



Häuslebauer finanzieren immer langfristiger

12. Juni 2019

Autoren

Heike Mai
+49 69 910-31444
heike.mai@db.com

Orçun Kaya
+49 69 910-31732
orcun.kaya@db.com

Editor

Jan Schildbach

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

Im Blick: Häuslebauer finanzieren immer langfristiger

Die Immobilienkredite der privaten Haushalte in Deutschland sind auf EUR 1.240 Mrd. angewachsen (+29% seit 2011). Die Nachfrage nach Immobilien wurde in den vergangenen Jahren von der guten konjunkturellen Lage und sinkenden Zinsen angeheizt. Letztere ließen die jährliche Zinslast der Haushalte seit 2003 von EUR 53,7 Mrd. auf EUR 30,5 Mrd. sinken.

Um den gestiegenen Risiken aus der Immobilienfinanzierung Rechnung zu tragen, haben die makroprudenziellen Aufseher Ende Mai die erstmalige Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers beschlossen. Als Gefahren wurden v.a. ein Preisrückgang bei den Immobiliensicherheiten und ein Zinsanstieg genannt.

Die Deutschen finanzieren ihre Immobilien schon immer am liebsten langfristig. Dabei hat sich die starke Präferenz für Kredite mit langen Zinsbindungen seit 2015 weiter in Richtung von Zinsfixierungen über 10 Jahren verschoben, die mittlerweile auf einen Anteil von fast der Hälfte an allen neu abgeschlossenen Verträgen kommen.

Bankkredite und Einlagen der Haushalte im ersten Quartal 2019

Die privaten Haushalte nahmen im ersten Quartal netto beachtliche 8,8 Mrd. EUR an neuen Krediten auf. Das Wachstum ggü. Vorjahr beschleunigte sich auf 4,2%, den besten Wert seit der Jahrtausendwende. Die Immobilienkredite stiegen stark um EUR 8 Mrd. ggü. Vq. Bei diesem Tempo könnte das Plus bei den neuen Immobilienkrediten 2019 insgesamt EUR 55 Mrd. erreichen. Die Konsumentenkredite stiegen um deutliche EUR 2,6 Mrd. ggü. Vq., den höchsten Q1-Wert aller Zeiten.

Die Unsicherheit über die Konjunkturaussichten dürfte sich auf die Einschätzung der Banken zu den Risiken langfristiger Engagements ausgewirkt haben. Die Banken haben die Kreditstandards für Immobilienkredite zum ersten Mal seit drei Jahren verschärft und die Standards für Konsumentenkredite unverändert gelassen. Die Zahl der abgelehnten Kreditanträge ist weiter gestiegen. Dennoch sanken aufgrund des Wettbewerbsdrucks die Margen für durchschnittliche Wohnungsbaudarlehen.

Die Einlagen der Haushalte markierten mit einem Plus von netto EUR 21,8 Mrd. in Q1 einen Rekordwert. Wenn das aktuelle Wachstum von 5,7% ggü. Vj. das ganze Jahr über anhielte, könnten die Zuflüsse 2019 bis zu EUR 150 Mrd. erreichen. Im ersten Quartal profitierten am meisten die Sparkassen von dem Anstieg.

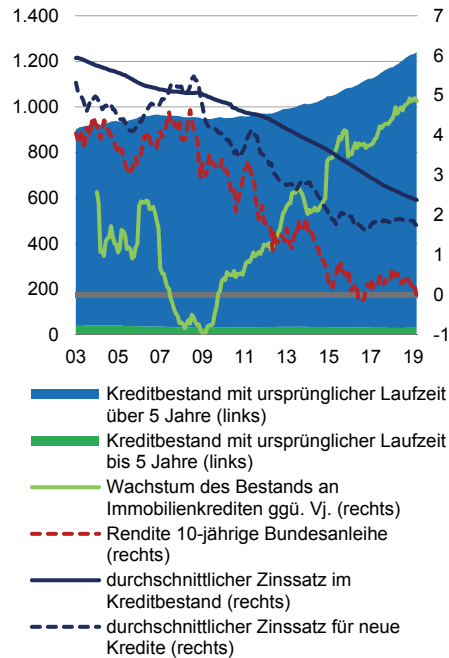


Häuslebauer finanzieren immer langfristiger

Bestand an Wohnungsbaukrediten wächst bei sinkenden Zinsen

1

Mrd. EUR (links), % (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

Zunehmende Risiken aus Immobilienkrediten?

Private Haushalte¹ haben bei Banken in Deutschland Immobilienkredite im Wert von EUR 1.240 Mrd. ausstehen – dies ist ein Plus von 37% im Vergleich zu 2003 und von 29% ggü. 2011. Nachdem das Volumen während der Finanzkrise leicht geschrumpft war, nahmen die privaten Haushalte danach immer mehr Wohnungsdarlehen auf. Die Nachfrage nach Immobilien wurde von der guten konjunkturellen Lage und sinkenden Zinsen angeheizt. Die Immobilienpreise stiegen und das Kreditvolumen wuchs, seit 2015 mit Raten von 3-5% p.a.

Diese Entwicklung führte Ende Mai zu einer Empfehlung des Ausschusses für Finanzstabilität an die BaFin, den „antizyklischen Kapitalpuffer“ zu aktivieren². Die Banken sollen bis spätestens zum dritten Quartal 2020 ihre Eigenkapitalunterlegung von inländischen Risikoaktiva um 0,25 %-Punkte erhöhen. Als Gründe wurden neben gestiegener geopolitischer Unsicherheit explizit Risiken aus der Immobilienfinanzierung und das Zinsänderungsrisiko genannt. Bei einer Korrektur der Immobilienpreise, die der Ausschuss für deutlich überbewertet hält, würde die Besicherung der Kredite an Wert verlieren. Des Weiteren würde durch eine Zinserhöhung die Zinslast der Kreditnehmer steigen. Um das höhere Kreditrisiko der Banken in einem solchen Szenario abzufedern, könne dann der antizyklische Kapitalpuffer verwendet werden.

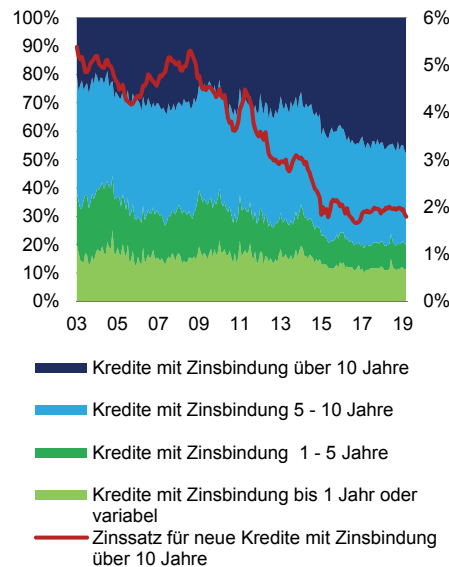
Derzeit profitieren deutsche Privathaushalte von sehr geringen Zinskosten. Der durchschnittliche Zinssatz auf den Bestand an Wohnungsdarlehen sank seit 2003 um mehr als die Hälfte auf 2,4%. Hierdurch verringerte sich die jährliche Zinslast der privaten Haushalte – bei einem insgesamt höheren Kreditvolumen – deutlich von EUR 53,7 Mrd. auf EUR 30,5 Mrd.

Längerfristige Kreditverträge: Zinsänderungsrisiko sinkt für Kunden, steigt für Banken

Private Haushalte finanzieren Immobilien immer langfristiger

2

Anteil an allen neu vergebenen Krediten (links), Zinssatz in % p.a. (rechts)



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Die Deutschen finanzieren ihre Immobilien schon immer am liebsten langfristig: Für 97,6% aller bestehenden Immobilienfinanzierungen wurden bei Vertragsabschluss Laufzeiten von mindestens 5 Jahren vereinbart. Kurz- und mittelfristige Darlehen liegen bei minimalen Anteilen von 0,4% bzw. 2,1%. Der durchschnittliche Zinssatz für langfristige Darlehen liegt damit i.d.R. nur 1 bis 3 Bp. über dem Durchschnitt für alle Immobilienkredite.

Aufgrund der überwiegend langfristigen Kreditverträge sind die privaten Haushalte nur in begrenztem Maße einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt. Der Anteil der laufenden Immobilienkredite, für welche private Haushalte innerhalb der kommenden 2 Jahre neue Zinskonditionen aushandeln müssen, liegt heute unter 13%, was sogar einen Rückgang ggü. 2015 darstellt, als dies noch auf 16% der Verträge zutraf. Darlehen mit Restlaufzeit unter 2 Jahren, wovon ein Teil anschließend neu finanziert werden muss, machen weniger als 7% aus (2015: 9%).

Mit Blick auf neu aufgenommene Wohnungsdarlehen zeigt sich, dass private Haushalte in Deutschland seit 2015 nicht nur ihre traditionelle Präferenz für Kreditverträge mit längerfristigen Zinsbindungen über 5 Jahren insgesamt weiter verstärkt haben. Zusätzlich hat innerhalb dieser Kategorie eine deutliche Verschiebung hin zur Zinsfestschreibung über mehr als 10 Jahre stattgefunden, welche jetzt für knapp die Hälfte der neuen Wohnungsdarlehen vereinbart wird.

¹ „Private Haushalte“ umfassen in der hier zugrunde liegenden Zinsstatistik der EZB wirtschaftlich unselbständige und sonstige Personen (wie in der Bundesbankstatistik, welche die Basis für den regelmäßigen Bericht im 2. Teil dieses Monitors bildet) und zusätzlich wirtschaftlich selbständige Personen und private Organisationen ohne Erwerbszweck.

² Empfehlung des Ausschusses für Finanzstabilität vom 27. Mai 2019 zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1. Die BaFin hat angekündigt, diese Empfehlung umzusetzen.

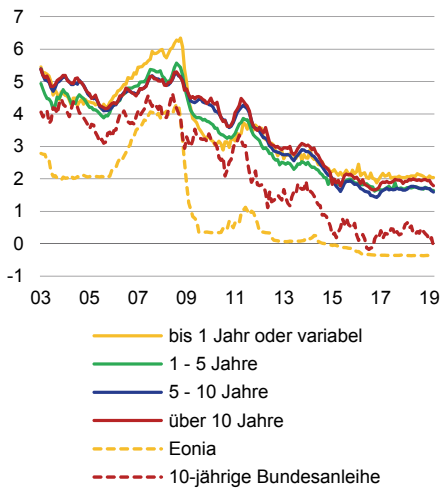


Häuslebauer finanzieren immer langfristiger

Langfristige Wohnungskredite günstiger als variable Finanzierungen

3

Zinssätze in % p.a. für neue Kredite nach Zinsbindungsfrist



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Diese Kredite bzw. deren Zinsbindung dürften also frühestens ab 2025 auslaufen und – sofern noch nicht vollständig getilgt – dann neu verhandelt werden. Das Risiko, durch einen Anstieg der Immobilienzinssätze plötzlich eine höhere Rate zahlen zu müssen, bleibt natürlich bestehen, würde aber mittelfristig nur einen Teil der Haushalte treffen.

Zinsen für neue Wohnungsbaudarlehen

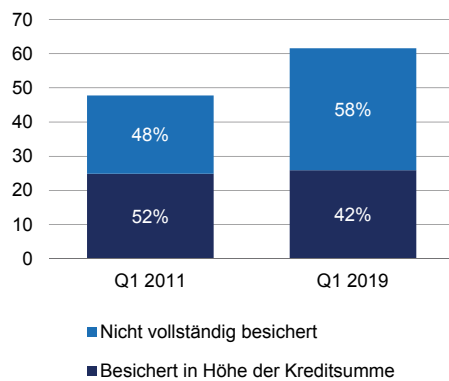
Die Kreditausweitung und Verschiebung zu noch längeren Zinsbindungsfristen ging mit dem fallenden Zinsniveau einher; die geringen und zeitweise negativen Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen ließen auch die langfristigen Immobilienzinsen auf Tiefststände sinken. Der starke Wettbewerb zwischen den Banken dürfte ein weiterer Grund für die meist geringen Aufschläge für Verträge mit langer Zinsbindung sein. Die variablen Wohnungsbauzinsen liegen seit 2015 sogar über den langfristigen Zinssätzen. Auch in der Vergangenheit gab es schon Phasen mit einer solchen „inversen“ Zinsstrukturkurve, v.a. 2006-08.

Die Aufnahme von Immobilienkrediten stellt nicht in jedem Fall neues Kreditvolumen dar. Tatsächlich waren im Jahr 2018 20% des „Neugeschäfts“ Neuverhandlungen von bestehenden Krediten oder Anschlussfinanzierungen. 2015 betrug dieser Anteil noch 24%, auch hier machen sich die längeren Zinsfestschreibungen der letzten Jahre bemerkbar. Für neu verhandelte Verträge lagen die Zinskonditionen 2018 zumeist etwa 9 Bp. über den Sätzen für „echtes“ Neugeschäft. Dies dürfte der Tatsache geschuldet sein, dass bei Neuverhandlungen im Gegensatz zu Erstfinanzierungen der Wechsel zu konkurrierenden Anbietern mit zeitlichem und administrativem Aufwand verbunden ist.

Weniger Kredite werden in voller Höhe besichert

4

Neu vergebene Immobilienkredite in Mrd. EUR



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Weniger Sicherheiten für Immobilienkredite?

Das florierende Neugeschäft geht mit einem abnehmenden Anteil vollständig besicherter Kredite einher. 2011 waren über die Hälfte der neuen Immobilienkredite in voller Höhe der Kreditsumme mit Grundschulden oder Finanzwerten besichert, jetzt trifft dies nur noch bei 42% der neuen Ausreichungen zu. Möglicherweise verlangen Banken angesichts des allgemeinen Wirtschaftswachstums und der guten Arbeitsmarktsituation seltener vollständige Besicherungen. Auch für die übrigen Immobilienkredite sind häufig Sicherheiten verpfändet, deren Höhe allerdings nicht ersichtlich ist. Da der Zinssatz für neue, vollständig besicherte Wohnungsfinanzierungen im letzten Jahr lediglich etwa 6 Bp. unter den Sätzen für alle Immobilienkredite lag, steht zu vermuten, dass auch viele der übrigen 58% der Darlehen mit hohen Sicherheiten unterlegt sind. Nichtsdestoweniger ist der Trend zu geringerer Besicherung der Finanzmarktstabilität nicht zuträglich, denn der Kreditgeber trägt hier das Risiko, bei Ausfall des Schuldners und anschließender Sicherheitsverwertung Verluste zu erleiden. Von einer deutlichen Preiskorrektur am Immobilienmarkt – wie sie der Ausschuss für Finanzstabilität als Risiko sieht – wären aber auch bislang „vollständig besicherte Kredite“ betroffen.

Heike Mai (+49 69 910-31444, heike.mai@db.com)

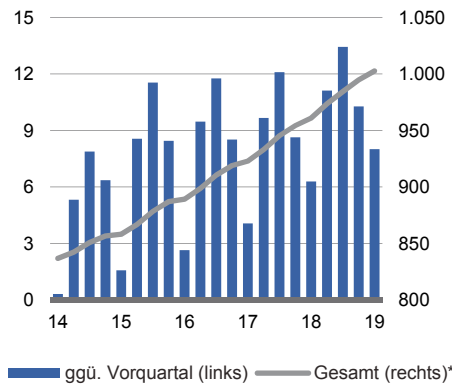


Häuslebauer finanzieren immer langfristiger

Immobilienkredite

5

Mrd. EUR



*enthält erhebliche Umklassifizierung in Q3 18.

Quelle: Deutsche Bundesbank

Bankkredite und Einlagen der Haushalte

Kreditvolumina

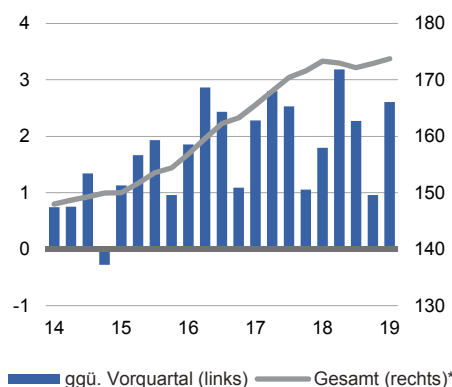
Die Kreditvergabe an private Haushalte ist stark in das Jahr 2019 gestartet. Die Haushalte nahmen netto 8,8 Mrd. EUR an neuen Krediten auf, das höchste Plus in einem Q1 seit 2000. Die jährliche Wachstumsrate beschleunigte sich auf 4,2%, ebenfalls der beste Wert seit der Jahrtausendwende.

Der Anstieg der Immobilienkredite um EUR 8 Mrd. ggü. Vq. war bemerkenswert. Die jährliche Wachstumsrate stieg auf 4,5%. Die neuen Immobilienkredite verteilten sich relativ gleichmäßig auf die verschiedenen Bankengruppen: Genossenschaftsbanken weiteten ihr Kreditbuch im ersten Quartal um EUR 1,9 Mrd. aus, Sparkassen um EUR 2,3 Mrd. und Kreditbanken um EUR 2,5 Mrd. Sollten die Zinsen auf dem derzeitigen Niveau bleiben, könnte das Plus bei den neuen Immobilienkrediten 2019 insgesamt EUR 55 Mrd. erreichen. Zinsen auf historischen Tiefstständen und die günstige Einkommensentwicklung der Haushalte haben Wohneigentum zunehmend attraktiv gemacht. Die gestiegene Nachfrage hat das Immobilienkreditvolumen seit etwa 2010 in die Höhe getrieben. Die indirekten Auswirkungen von i) steigenden Hauspreisen aufgrund des knappen Angebots an Neubauten und fehlender Anlagealternativen und von ii) sehr niedrigen Zinsen sollten jedoch nicht unterschätzt werden. Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland stiegen 2010-18 um durchschnittlich 50% und haben sich in den Großstädten fast verdoppelt. Um eine Immobilie zu kaufen, müssen die Haushalte daher mehr Kredit aufnehmen.³ Darüber hinaus können sich Haushalte aufgrund der niedrigen Zinsen auch eine höhere Verschuldung leisten. Beide Effekte führten zu einem „mechanischen“ Anstieg des Immobilienkreditvolumens.

Konsumentenkredite

6

Mrd. EUR



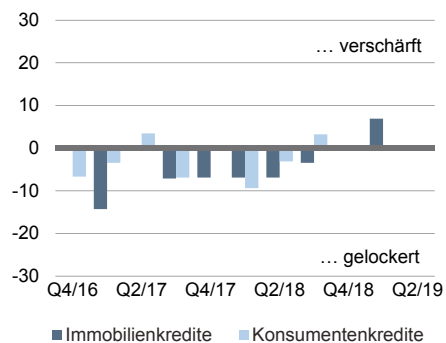
*enthält erhebliche Umklassifizierungen in Q3 13, Q2 & Q3 18.

Quelle: Deutsche Bundesbank

Die Konsumentenkredite stiegen um EUR 2,6 Mrd. ggü. Vq., der höchste Q1-Wert aller Zeiten. Das Wachstum ggü. Vj. kletterte auf 5,2%. Sollte sich dies fortsetzen, könnte die Konsumentenkreditvergabe 2019 die Marke von EUR 10 Mrd. überschreiten. EUR 2,5 Mrd. und damit fast das gesamte Neugeschäft im ersten Quartal entfiel auf die Kreditbanken (davon EUR 1,1 Mrd. auf ausländische Banken). Das Kreditvolumen der Genossenschaftsbanken und Sparkassen blieb nahezu unverändert. Dank des Beschäftigungsbooms ist die Arbeitslosenquote auf ein Rekordtief gefallen (3,2% in Deutschland in Q1 ggü. einem EU-Durchschnitt von 6,5%) und die Erwerbsbeteiligung deutlich gestiegen (auf 79%, 7 %-Punkte über dem EU-Durchschnitt). Dies hat in den letzten Jahren zu einem Anstieg der Zahl kreditwürdiger Kreditnehmer geführt. Die sonstigen Kredite sanken um EUR 1,6 Mrd. ggü. Vq., dies war jedoch der übliche saisonale Rückgang.

Bank lending survey: Kreditrichtlinien*

7



*Q2/19 erwarteter Wert

Quelle: Deutsche Bundesbank

14% der deutschen Banken berichteten im Bank lending survey (BLS) über eine steigende Nachfrage nach Wohnungskrediten. 24% der Banken sahen das allgemeine Zinsniveau als Hauptfaktor, während 14% gute Perspektiven für den Wohnungsmarkt nannten. 6% der Banken meldeten eine Belebung der Nachfrage nach Verbraucherkrediten. Ausgaben für langlebige Konsumgüter wie Autos und Möbel sowie die niedrigen Zinsen waren die wichtigsten Treiber, wie 13% bzw. 6% der Banken angaben. Die Banken sind für das laufende Quartal optimistisch; 17% bzw. 13% rechnen mit einer weiteren Steigerung der Nachfrage nach Immobilien- und Konsumentenkrediten.

Kreditrichtlinien für die Genehmigung von Kreditanträgen

Im ersten Quartal verschärfen netto 7% der Banken die Kreditstandards für Immobilienkredite, die erste Verschärfung seit Mitte 2016. 10% der Banken ver-

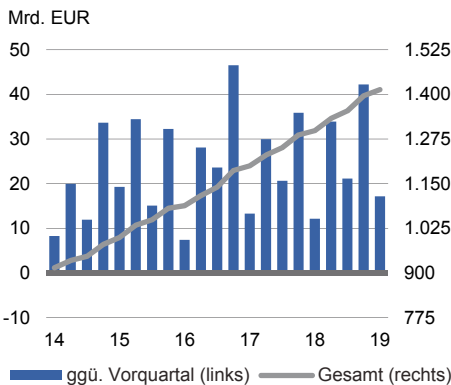
³ Siehe Bundesbank (2019). Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2017.



Häuslebauer finanzieren immer langfristiger

Sichteinlagen

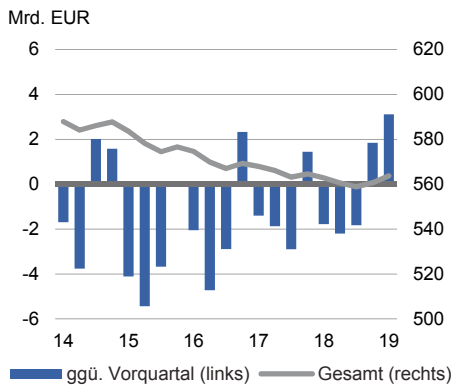
8



Quelle: Deutsche Bundesbank

Spareinlagen

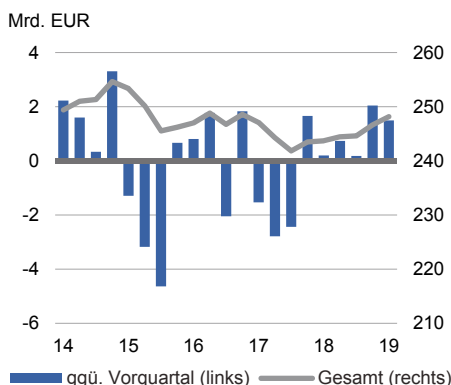
9



Quelle: Deutsche Bundesbank

Termineinlagen

10



Quelle: Deutsche Bundesbank

zeichneten einen höheren Anteil an abgelehnten Kreditanträgen. Die Unsicherheit über die Konjunkturaussichten dürfte sich auf die Einschätzung der Banken zu den Risiken langfristiger Engagements ausgewirkt haben. Die Banken beließen die Kreditrichtlinien für Konsumentenkredite unverändert. Der Wettbewerbsdruck und die verbesserte Bonität der Kunden hielten sie davon ab, die Standards zu verschärfen. Wie im letzten Quartal meldeten jedoch 6% der Banken einen höheren Anteil an abgelehnten Krediten. Für die Zukunft gehen die Banken weder bei Immobilien- noch bei Konsumentenkrediten von einer Änderung der Kreditstandards aus.

Kreditbedingungen

Die Margen bei durchschnittlichen Immobilienkrediten haben sich weiter verringert, wie netto 17% der Banken angaben, und das in einem leicht beschleunigten Tempo. Ein hoher Anteil von 31% der Banken sah den Wettbewerbsdruck als Haupttreiber. Auf der anderen Seite stieg nur bei 3% der Banken die Marge für risikoreiche Immobilienkredite an, die erste Ausweitung seit 2016. In diesem Fall überwogen gestiegene Finanzierungskosten und bilanzielle Restriktionen der Banken den Wettbewerbsdruck. Die Margen für Konsumentenkredite blieben nahezu unverändert.

Einlagenvolumina

Die Einlagen der Haushalte markierten mit einem Plus von netto EUR 21,8 Mrd. in Q1 einen Rekordwert, in einem typischerweise schwachen Quartal. Die jährliche Wachstumsrate erreichte bemerkenswerte 5,7% und damit den höchsten Wert seit 2010. Wenn die Einlagen in diesem Tempo weiter zulegen, könnten die Zuflüsse 2019 bis zu EUR 150 Mrd. erreichen. Meist streben die Banken an, den Großteil ihrer Refinanzierung am Kapitalmarkt zu Beginn des Jahres abzuschließen. In der Tat betrug die Netto-Emission von Anleihen deutscher Banken in Q1 beträchtliche EUR 21 Mrd. Zusammen mit den starken Einlagenzuflüssen könnte sich die Liquiditäts- und Refinanzierungslage der Banken 2019 relativ günstig entwickeln.

Sichteinlagen machten den Löwenanteil des Anstiegs im ersten Quartal aus (EUR +17 Mrd. ggü. Vq. und 8,8% ggü. Vj.). Die Termineinlagen nahmen um EUR 1,5 Mrd. ggü. Vq. zu (1,8% ggü. Vj.). Die Spareinlagen stiegen stark an (EUR 3 Mrd. ggü. Vq.) und der Vorjahresvergleich war erstmals seit 2014 wieder positiv (0,2%). Die Sparkassen verzeichneten erneut den größten Zufluss an Sichteinlagen (EUR 7,8 Mrd. ggü. Vq.). Genossenschaftsbanken und Kreditbanken kamen auf ein Plus von EUR 4 Mrd. bzw. 4,9 Mrd., während die Sichteinlagen bei ausländischen Banken stagnierten.

Zinssätze

Der durchschnittliche Zinssatz für Sichteinlagen sank in Q1 minimal um 1 Bp. auf 0,01% und blieb unter dem EWU-Durchschnitt von 0,03%. Der Eonia lag im gesamten Quartal bei -0,37%. Die Rendite auf 10-jährige Bundesanleihen fiel im März in den negativen Bereich (-0,07%). Ein spürbarer Anstieg der Einlagenverzinsung ist nicht in Sicht.

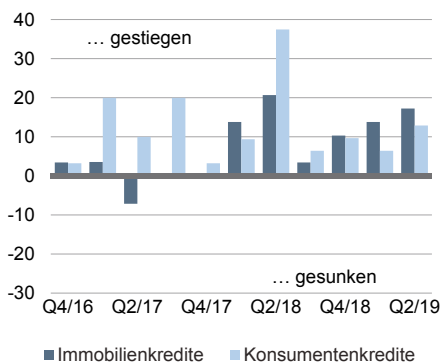
Nach einer Seitwärtsbewegung im Jahr 2018 gingen die Kreditzinsen im ersten Quartal 2019 in Deutschland etwas zurück. Die Strategie der EZB scheint also – zumindest in Deutschland – überwiegend zu funktionieren, denn die Banken bieten immer attraktivere Zinsen an, nur um zu vermeiden, liquide Mittel zu prohibitiven Zinssätzen bei der Notenbank anlegen zu müssen. Die Zinsen für neue Wohnungsdarlehen sanken in Deutschland deutlich um 10 Bp. auf 1,80% (EWU-Durchschnitt: 2,06%), die Zinsen für Konsumentenkredite um 7 Bp. auf 5,73%. Der EWU-Durchschnitt entwickelte sich gegenläufig und stieg um 20 Bp. auf 6,18%.

Orçun Kaya (+49 69 910-31732, orcun.kaya@db.com)



Häuslebauer finanzieren immer langfristiger

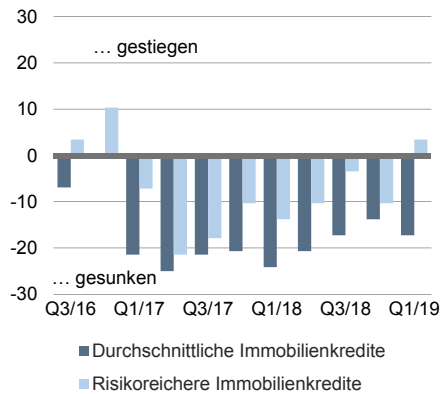
Bank lending survey: Kreditnachfrage* 11



*Q2/19 erwarteter Wert

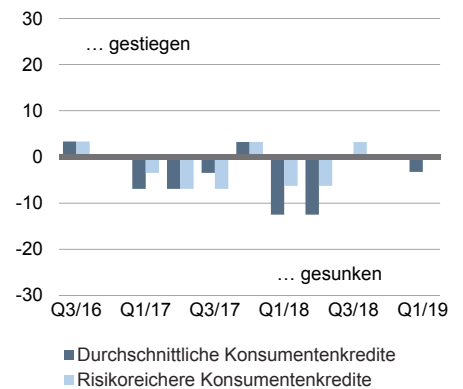
Quelle: Deutsche Bundesbank

Bank lending survey: Margen bei Immobilienkrediten 12



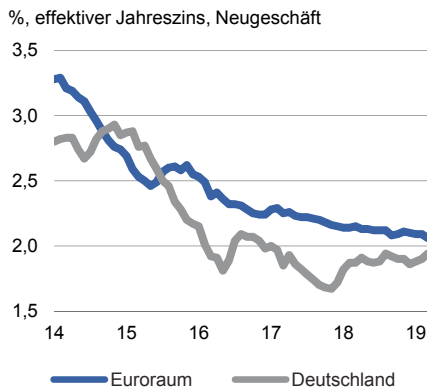
Quelle: Deutsche Bundesbank

Bank lending survey: Margen bei Konsumentenkrediten 13



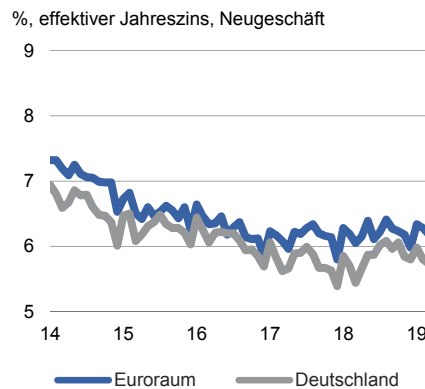
Quelle: Deutsche Bundesbank

Zinssatz für Immobilienkredite 14



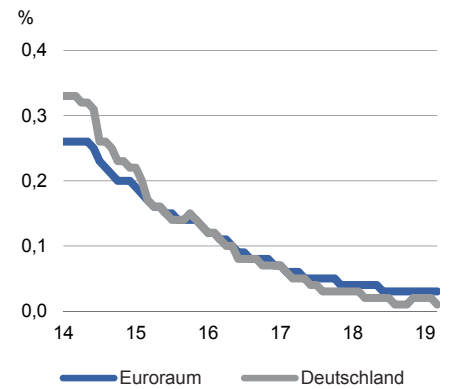
Quelle: EZB

Zinssatz für Konsumentenkredite 15



Quelle: EZB

Zinssatz für täglich fällige Einlagen 16



Quelle: EZB

© Copyright 2019. 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.