte „**Schuldenbremse**“ schreibt vor, dass das strukturelle (also um Konjunktur- und Sondereffekte bereinigte) Haushaltsdefizit des Bundes nicht mehr als 0,35% des BIP betragen darf. Zusätzlich verpflichtet sie die Bundesländer, einen ausgeglichenen Haushalt vorzuweisen. Während die Vorgaben der Schuldenbremse für den Bund seit 2016 rechtlich bindend sind, müssen die Länder die fiskalischen Vorgaben zur Schuldenbremse erst ab dem Haushaltsjahr 2020 erfüllen. In der Übergangsphase sind die Haushalte der Länder so aufzustellen, dass diese ab dem Jahr 2020 ohne Neuverschuldung auskommen.

Neben der nationalen Schuldenbremse schreibt der **Europäische Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP)** vor, dass das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit nicht mehr als 3% des nationalen BIP und die Staatsschuldenquote nicht höher als 60% der jährlichen Wirtschaftsleistung betragen dürfen (sogenannte „Maastricht-Grenzen“). Während Deutschland die Defizitgrenze bereits wieder seit 2011 einhält (und derzeit mit hohem Sicherheitsabstand), liegt die gesamtstaatliche Schuldenquote jedoch noch oberhalb der 60%-Verschuldungsgrenze. Damit die EWU-Mitgliedstaaten ihre durch die globale Finanz- und Wirtschaftskrise stark beeinträchtigten öffentlichen Finanzen mittelfristig wieder sanieren, wurde der SWP im Jahr 2011 erweitert. Mit der Einführung der sogenannten „1/20-Regel“ soll sichergestellt werden, dass die Staatsschuldenquote eines Landes – sofern diese oberhalb der 60%-Grenze des nationalen BIP liegt – dauerhaft auf diesen Grenzwert gesenkt wird. Seit Einführung dieser Zusatzregelung kann ein sogenanntes Defizitverfahren nicht nur bei Verletzung der 3%-Defizitgrenze ausgelöst werden, sondern auch dann, wenn nicht sichergestellt ist, dass die Verschuldung eines Staates mittelfristig wieder auf den Grenzwert von 60% des BIP zurückgeführt wird. Konkret gibt die 1/20-Regel vor, dass ein Staat die Referenzüberschreitung (d.h. Differenz aus tatsächlicher Schuldenquote minus 60% des BIP) in den drei vorangegangenen Haushaltsjahren im Durchschnitt um mindestens 1/20 pro Jahr reduziert hat. Der deutsche Staat strebt im präventiven Arm des SWP mittelfristig ein strukturelles Haushaltsdefizit in Höhe von 0,5% des BIP an. Dieses Haushaltsziel wurde seit 2012 erfüllt.

Der Bund kommt bereits seit 2014 ohne neue Schulden aus. Die Haushalte der Länder weisen seit 2014 ebenso insgesamt (d.h. auf konsolidierter Basis) Überschüsse aus, die Gemeindehaushalte insgesamt seit 2015. Die (konsolidierten) Haushalte der Sozialversicherungsträger (Renten-, Kranken-, Pflege- und Arbeitslosenversicherung) erzielen bereits seit 2010 Finanzierungsüberschüsse (siehe Grafik 11). Damit erfüllt der Bund die seit 2016 geltenden Vorgaben der Schuldenbremse deutlich. Die Länder wiesen 2016 insgesamt einen Überschuss in Höhe von 0,2% des BIP auf und erfüllen die Vorgaben damit bereits heute schon – zumindest in Summe. Auch die Vorgaben des europäischen SWP werden von Deutschland aktuell mit deutlichem Sicherheitsabstand eingehalten. Die 3%-Defizitregel wird bereits seit 2011 erfüllt. Die 1/20-Regel zur Schuldenrückführung wird ebenso erfüllt und das mittelfristige Haushaltsziel übertroffen.

Staatsfinanzen profitieren (noch) von einer brummenden Wirtschaft, Niedrigzinsen und einer „demografischen Atempause“

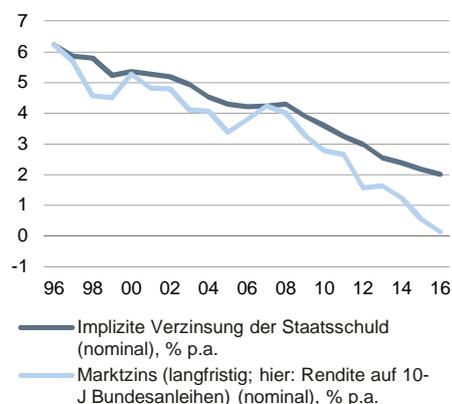
Die öffentlichen Haushalte dürften – nach heutiger Finanzplanung – in den nächsten fünf Jahren solide bleiben und zu einer weiter rückläufigen Schuldenquote führen. Eine weiterhin günstige Entwicklung der deutschen Staatsfinanzen hängt aber in hohem Maße von einer anhaltend guten Konjunktur und einem weiteren dynamischen Zuwachs bei den Staatseinnahmen (Steuern, Sozi-



Deutsche Staatsfinanzen

Der deutsche Fiskus kann sich derzeit über "Minizinsen" freuen

13



Die implizite Verzinsung der Staatsschulden ergibt sich rechnerisch aus dem Verhältnis zwischen den staatlichen Zinsausgaben eines Jahres und den Bruttostaatsschulden am Ende des Vorjahres.

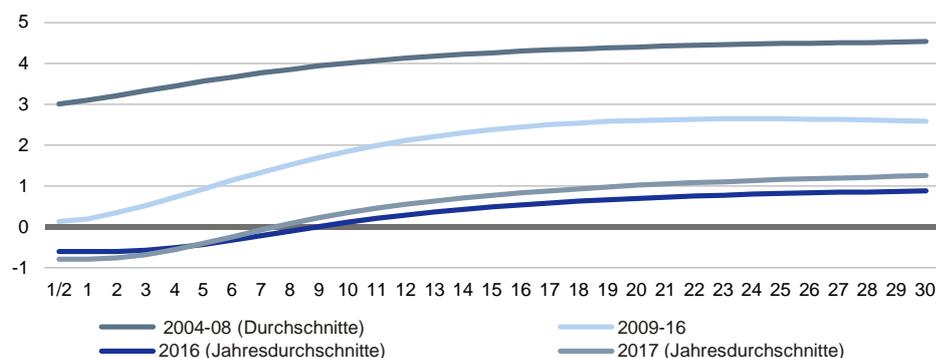
Quellen: Eurostat, AMECO, Bloomberg, Deutsche Bank Research

albeiträge) ab. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass die auf die Staatsschulden zu zahlenden Zinsen immer tiefer sinken bzw. ewig auf den historisch außergewöhnlich niedrigen Niveaus verbleiben (siehe Grafik 14). Im bisherigen Jahresverlauf 2017 (Jahresdurchschnitte) rentieren deutsche Staatsanleihen mit Restlaufzeiten bis weit über 5 Jahren im negativen Bereich. Auch die Renditen auf langlaufende deutsche Staatsanleihen liegen – trotz des jüngsten Renditeanstiegs – auf historisch niedrigen Niveaus (siehe Grafik 13 und 14). Bei einer in den nächsten Jahren einsetzenden Normalisierung der Geldpolitik (Auslaufen von QE und graduell steigenden Leitzinsen) dürften die Zinsausgaben des deutschen Staates – absolut und relativ zur Wirtschaftsleistung – wieder allmählich zunehmen und damit die öffentlichen Haushalte zumindest nicht mehr weiter entlasten – so wie dies in der jüngsten Vergangenheit Jahr für Jahr aufgrund sinkender Staatsanleiherenditen der Fall war.

Die Zinsstrukturkurve hat sich in der letzten Dekade kontinuierlich nach unten verschoben

14

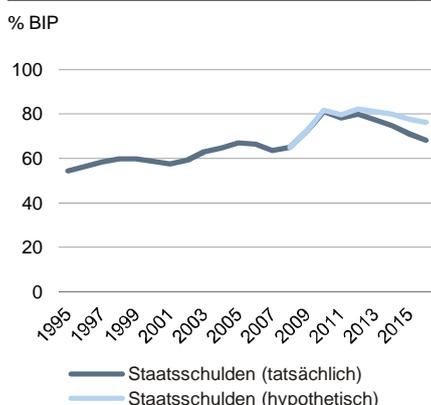
Renditen auf deutsche Staatsanleihen (nach der Svensson Methode), %



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Ohne das Niedrigzinsniveau wäre die Schuldenquote heute höher

15



Die hypothetischen Zinsausgaben wurden auf Basis eines ab 2008 gleichbleibenden impliziten Zinses in Höhe von 4,2% (Niveau von 2007) ermittelt.

Quellen: AMECO, Eurostat, Deutsche Bank Research

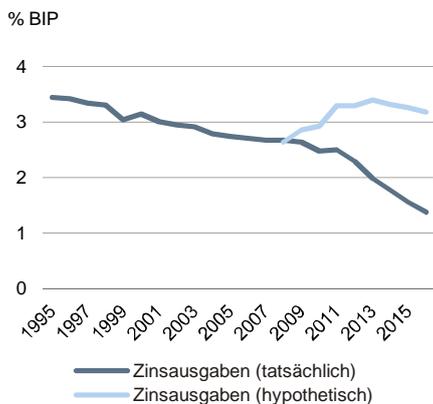
Um zu sehen, wie stark der deutsche Fiskus heute von den Negativ- bzw. Nullzinsen profitiert (und über die letzten Jahre bereits profitiert hat), kann man einen Blick auf den Verlauf des impliziten Zinssatzes werfen. Dieser „Durchschnittszinssatz“ – der sich rechnerisch aus den in einem Haushaltsjahr zu leistenden gesamtstaatlichen Zinsausgaben im Verhältnis zum am Ende des vorherigen Haushaltsjahres vorherrschenden Schuldenstandes ergibt – ist seit Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise immer tiefer gesunken und hat sich von rund 4,2% p.a. im Jahr 2008 auf nur noch 2% p.a. 2016 mehr als halbiert (siehe Grafik 13). Aus diesem Grund ist die Zinslast des deutschen Fiskus trotz des nach Ausbruch der globalen Finanzkrise ausgelösten Schuldenanstiegs rapide gefallen (siehe Grafik 5). Dieser starke Zinssatzrückgang hat dem deutschen Staat viele Zinszahlungen gespart und damit den Staatshaushalt erheblich entlastet: Während in den fünf Jahren vor Ausbruch der Finanzmarktkrise 2007 jährlich noch rund EUR 64 Mrd. an Zinszahlungen flossen (ca. 2,8% des BIP), musste der Staat 2016 nur noch EUR 43 Mrd. an Zinsen berappen (1,4% des BIP). Mit anderen Worten: Im abgelaufenen Haushaltsjahr wurde der Haushalt nach dieser einfachen Rechnung um EUR 22 Mrd. oder 0,7% des BIP (2016) entlastet. Die seit 2008 kumulierte Zinersparnis des Fiskus ist dabei noch um ein Vielfaches größer. Wäre der implizite Zinssatz ab 2008 nicht weiter gefallen (sondern bei 4,2% verblieben, ceteris paribus), hätte die deutsche Staatsverschuldungsquote Ende 2016 nicht bei 68,3% des BIP, sondern bei über 75% des BIP gelegen (siehe Grafik 15). Aufgrund des deutlich höheren Schuldenstands hätten ebenso die Zinsausgaben des Staates nicht bei 1,4% des BIP (2016), sondern bei mehr als doppelt so hohen 3% des BIP gelegen



Deutsche Staatsfinanzen

Durch das Niedrigzinsniveau hat der Staat viel an Zinsen eingespart

16

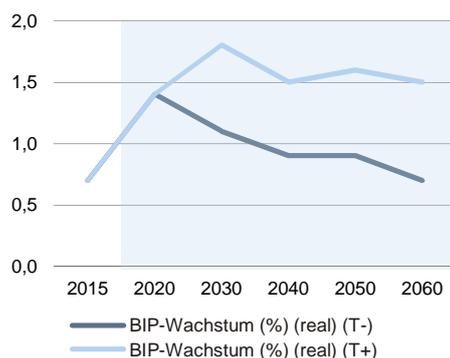


Die hypothetischen Zinsausgaben wurden auf Basis eines ab 2008 gleichbleibenden impliziten Zinses in Höhe von 4,2% (Niveau von 2007) ermittelt.

Quellen: AMECO, Eurostat, Deutsche Bank Research

Annahmen zum BIP-Wachstum im Vierten Tragfähigkeitsbericht

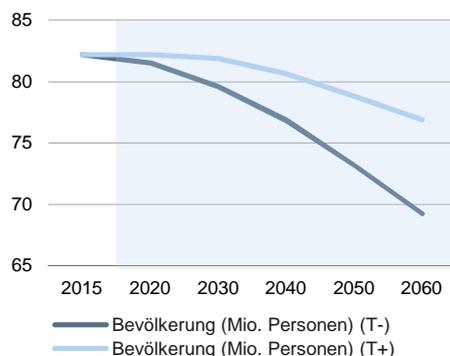
17



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Annahmen zur Bevölkerung im Vierten Tragfähigkeitsbericht

18



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

(siehe Grafik 16). Nach dieser (zugegebenermaßen stark vereinfachenden) Überschlagsrechnung (die u.a. nicht den strukturellen Trend fallender Realzinsen ab 2008 fortgeschrieben hat) dürfte der deutsche Staat zwischen 2008 und 2016 fast EUR 260 Mrd. an Zinsen eingespart haben. Die tatsächliche Zinsersparnis könnte allerdings auch noch deutlich höher gewesen sein, da bei dem in der oben beschriebenen Simulation angenommenen durchschnittlichen Zinsniveau (von 4,2%) die vergangenen BIP-Wachstumswahlen höchstwahrscheinlich nicht erreicht worden wären und damit auch die Staatseinnahmen niedriger bzw. die Primärausgaben höher ausgefallen wären. So viel ist sicher: Ohne Niedrigzinsniveau würden sich die deutschen Staatsfinanzen heute in einem deutlich schlechteren Zustand befinden.

Zwar dürfte der Durchschnittszins in den nächsten Jahren noch weiter in Richtung des niedrigeren Marktzinses (hier anhand 10-jähriger Renditen auf Bundesanleihen approximiert) sinken, da die zur Rückzahlung fällig werdenden Altschulden noch immer zu niedrigeren Zinssätzen refinanziert werden dürften². Jedoch dürfte dieser implizite Zins in der mittleren Frist – bei einer zunehmenden Normalisierung der Geldpolitik und dauerhaft höheren Zinsen – wieder allmählich ansteigen. Die durch die oben beschriebenen Sonderfaktoren (starke Konjunktur und Minizinsen) verursachten vorübergehenden Haushaltsüberschüsse sollten daher auf keinen Fall als Rechtfertigung für permanente Ausgabenerhöhungen oder Abgabensenkungen erachtet werden.

Steigende Zinsen und eine alternde Gesellschaft dürften die öffentlichen Finanzen ab Mitte der nächsten Dekade erheblich unter Druck setzen

Es ist unrealistisch anzunehmen, dass die Finanzlage des Gesamtstaates auf Dauer in der aktuell guten Verfassung bleibt. Einerseits sollte der Zinsdienst mittel- bis langfristig wieder Druck auf die öffentlichen Finanzen ausüben, andererseits sich die voranschreitende Alterung der Gesellschaft auf die wirtschaftliche Aktivität und damit auch auf die Staatsfinanzen bemerkbar machen. Die Alterung der Gesellschaft (ohne stärkere Zuwanderung) wird stark voranschreiten und die öffentlichen Haushalte bereits in naher Zukunft spürbar belasten, einerseits über sich schwächer entwickelnde Staatseinnahmen (Steuern, Sozialbeiträge) – aufgrund eines Rückgangs der Erwerbstätigen und damit einer sinkenden Potenzialwachstumsrate – und andererseits über stark ansteigende Staatsausgaben (insbesondere in den Bereichen gesetzliche Rente, Gesundheit und soziale Pflege). Spätestens Mitte/Ende der nächsten Dekade dürften die „altersreagiblen“ Ausgaben des Staates (d.h. jene in den Bereichen Rente, Gesundheit und sozialer Pflege) im Verhältnis zum BIP deutlich ansteigen und damit erheblichen Druck auf die Staatsausgaben entfalten.

Nach Einschätzung des Bundesfinanzministeriums (siehe „Vierter Tragfähigkeitsbericht der öffentlichen Finanzen“ und „Deutsches Stabilitätsprogramm, Aktualisierung 2017“) befindet sich Deutschland derzeit noch in einer sogenannten „demografischen Atempause“, sodass Wirtschaft und Staatsfinanzen noch nicht vollumfänglich und spürbarer von der Alterung der Bevölkerung beeinträchtigt sind. Diese Atempause wird jedoch spätestens Mitte/Ende der nächsten Dekade enden, wenn zunehmend mehr Rentner die staatlichen Rentenkassen (bzw. öffentlichen Haushalte und/oder Beitragszahler) belasten und eine abnehmende Erwerbsbevölkerung auf das Wachstumspotenzial drückt. In seinem pessimistischen Szenario (T-) geht das Bundesfinanzministerium derzeit davon aus, dass die altersreagiblen Staatsausgaben (u.a. für die gesetzliche

² Die durchschnittliche Restlaufzeit deutscher Staatsschulden betrug laut EZB-Daten Ende 2016 ca. 5,8 Jahre. Demnach besteht noch ein gewisses Potenzial, dass die Durchschnittsverzinsung (bei anhaltend niedrigem Zinsniveau) in den nächsten Jahren durch zu niedrigeren Zinssätzen refinanzierte Altschulden weiter fällt.

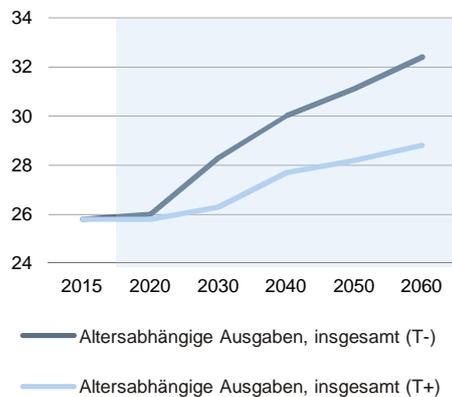


Deutsche Staatsfinanzen

Die "altersreagiblen" Staatsausgaben könnten laut Bundesfinanzministerium spürbar ansteigen

19

Altersreagible Staatsausgaben, % BIP

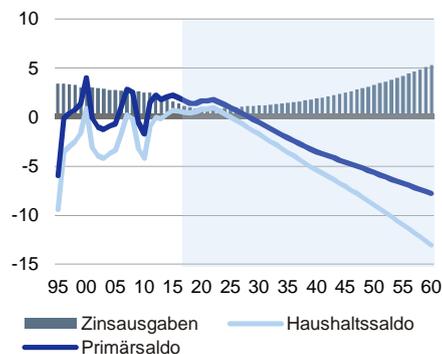


Die Projektionen basieren auf dem "Vierten Bericht zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen" (2016) vom Bundesfinanzministerium. Die altersabhängigen Ausgaben umfassen die (1) Alterssicherungsausgaben, (2) Gesundheitsausgaben, (3) Pflegeausgaben, (4) Leistungen an Arbeitslose, (5) Ausgaben für Bildung und Kinderbetreuung sowie (6) Ausgaben für den Familienleistungsausgleich.
Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Der Staatshaushalt könnte langfristig (ohne Ausgabenbegrenzung) aus dem Ruder laufen

20

Gesamtstaat, % BIP



Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

Rente, die gesetzliche Kranken- und Pflegeversicherungen sowie für Leistungen an Arbeitslose etc.) bis 2060 deutlich ansteigen könnten, auf 32,4% des BIP ausgehend von 25,8% des BIP im Jahr 2015 (ca. 60% der gesamtstaatlichen Ausgaben) (siehe Grafik 19).

Dieser pessimistischen Projektion liegt unter anderem die Annahme zugrunde, dass sich das reale BIP-Wachstum bis 2060 auf nur noch 0,7% p.a. abschwächt (siehe Grafik 17), die Gesamtbevölkerung auf unter 69,2 Mio. Personen verringert (siehe Grafik 18) und der Altenquotient³ (ein Maß für die Demografiebedingte Veränderung der Bevölkerungsstruktur) von 32,0% im Jahr 2015 auf 64,1% verdoppelt⁴. Auch in ihrem optimistischen Szenario (T+) könnten die als „alterssensitiv“ klassifizierten Staatsausgaben bis zum Jahr 2060 auf mindestens 28,8% des BIP ansteigen (siehe Grafik 19). Diese optimistische Projektion basiert unter anderem auf deutlich günstigeren Annahmen zum realen BIP-Wachstum (ca. 1,5% im Jahr 2060), einer weniger stark schrumpfenden Bevölkerung (ca. 76,9 Mio. Personen Ende 2060) sowie einem weniger dramatischen Anstieg des Altenquotienten (auf 53,7%)⁵. Die Simulationsergebnisse des Bundesfinanzministeriums zur langfristigen Tragfähigkeit der Staatsfinanzen ergeben, dass die deutsche Staatsschuldenquote (ohne politisches Gegensteuern, was nach den geltenden nationalen und europäischen Regeln zur Begrenzung der öffentlichen Verschuldung dann geboten wäre) im pessimistischen Szenario T- auf rund 220% des BIP Ende 2060 ansteigen könnte. Auch im optimistischen Szenario T+ könnte die Schuldenquote mit rund 76% des BIP zumindest höher als heute liegen (nach einem zwischenzeitlichen Rückgang in der Simulation auf rund 45% des BIP im Jahr 2035)⁶.

Unterstellt man, dass sich die Staatsfinanzen bis zum Ende der nächsten Legislaturperiode wie von der jetzigen Bundesregierung (im Finanzplan bis 2021 angenommen) entwickeln (der keine Rezession in den nächsten fünf Jahren annimmt), könnte die Staatsschuldenquote bei weiterhin guter konjunktureller Lage (und durchgängigen Finanzierungsüberschüssen) auf bis zu 56% des BIP Ende 2021 sinken.

Unterstellt man (in einem denkbaren Szenario) für die Zeit danach, dass:

- das reale BIP langfristig mit nur noch 1% p.a. wächst,
- der Realzins sich bis Mitte 2020 bei 1,2% einpendelt,
- die Staatseinnahmen sowie „nicht-altersreagiblen“ Primärausgaben des Staates sich Jahr für Jahr in Höhe des nominalen BIP-Wachstums (von rund 2,8% p.a.) erhöhen;
- und das Wachstum der „altersreagiblen Staatsausgaben“ sich im Mittel der vom Bundesfinanzministerium zugrunde gelegten Projektionen T- und T+ entwickeln⁷,

könnte der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo ab Mitte 2020 wieder rote Zahlen schreiben und (ohne fiskalisches Gegensteuern) langfristig aus dem Ruder laufen (siehe Grafik 20). In einem solchen Szenario würde die Staatsschuldenquote (und mit ihr die Zinslast des Staates) ab Ende 2020 wieder rapide zu steigen beginnen (siehe Grafik 21).

³ Der Altenquotient misst das Verhältnis der Bevölkerung im Alter von 65 und mehr Jahren zur Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren.

⁴ Die vollständigen Annahmen (u.a. zur Geburtenentwicklung, Lebenserwartung, Zuwanderung, Erwerbsquote etc.) finden sich im „Vierten Bericht zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen“ (2016) auf den Seiten 6 bis 10.

⁵ Siehe „Deutsches Stabilitätsprogramm (Aktualisierung 2017)“. Seite 47, Tabelle 19.

⁶ Siehe „Vierter Bericht zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen“ 2016. Seite 17 ff.

⁷ Die Berechnungen basieren auf der im Deutschen Stabilitätsprogramm (Aktualisierung 2017) prognostizierten Entwicklung der altersabhängigen Staatsausgaben in langfristiger Perspektive. Siehe Seite 47, Tabelle 19.

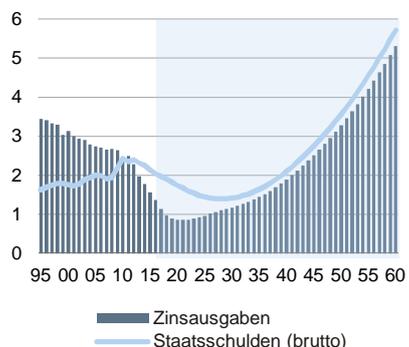


Deutsche Staatsfinanzen

Die deutsche Schuldenquote könnte aufgrund der Alterung rapide steigen

21

Gesamtstaat, % BIP



Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

Langfristige Risiken für die Staatsfinanzen spielen aufgrund der volkswirtschaftlichen Schönwetterlage keine größere Rolle im aktuellen Bundestagswahlkampf

Die langfristigen Risiken für die Staatsfinanzen scheinen – bedingt durch die aktuelle volkswirtschaftliche und fiskalische Schönwetterlage – im aktuellen Bundestagswahlkampf keine größere Rolle zu spielen. So vertritt z.B. die CDU/CSU den Standpunkt, dass das deutsche Rentensystem dank vergangener Reformschritte derzeit ausreichend stabil ist, sodass es bis 2030 keine Notwendigkeit gibt, das Rentensystem zu verändern. Vielmehr hat die aktuell gute Finanzlage des Staates allseits Steuersenkungs- und Ausgabensteigerungswünsche geweckt, die in vielfältigsten Formen Eingang in die Wahlprogramme der Parteien gefunden haben. So möchte z.B. die CDU/CSU die Einkommensteuerlast künftig senken. Der aktuelle Finanzplan der jetzigen Bundesregierung enthält für die Jahre 2019 bis 2021 aus heutiger Sicht frei verfügbare Finanzmittel von kumulierten EUR 14,8 Mrd. (ca. ½ % des BIP), die in Form einer sogenannten globalen Mindereinnahme bereits berücksichtigt worden sind.

Abschätzung des fiskalischen Spielraums für Steuersenkungen

22

EUR Mrd.



*Erforderliche Steuersenkungen zur Erreichung einer konstanten Steuerquote.

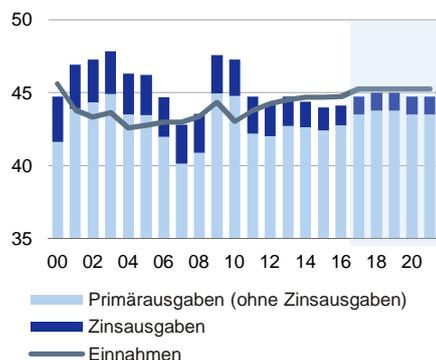
Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung (Mai 2017), Bank Research

Die CDU/CSU geht in ihrem Wahlprogramm davon aus, dass es die gute wirtschaftliche Lage ermöglicht, die Einkommensteuer um rund EUR 15 Mrd. zu senken. Die Steuervorschläge der CDU/CSU (Stichworte: Anhebung des Kinderfreibetrages und Kindergeldes, Veränderungen am Steuertarif, Einführung eines Baukindergeldes, Einführung von Freibeträgen bei der Grunderwerbsteuer etc.) lassen allerdings vermuten, dass die gesamten angestrebten Steuerentlastungen bei mehr als EUR 15 Mrd. EUR liegen könnten. In ihrem Wahlprogramm verspricht die CDU/CSU zudem, dass mit ihr die Steuerquote (von 22,5% des BIP 2016) nicht weiter ansteigen wird. Bei einer gleichbleibenden Steuerquote könnten sich nach unseren Berechnungen (auf Grundlage der Steuerschätzung vom Mai 2017) ein fiskalischer Spielraum ergeben, der von ca. EUR 5,3 Mrd. 2017 (0,2% des BIP) auf bis zu 27,5 Mrd. (0,8% des BIP) 2021 anwachsen könnte (siehe Grafik 22). Dieser fiskalische Spielraum errechnet sich aus der Differenz zwischen prognostizierter Steuerquote und (der auf dem Niveau von 2016 gleichbleibender) Steuerquote (und in Relation zum prognostizierten nominalen BIP).

Die Einnahmen übersteigen die Ausgaben seit 2014, auch dank Nullzins

23

Gesamtstaat, % BIP



Projektionen: Deutsches Stabilitätsprogramm 2017.

Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Die SPD tritt für Steuererleichterungen im Bereich niedriger und mittlerer Einkommen ein, die über entsprechende Steuererhöhung im Bereich höherer Einkommen und damit aufkommensneutral gegenfinanziert werden sollen. Zudem verspricht sie, dass der Solidaritätszuschlag auf die Einkommenssteuer für Jahreseinkommen von bis zu EUR 52.000 schon im Jahr 2020 entfallen oder zumindest absinken könnte. 2016 beliefen sich die Einnahmen aus dieser Bundessteuer auf rund EUR 16,9 Mrd. (0,5% des BIP). In diesem Kontext beabsichtigt die CDU/CSU, den Solidaritätszuschlag für alle Steuerzahler ab dem Jahr 2020 schrittweise und schnellstmöglich abzuschaffen. Konkret plant sie in der kommenden Legislaturperiode mit einer Entlastung von ca. EUR 4 Mrd. (0,1% des prognostizierten BIP für 2017). Für die Rente plant die SPD die Einführung einer sogenannten „doppelten Haltelinie“. In einem ersten Schritt sollte das weitere Absinken des Rentenniveaus verhindert werden und bis 2030 auf dem heutigen Niveau von 48% stabil gehalten werden. Gleichzeitig soll der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung (aktuell: 18,7%) nicht über 22% ansteigen. Gleichzeitig wird eine weitere Anhebung des Renteneintrittsalters ausgeschlossen. Laut SPD dürften ab Mitte der 2020er Jahre zusätzliche Steuermittel und eine Verbreiterung der Versichertenbasis (Stichwort „Bürgerversicherung“) notwendig werden, um das Rentensystem zu stabilisieren.

Um die Wirtschaft und die Staatsfinanzen für die voranschreitende Alterung der Bevölkerung zu wappnen und die Notwendigkeit abrupter und scharfer fiskalischer Anpassungen in der Zukunft zu vermeiden, sollten im Hinblick auf die im September anstehende Bundestagswahl nicht immer weitere Wahlgeschenke (Steuersenkungen, Ausgabensteigerungen) versprochen werden, die dauerhaft

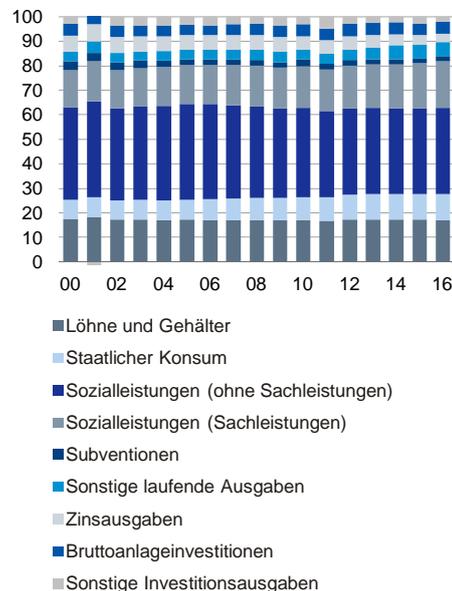


Deutsche Staatsfinanzen

Struktur der gesamtstaatlichen Ausgaben

24

% gesamtstaatliche Ausgaben



Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

nur schwer solide gegenfinanziert werden können. Vielmehr sollte eine Diskussion in Gang gesetzt werden, wie die deutsche Wachstumspotenzialrate zumindest auf dem gegenwärtigen Niveau gehalten (oder gar angehoben werden) könnte, um neue Verteilungsspielräume zu generieren und die öffentlichen Finanzen trotz Alterung der Gesellschaft dauerhaft zu stabilisieren. In unserem Deutschland-Monitor „Sinkendes deutsches Trendwachstum zu wenig im Fokus der Parteien“ (vom 3. Juli 2017) haben wir bereits konstatiert, dass die aktuelle dynamische Konjunktur die aufgrund der Alterung der Gesellschaft einsetzende Abschwächung des Potenzialwachstums noch überstrahlt und das sinkende Trendwachstum zu wenig im Fokus der Parteien steht.

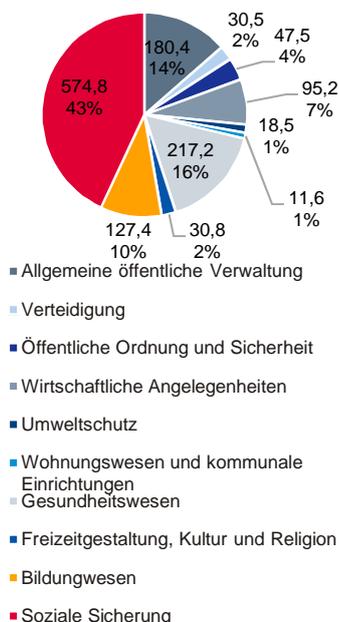
Grundsätzlich gibt es einen breiten gesellschaftlichen Konsens, dass wachstumsfördernde Investitionen (insbesondere in Bildung und Zukunftstechnologien) gestärkt werden sollten, d.h. diese Ausgabenposten gegenüber den anderen (nicht wachstumsfördernden) Ausgaben Vorfahrt haben sollten. Ob dies von der Politik in der nächsten Legislaturperiode auch in besonderem Maße beherzigt wird (bzw. aufgrund umfangreicher sonstiger Wahlversprechen im Steuer- und Sozialausgabenbereich umgesetzt werden kann), wird sich zeigen. Schon heute lasten die (nicht wachstumsfördernden) Ausgabenposten, insbesondere im Bereich der Sozialausgaben, schwer auf dem gesamtstaatlichen Haushalt und begrenzen damit den Spielraum für Zukunftsinvestitionen in erheblichem Maße (siehe Grafiken 24 und 25).

Fazit: Volle Kassen dank Vollbeschäftigung und Nullzins, aber (teure) Wahlversprechen und Demografie drohen!

Ausgabenstruktur des Gesamtstaates nach Aufgabenbereichen

25

EUR Mrd. und % Anteile (2015)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Insgesamt dürfte die aktuell sehr günstige Finanzlage des deutschen Fiskus in den nächsten fünf Jahren (bei anhaltend günstiger Konjunktur und weiterhin dynamisch wachsender Staatseinnahmen) zwar anhalten, sollte jedoch sicherlich nicht als dauerhaft und „gesetzt“ angesehen werden. Klar ist vielmehr, dass die deutsche Konjunktur das derzeitige Wachstumstempo langfristig (ohne weitere wachstumsfördernde Investitionen, insbesondere in Bildung, sowie ohne höhere Zuwanderung an qualifizierten Arbeitskräften) nicht wird halten können und daher auch die Steuereinnahmen nicht in den Himmel wachsen werden. Ebenso muss bedacht werden, dass die tatsächlichen Staatsschulden, die auch die implizite (d.h. aufgrund heutiger Zahlungsverprechen in der Zukunft zu Tage tretende) Schuldenlast berücksichtigt, deutlich höher sind als die expliziten verbrieften (und in der öffentlichen Statistik sichtbaren) Staatsschulden. Eine Analyse der Stiftung Marktwirtschaft vom März 2017⁸ kommt zu dem Ergebnis, dass die heutigen Leistungszusagen des Staates (u.a. für Beamtenpensionen, Soziale Sicherungsausgaben) – bei dauerhafter Fortführung der derzeitigen Politik – zu hohen künftigen Haushaltsdefiziten führen würden, da die Einnahmen des Staates auf längere Sicht nicht mit den Ausgaben Schritt halten dürften. Nach den Berechnungen der Autoren liegt die gesamte (explizite und implizite) Staatsverschuldung Deutschlands bei 161% des BIP und damit deutlich höher als die explizit ausgewiesenen 68,3% Ende 2016.

Bei Fortschreibung des Status quo der gegenwärtigen Politik – und ohne weiteres fiskalpolitisches Gegensteuern u.a. in den Bereichen Rente und Gesundheit (zur Begrenzung der altersbedingten Ausgaben) – könnte sich die gesamtstaatliche Finanzlage und Verschuldungssituation Deutschlands nach unseren Berechnungen spätestens Mitte bzw. Ende der nächsten Dekade deutlich verschärfen. Bis dahin dürfte der Alterungsprozess der Gesellschaft stark vorange-

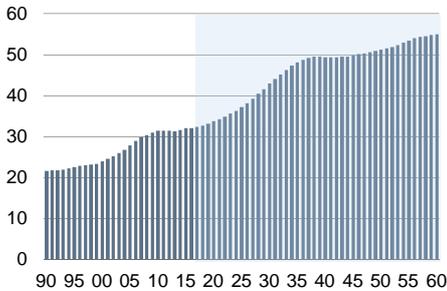
⁸ Siehe Peters, Fabian, Bernd Raffelhüschen und Gerrit Reeker. „Ehrbare Staaten? Update 2016. Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa. Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, Nr. 137 (März 2017).



Deutsche Staatsfinanzen

Die Alterslastquote dürfte ab Anfang der nächsten Dekade stark ansteigen

26



■ Alterslastquote, 1. Variante (Anteil der Bevölkerung im Alter von 65 und mehr Jahren bezogen auf die Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren)

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

schritten sein und die staatlichen Finanzen bereits in deutlich größerem Umfang belasten als dies heute der Fall ist.

Eine Kennzahl, die den bevorstehenden dramatischen Alterungsprozess auf den Punkt bringt, ist der Alterslastenquotient, der die Bevölkerung im Alter von 65 und mehr Jahren ins Verhältnis zur Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren setzt. Auf Basis der aktuellen Bevölkerungsprognosen von Eurostat dürfte diese Kennzahl ab Anfang der nächsten Dekade deutlich zunehmen und damit die „demografische Atempause“ enden (siehe Grafik 26). Bei strikter Einhaltung der nationalen und europäischen Vorgaben zur Begrenzung der öffentlichen Verschuldung müsste die Haushaltspolitik, die aktuell als noch leicht, aber zunehmend expansiv (und damit pro-zyklisch) einzuordnen ist, deutlich restriktiver werden.

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



Deutschland-Monitor

In der Reihe „Deutschland-Monitor“ greifen wir politische und strukturelle Themen mit großer Bedeutung für Deutschland auf. Darunter fallen die Kommentierung von Wahlen und politischen Weichenstellungen sowie Technologie- und Branchenthemen, aber auch makroökonomische Themen, die über konjunkturelle Fragstellungen – die im Ausblick Deutschland behandelt werden – hinausgehen.

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

- „ Bundestagswahl 2017: Deutsche Staatsfinanzen 10. Juli 2017
- „ Bundestagswahl 2017: Sinkendes deutsches Trendwachstum zu wenig im Fokus der Parteien 3. Juli 2017
- „ Digitalisierung stärkt Gesundheitsversorgung: Vielfältiger Fortschritt zeichnet sich ab 28. Juni 2017
- „ Das "digitale Auto": Mehr Umsatz, mehr Konkurrenz, mehr Kooperation 19. Juni 2017
- „ Unsicherheit bremst Investitionen aus 18. Januar 2017
- „ Deutscher Häuser- und Wohnungsmarkt 2017: Ausblick auf Preise und Mieten der Städte Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München 10. Januar 2017
- „ Krümel oder Kuchen – wie stark profitiert Frankfurts Immobilienmarkt vom BREXIT? 28. November 2016
- „ Logistik: Schwaches Umfeld – Trendwende

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.