



# Schuldenbremsen für Euroland

## Ein Fortschrittsbericht

1. November 2012

**Autor**

Nicolaus Heinen  
+49 69 910-31713  
nicolaus.heinen@db.com

**Editor**

Barbara Böttcher

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

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Mit der Unterzeichnung des Fiskalvertrags am 2. März 2012 haben sich 25 EU-Mitgliedstaaten auf die Einführung gemeinsamer fiskalischer Korrekturmechanismen (Schuldenbremsen) geeinigt – darunter alle 17 Euroländer. Acht Euroländer haben den Fiskalvertrag bereits vollständig ratifiziert. In vier weiteren Staaten ist der Ratifizierungsprozess bereits so weit fortgeschritten, dass eine Ratifizierung durch zwölf der 17 Euroländer bis Jahresende realistisch erscheint. Dies würde ermöglichen, dass der Fiskalvertrag zum 1. Januar 2013 planmäßig in Kraft tritt.

Schuldenbremsen müssen erst zum 1. Januar 2014 in den Vertragsstaaten etabliert sein. Die Übersicht zeigt, dass die Euroländer den Maßgaben des Fiskalvertrags bislang unterschiedlich nachgekommen sind.

Überstaatliche Vorgaben wie der Fiskalvertrag oder die begleitenden Maßgaben der Europäischen Kommission spielen angesichts der heutigen europarechtlichen Einschränkungen indes nur eine bescheidene Rolle. Die Umsetzung nationaler Schuldenbremsen liegt noch immer in der politischen und inhaltlichen Verantwortung der Mitgliedstaaten – und damit auch die Beweislast für Staaten, dass sie es mit der institutionellen Absicherung solider Fiskalpolitik ernst meinen.

Schuldenbremsen in der EWU: Aktueller Umsetzungsstand

1

	Fiskalpakt ratifiziert?	Ist das Gesetz zur Schuldenbremse bereits verabschiedet?	Schuldenbremse mit Verfassungsrang?
BE	Nein	Nein. Spätestens jedoch im März 2013.	Nein
DE	27.09.2012	Ja	Ja
EE	Nein*	Nein	Nein
FI	Nein**	Nein	Nein
FR	Nein*	Ja	Nein
GR	10.05.2012	Nein	Steht noch nicht fest.
IE	Nein	Nein. Spätestens jedoch bis Ende 2012.	Nein
IT	14.09.2012	Ja	Ja
LU	Nein	Nein	Nein
MT	Nein	Nein	Ja
NL	Nein	Nein	Nein
AT	30.07.2012	Ja	Steht noch nicht fest.
PT	25.07.2012	Nein. Unterschrift des Präsidenten fehlt.	Nein.
SK	Nein*	Ja	Ja
SI	30.05.2012	Nein	Steht noch nicht fest.
ES	27.09.2012	Ja	Ja
CY	26.07.2012	Nein. Spätestens bis Ende 2012	Nein

\* Parlament hat ratifiziert, die Ratifikationsurkunde ist jedoch noch nicht hinterlegt.

\*\* Ratifizierung bis Dezember

Eine ausführliche Übersicht findet sich auf Seite 9.

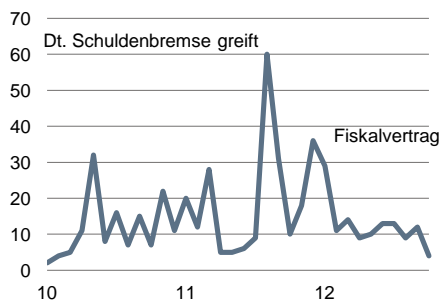


## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

### Saisonthema Schuldenbremse

2

Wort "Schuldenbremse" in dt. Schlagzeilen / Monat



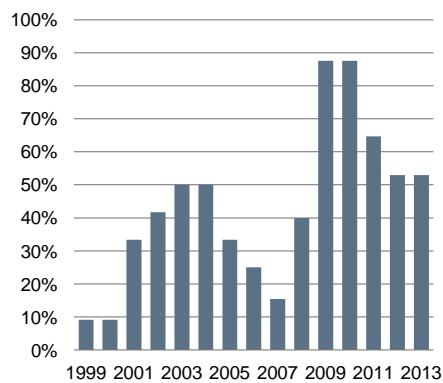
Quelle: DB Research, IKOM Pressedatenbank

Nach drei Jahren Eurokrise hat sich die Lage in der Europäischen Währungsunion vorerst stabilisiert: Seit Mitte Oktober ist der Europäische Stabilitätsmechanismus ESM einsatzbereit. Zusammen mit den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) bildet er eine Brandschutzmauer, die kurzfristig zur Verfügung steht und die Systemstabilität verbessern soll. Nach dem Willen der Politik wird diese Brandschutzmauer nun um eine wirksame Brandschutzverordnung ergänzt. Das in den letzten zwei Jahren ausgebaute Regelwerk fiskalpolitischer Koordinierung wurde um eine makroökonomische Überwachungskomponente ergänzt. Zudem sollen zwischenstaatliche Verträge wie der Euro-Plus-Pakt oder der Fiskalvertrag<sup>1</sup> verhindern, dass makroökonomische Schief lagen zu neuen Turbulenzen führen. Mehr noch: Nationale Schuldenbremsen sollen haushaltspolitische Fehlentwicklungen bereits auf Ebene der Mitgliedstaaten abstellen, indem sie die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts in die nationale Rechtsordnung integrieren und damit näher an die haushaltspolitischen Entscheidungsträger heranrücken lassen. Schuldenbremsen für Euroland – was Deutsche Bank Research bereits in einer Studie im Mai 2010 forderte,<sup>2</sup> scheint bald greifbare Realität zu sein. Oder doch nicht?

### Defizitsünder in der Mehrheit

3

Anteil der Euroländer jenseits der Defizitgrenze (%)



Quellen: Europäische Kommission, DB Research

### Koordinierung der Fiskalpolitik: Was bisher geschah.

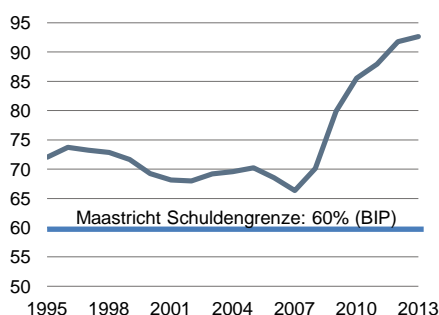
Die haushaltspolitische Koordinierung wurde in den letzten zwei Jahren grundlegend überholt. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde reformiert. Sanktionen sind nun zu einem früheren Zeitpunkt fiskalischen Fehlverhaltens vorgesehen – und zwar sowohl bei dauerhafter Überschreitung der Defizit-Zielmarke (3% BIP, korrektiver Arm) als auch bei dauerhaft überschrittenen strukturellen Defiziten (präventiver Arm). Allerdings bleiben Sanktionen unwahrscheinlich, da sie immer noch dem Vorbehalt der Finanzminister unterliegen.

Nach Auffassung vieler Beteiligten reicht das nicht, da Empfehlungen lange nicht befolgt wurden und das Sanktionspotenzial gering ist: Seit Gründung der Europäischen Währungsunion wurde die Maastricht-Defizitgrenze i.H.v. 3% des BIP bereits über 77 Mal von Euroländern überschritten – und das nicht nur während der Krise. Die Anzahl der Grenzüberschreitungen aller EU-Mitgliedstaaten geht weit ins Dreistellige.

### Maastricht wurde nie erreicht

4

EU-27-Staatsverschuldung (% BIP)



Quelle: Europäische Kommission

Daher wurde das bestehende Rahmenwerk haushaltspolitischer Koordinierung in den letzten Jahren um neue, zwischenstaatliche Arrangements ergänzt. Als politische Erklärungen oder Verträge des Völkerrechts fallen diese Arrangements nicht unter EU-Recht. Sie können auch mit einer geringeren Staatenzahl als den 27 EU-Mitgliedstaaten verabschiedet werden – ein Vorteil, da einzelne Staaten weder Inhalte verwässern noch Projekte aufhalten können.

Zu nennen ist hier zunächst der **Euro-Plus-Pakt** – im März 2011 von den Euroländern sowie sechs weiteren EU-Staaten<sup>3</sup> unterzeichnet. Diese politische Vereinbarung soll die eher allgemein gehaltenen Ziele der auf 10 Jahre angelegten *Wachstumsstrategie Europa 2020* in jährlichen Zwischenzielen operationalisieren. Schwerpunkte sind Wettbewerbsfähigkeit, Beschäftigung, öffentliche Finanzen und Finanzstabilität. Die Vereinbarung ist jedoch rechtlich nicht bindend – die Maßnahmen werden vielmehr über freiwillige Selbstverpflichtungen vereinbart. Ein Zwang zur Umsetzung bestimmter Maßnahmen besteht nicht.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch Heinen, N. (2010). Europäische Wirtschaftspolitik: Koordinierungsmechanismen im Profil. Research Briefing. Deutsche Bank Research. Frankfurt.

<sup>2</sup> Heinen, N. (2010). Schuldenbremsen für Euroland. EU-Monitor 74. Deutsche Bank Research. Frankfurt.

<sup>3</sup> Es sind dies Bulgarien, Dänemark, Lettland, Litauen, Polen und Rumänien.

<sup>4</sup> In Reaktion auf die zusätzlichen Konsolidierungserfordernisse, die aus dem Fiskalpakt erwachsen, wurde im Juli 2012 der Euro-Plus Pakt um einen Maßnahmenkatalog im Umfang von EUR 120 Mrd., der über Investitionen Wachstum und Beschäftigung fördern soll, ergänzt.



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

Besonders große Hoffnungen ruhen in diesen Tagen auf dem Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (VSKS), kurz **Fiskalvertrag**. 25 EU-Mitgliedstaaten – darunter alle 17 Euroländer – unterzeichneten den Vertrag am 2. März 2012. Großbritannien und Tschechien fehlen. Der Fiskalvertrag tritt in Kraft, sobald ihn 12 Euroländer ratifiziert haben.

Vier Maßgaben des Fiskalvertrags sind von zentraler Bedeutung. Sie schreiben vor,

- dass das strukturelle Haushaltsdefizit der Vertragsstaaten höchstens 0,5% des BIP aufweisen darf (sog. mittelfristiges Haushaltsziel, hinzu kommt die konjunkturelle Komponente). Vertragsstaaten mit einem öffentlichen Schuldenstand unter 60% (BIP) ist auch ein strukturelles Defizit von 1% (BIP) gestattet. Die Kommission gibt einen Anpassungspfad vor.
- dass diese Regelung in der nationalen Verfassung – oder auf vergleichbarer nationaler Rechtsgrundlage – verankert werden muss.
- dass Korrekturmechanismen automatisch ausgelöst werden sollen, falls es zu Abweichungen vom mittelfristigen Haushaltsziel oder dem von der Kommission vorgegebenen Anpassungspfad kommt.
- dass Länder, die Korrekturmechanismen nicht oder unvollständig implementieren, nach einer Mahnung auf Empfehlung der Europäischen Kommission von den drei Ländern der EU-Dreierpräsidentschaft<sup>5</sup> vor dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) verklagt werden können.

Ein Jahr nach Inkrafttreten des Fiskalvertrags sollen derartige Kontrollmechanismen in den Vertragsstaaten umgesetzt sein. In diesem Zusammenhang leiten sich drei Fragen ab, die dieses Research Briefing beantworten soll.

- Wie sind die jüngsten Durchführungsmaßgaben der Europäischen Kommission zu bewerten?
- Wie weit wurden nationale Korrekturmechanismen bislang umgesetzt?
- Was bringt die Zukunft?

### Beurteilung der Maßgaben der Europäischen Kommission

Im Juni veröffentlichte die Europäische Kommission<sup>6</sup> sieben Grundsätze für nationale fiskalische Korrekturmechanismen. Sie geben Mindeststandards vor, die Korrekturmechanismen etwa im Hinblick auf Rechtsstatus, Auslösemoment oder Instrumente erfüllen müssen. Die Grundsätze sind am Ende dieses Abschnitts in einer Tabelle im Einzelnen bewertet.

Unabhängig von dieser Beurteilung im Einzelnen verdient der Ansatz der Kommission eine übergeordnete Bewertung. Als Bewertungsmaßstab bieten sich drei Kriterien zur Wirksamkeit von Haushaltsregeln an, die wir bereits in unserer Studie im Jahr 2010 aufgestellt haben (vgl. Box 5).

- Prägen die Maßgaben die Erwartungen der Teilnehmer im haushaltspolitischen Prozess?
- Verbessern sie langfristig die Qualität der Haushaltspolitik?

<sup>5</sup> Die unterschiedliche Größe und administrative Kapazität der EU-Mitgliedstaaten hat dazu geführt, dass die halbjährige EU-Ratspräsidentschaft seit 2008 jeweils von einer Dreiergruppe Staaten ausgeübt wird – ein großer Staat unterstützt in der Regel zwei kleine administrativ.

<sup>6</sup> Europäische Kommission (2012). Gemeinsame Grundsätze für nationale fiskalpolitische Korrekturmechanismen. KOM (2012). 342 endg. vom 20. Juni 2012. Brüssel.



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

Wirksame Haushaltsregeln:  
Drei Kriterien

5

- **Prägt die Regel Erwartungen der Akteure im Haushaltsprozess?** Wirksame Haushaltsregeln geben Erwartungen Orientierung. Transparente Haushaltsregeln können Wählern und Verantwortlichen in der Politik vorab die Notwendigkeit verdeutlichen, Fiskalpolitik langfristig auszurichten. Dies kann das öffentliche Bewusstsein stärken, dass eine expansive Fiskalpolitik, die keinen Investitionszweck verfolgt, langfristig das Budget belastet. Das reduziert den Hang der Politik, in der Gegenwart Defizite anzuhäufen.
- **Ergibt die Regel eine langfristige Verbesserung der Haushaltspolitik?** Haushaltsregeln geben – in der Regel über numerische Vorgaben und Prozessvorgaben – eine Senkung von Defiziten und eine Stabilisierung von Schuldenständen vor. Damit dieses Ziel erreicht wird, dürfen jedoch Anreize, die diese Regeln setzen, nicht im Konflikt zu anderen Zielen der Politik stehen. Mögliche Zielkonflikte ergeben sich beispielsweise aus allgemeinen politischen Präferenzen, der normativen Verankerung einer Haushaltsregel und der daraus entstehenden Verbindlichkeit: Es macht in der Wahrnehmung ihrer Verbindlichkeit durchaus einen Unterschied, ob eine Haushaltsregel in der Verfassung oder nur in einer politischen Absprache normativ verankert ist.
- **Kann die Regel Investoren auf Kapitalmärkten überzeugen?** Freie Kapitalmärkte können die Wirkung von Haushaltsregeln verstärken. So kann ein niedriger Schuldenstand Investoren von der Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte überzeugen. Direkte Folge sind niedrigere Risikoaufschläge auf die Renditen von Staatspapieren und niedrigere Zinsen. So sorgen Haushaltsregeln nicht nur direkt, sondern auch indirekt für eine Entlastung der Haushalte. Entscheidend dafür ist jedoch, inwiefern wirtschaftspolitische Kommunikation in der Lage ist, den Märkten Haushaltsregeln als Signal für solide Haushaltspolitik zu vermitteln.

- Kann die Regel Investoren auf den Kapitalmärkten überzeugen und damit zu einer Verbesserung der Refinanzierungsmöglichkeiten der Staaten beitragen?

Ein Blick auf das Dokument der Kommission lässt befürchten, dass **die Erwartungen der Akteure im Haushaltsprozess** an einen verbesserten, transparenteren haushaltspolitischen Prozess nicht wesentlich geprägt werden.<sup>7</sup> Genauso wie der Fiskalpakt schreibt das Kommissionsdokument einen Verfassungsrang für den Korrekturmechanismus nicht zwingend vor. Mindestanforderung ist lediglich, dass der rechtliche Status verbindlicher und dauerhafter Art sein soll.<sup>8</sup> Immerhin sehen viele Länder Schuldenbremsen vor, die nur mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit geändert werden können. Dies lässt einen höheren Rechtfertigungszwang für die Politik entstehen, sollten die Regeln kurzfristig verändert werden – auch, wenn strategisches, parteiübergreifendes Abstimmungsverhalten letztlich nicht verhindert werden kann.

Ein weiteres Problem rechtlicher Art stellt sich mit Blick auf den Fiskalvertrag an sich. Als völkerrechtlicher Vertrag ist er im Falle einer Kollision mit dem EU-Recht nachrangig. Dies hat zwei besondere Konsequenzen.

- In der Tat kann die mangelnde oder fehlerhafte Umsetzung von Schuldenbremsen auf Grundlage des Fiskalvertrags sanktioniert werden.
- Allerdings besteht kein zusätzliches überstaatliches Sanktionspotenzial, falls nationale Zielvorgaben nicht eingehalten werden sollten, denn diese sind enger definiert als der höherrangige Stabilitäts- und Wachstumspakt.

Unabhängig davon ist das vorgesehene Klagerecht der Mitgliedstaaten vor dem Europäischen Gerichtshof problematisch, falls nationale Korrekturmechanismen nicht oder nicht hinreichend umgesetzt werden. Es ist fraglich, ob die Dreierpräsidentschaft sich wirklich entschließen wird, Länder nach dem Votum der Kommission zu verklagen. Ein Blick auf anstehende Kombinationen aus Dreierpräsidentschaften (vgl. Tabelle 6 und Fußnote 4) lässt vermuten, dass die Interessenslage der meisten Länder stets gegen eine Klage gepolt sein wird, da in der Regel Länder mit traditionell laxer Haushaltspolitik im Trio überwiegen und der Entschluss zur Klage eine Ermessensentscheidung ist. Erst ab 2016 dominiert mit den Niederlanden wieder ein traditionell stabilitätsbewussteres Land die Dreierpräsidentschaft. Und: Selbst wenn eine Klage Erfolg hätte, würde bei wiederholter Nichtbefolgung lediglich eine Strafzahlung in Höhe von 0,1% des BIP drohen. Die Vermutung liegt nahe, dass diese niedrige Sanktion von einigen politischen Kräften als Gebühr für Fehlverhalten, nicht jedoch als Anreiz, dieses abzustellen, interpretiert werden könnte.

Fraglich ist weiterhin, ob die Maßgaben der Kommission eine **langfristige Verbesserung der Ergebnisse der Haushaltspolitik** erreichen können. Zwar soll der Korrekturmechanismus nach Kommissionsmaßgabe sicherstellen, dass (1) der vorgegebene Korrekturpfad schnell wieder eingehalten wird und (2) das Mittel-

<sup>7</sup> Erschwerend kommt in der kurzen Frist hinzu, dass die Europäische Kommission noch keine länderspezifischen Korrekturpfade aufgestellt hat, entlang derer strukturelle Defizite reduziert werden müssen. Eine Veröffentlichung steht für das vierte Quartal 2012 aus – zu spät, um die Haushaltsplanung für das Folgejahr maßgeblich zu beeinflussen.

<sup>8</sup> Eine Umgehung des Mechanismus im Rahmen des Haushaltsgesetzes schließen Fiskalpakt und Kommissionspapier immerhin aus.



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

EuGH-Klagen vorerst unwahrscheinlich

6

Dreier-Ratspräsidentschaft nach Halbjahren.

2011 II	PL
2012 I	DK
2012 II	CY
2013 I	IE
2013 II	LT
2014 I	GR
2014 II	IT
2015 I	LV
2015 II	LU
2016 I	NL
2016 II	SK
2017 I	MT
2017 II	UK
2018 I	EE
2018 II	BU

Quelle: Europäischer Rat

fristziel erreicht wird. Ein dritter Punkt wird jedoch übersehen: So gibt es seitens der Kommission keinerlei Vorgabe im Hinblick auf eine regelgebundene Tilgung jener Verschuldung, die sich aus einer vergangenen Überschreitung der Fiskalziele ergibt. Da die Präambel des Fiskalvertrags derartiges vorsieht, wurde hier eine Chance vertan, dies zu konkretisieren. Denkbar ist, dass man sich auf die Position zurückziehen wird, dass dies ohnehin durch die Maßgabe geheilt sei, dass ab 2014 ein Zwanzigstel des Schuldenüberhangs jenseits der 60% (BIP)-Marke abgebaut werden muss.<sup>9</sup> Eine konzeptionelle Verbesserung gegenüber dem reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt und damit dem Status quo wäre das jedoch nicht.

Unabhängig davon fehlen dem Kommissionspapier zahlreiche inhaltliche Punkte, die auf Basis des Fiskalvertrags ohne Weiteres hätten geregelt werden können.

- Die Rolle nachgelagerter Gebietskörperschaften wird enttäuschend unkonkret definiert (vgl. Übersichtstabelle 7).
- Nicht weiter bestimmt wird der Inhalt der sogenannten Haushalts- und Wirtschaftspartnerschaftsprogramme, die lt. Fiskalvertrag eine detaillierte Beschreibung der Strukturreformen enthalten sollen, um übermäßige Defizite wirksam und dauerhaft zu korrigieren.
- Weiterhin ist unklar, wie verhindert werden soll, dass die Staatsverschuldung über Schattenhaushalte oder eine Verlagerung der Neuverschuldung in Öffentlich-Private Partnerschaften erhöht wird.

Dies wirft die Frage auf, ob das dritte Bewertungskriterium – [eine positive Reaktion der Kapitalmärkte](#) – erreicht werden kann. Die Wahrscheinlichkeit ist gering, dass nationale Schuldenbremsen nach Muster der Kommissionsvorlage für eine baldige Minderung des Zinsdrucks für Krisenländer sorgen – und zwar aus zwei Gründen.

- Die Kommissionsvorschläge können allein wenig ausrichten. Ihre Abstraktheit überlässt einen Großteil der Ausgestaltung den Mitgliedstaaten.
- Schuldenbremsen sind ein Langfristprojekt. Die nationalen Korrekturmechanismen müssen erst ein Jahr nach Inkrafttreten des Fiskalvertrags in Kraft treten. Ihre Wirkung erfolgt nicht in Echtzeit sondern entlang längerer Korrekturpfade, die – wenn sie nicht verfassungsrechtlich verankert sind – nicht nur in Wahljahren hohen politischen Risiken ausgesetzt sind.

Trotz dieser Umstände ist das Kommissionspapier an sich nicht zu kritisieren, denn mehr kann es zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht leisten: Die nationalen fiskalischen Rahmenwerke sind zu unterschiedlich, als dass europäische Vorgaben durchgängig Mindeststandards schaffen könnten. Zudem ist eine grundsätzliche Neugestaltung über den Fiskalvertrag unter den derzeitigen europarechtlichen Rahmenbedingungen nicht machbar. Die Kommission bewegt sich daher auf einem schmalen Grat zwischen notwendiger nationalstaatlicher Konkretisierung und hinreichender überstaatlicher Abstraktheit. Die Haushaltspolitik verbleibt maßgeblich in nationaler Verantwortung – und damit auch die Beweislast für Staaten, dass sie es mit einer institutionellen Absicherung solider Fiskalpolitik ernst meinen.

Dass Länder auch ohne Vorgaben aus Brüssel Großes leisten können, zeigen Estland und Finnland – zwei Staaten mit soliden Staatsfinanzen, aber ohne Schuldenbremse mit Verfassungsrang.

- Obwohl Estland nie eine numerische Schuldenbremse in seiner Verfassung verankerte, gab es einen politischen Konsens über eine geringe Neuverschuldung. Fiskaldisziplin wurde in erster Linie als Mittel für politische Auto-

<sup>9</sup> Vergleiche hierzu Europäische Zentralbank (2012). Monatsbericht Mai. EZB, Frankfurt. S. 99.



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

nomie und Unabhängigkeit von ausländischen Geldgebern gesehen. Das Ziel des Eurobeitritts im Jahr 2011 war ein weiterer Faktor.

- In Finnland gibt es seit den 1990er Jahren zentralstaatliche Ausgaberegeln und einen mittelfristigen Finanzplan, der den Rahmen für 80 Prozent des Budgets der Zentralregierung über die vierjährige Legislaturperiode hinweg setzt. Jährliche Budgets setzen Ausgabeobergrenzen für einzelne Ministerien. Ein unabhängiger Rechnungsprüfer kontrolliert die Regierung. Stark unabhängige subnationale Gebietskörperschaften bestreiten 80 Prozent ihrer Ausgaben (Gesundheitsfürsorge, Schulbildung) aus eigenen Einnahmen.

Gerade diese beiden Beispiele zeigen, dass vor allem der politische Willen in den Mitgliedstaaten für die erfolgreiche Umsetzung von Korrekturmechanismen relevant ist. Unabhängig davon betonen Befürworter des Fiskalpakts stets die positive Signalwirkung, die eine derartige Selbstverpflichtung auf andere Staaten haben könnte. Über eine externe vertragliche Bindung könnte *Ownership* zusätzlich hergestellt werden. Um beurteilen zu können, ob diese Einschätzung trägt, soll im Folgenden der Umsetzungsstand des Fiskalvertrags bewertet werden.

### Schuldenbremsen: Sieben Empfehlungen der Europäischen Kommission

7

Empfehlung	Kritik
Rechtsstatus: Verbindliche, dauerhafte Regeln, vorzugsweise mit Verfassungsrang. Vorrechte der Parlamente bleiben gewahrt.	— Ohne Verfassungsrang der Schuldenbremse kann der Parlamentsvorbehalt die Schuldenbremse jederzeit wieder aushöhlen.
Vereinbarkeit mit dem EU-Rahmen: Korrekturmaßnahmen (Umfang, Zeitrahmen) werden eng auf die haushaltspolitischen Konzepte des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) abgestimmt.	— Begrüßenswert, dass Definitionen übernommen werden. — Kommissionsdokument spricht nur von "eng [...] abgestimmte". Spielraum besteht.
Auslösung: Korrekturmechanismus wird unter Bedingungen aktiviert, die national <u>oder</u> auf europäischer Ebene festgelegt sind.	— Problematisch ist, dass europäische Bedingungen nicht zwingend vorgeschrieben sind. — Nationale Bedingungen könnten europäische Bedingungen aufweichen.
Art der Korrekturmaßnahmen: Maßnahmen müssen bei Abweichung vom Haushaltsziel im Hinblick auf Umfang und Zeithorizont festgelegt werden.	— Keine Maßgaben zur Korrektur jener Fehlbeträge, die sich aus vergangenen Verfehlungen ergeben. Ansatz ist rein gegenwarts- und zukunftsorientiert.
Operative Instrumente: Anpassung öffentlicher Ausgaben und Steuern. Maßnahmen zur "Koordinierung einiger oder aller Teilspektoren des Gesamtstaats" sollen "erwogen" werden.	— Unklare Formulierung in Bezug auf das Zusammenspiel zwischen Teilspektoren des Staats. In fiskalföderalistischen Strukturen liegt jedoch oft die Ursache für mangelnde fiskalische Nachhaltigkeit.
Ausweichklauseln sollen Maßgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts Rechnung tragen und befristet sein.	— Keine vollständige Bindung an den SWP ("Rechnung tragen"). — Maßgaben zur Befristung sind nicht hinreichend konkretisiert – das lässt nationalen Regierungen Spielraum für wiederholte Fristverlängerungen.
Überwachung über unabhängige und funktional autonome Stellen.	— Staat muss den Einschätzungen dieser Stellen nicht Folge leisten, wenn er dies begründet. Für diese Begründung werden keine weiteren Anforderungen skizziert. — Vorgaben für institutionelle Unabhängigkeit sind unzureichend definiert ("hohes Maß an funktionaler Autonomie").

Quellen: Europäische Kommission, DB Research



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

Italien: Schuldenbremse mit  
Verfassungsrang

8

Im September haben Senat und Abgeordnetenhaus die Verfassung geändert. Ein Gesetz zur konkreten Umsetzung des Korrekturmechanismus wird derzeit ausgearbeitet. Die Europäische Kommission erwartet jedoch keine vollständige Umsetzung vor 2015, da unabhängige Überwachungsgremien sowie das Verhältnis zu den nachgelagerten Gebietskörperschaften problematisch sind. Der derzeitige Stand lässt auf eine enge Orientierung am deutschen Modell schließen. Bei einer leichten Abweichung vom mittelfristigen Defizitziel soll eine Rückführung zum Zielwert innerhalb eines Jahres, bei einer signifikanten Abweichung innerhalb von zwei Jahren erreicht werden. Ein Kontrollkonto, in dem Abweichungen vom Zielwert vermerkt werden, soll übertrieben optimistische Neuverschuldungsprognosen verhindern. Nur im Falle extremer Umstände (Naturkatastrophen, schwere Wirtschaftskrisen) sind Zielabweichungen erlaubt. Diese müssen vom Parlament mit qualifizierter Mehrheit genehmigt und von einem Tilgungsplan begleitet werden. Subnationalen Gebietskörperschaften ist die Schuldenaufnahme untersagt. Investitionsausgaben bilden eine Ausnahme und unterliegen ebenfalls einem Tilgungsplan.

Irland: Fortschritte ohne  
Verfassungsrang

9

Die Einführung einer Schuldenbremse wurde im Referendum zum Fiskalvertrag im Mai 2012 beschlossen. Detaillierte Gesetzgebungsvorschläge (*Fiscal Responsibility Bill*) sind in Arbeit. Bereits im Juli 2011 hat eine nationale Gutachterkommission zur Fiskaldisziplin (IFAC) ihre Arbeit aufgenommen. Einführung eines Korrekturmechanismus, um Defizite auf mittelfristige Zielwerte zurückzuführen. Die Nationale Gutachterkommission erstellt makroökonomische Prognosen und überwacht die Einhaltung der Budgetregel. Ihre Mitglieder werden allerdings vom Finanzminister nominiert.

### Wie weit ist der Umsetzungsstand?

Trotz der ambitionierten Ziele, die in der politischen Kommunikation oft mit dem Fiskalpakt verknüpft werden, hängt sein faktischer Erfolg von der Umsetzung der Schuldenbremse in den Vertragsstaaten ab – und damit vom politischen Willen auf Länderebene. Von Interesse sind hier insbesondere drei Aspekte.

- Welche Euroländer haben den Fiskalvertrag ratifiziert?
- In welchen Ländern wurde bereits eine Schuldenbremse etabliert?
- In welchen Ländern hat diese Schuldenbremse Verfassungsrang?

Mindestens zwölf 12 Euroländer müssen den Vertrag bis zum Ende des Jahres ratifizieren, damit dieser zum 1. Januar 2013 in Kraft treten kann. Dieser Zeitplan könnte gehalten werden: Vollständig ratifiziert<sup>10</sup> haben den Fiskalvertrag mit Stand vom 23. Oktober zwar erst acht der 17 Euroländer.<sup>11</sup> In vier Euroländern ist jedoch mit einem baldigen Abschluss des Ratifikationsverfahrens zu rechnen: Drei Staaten – Estland, Frankreich, Slowakei – haben den Pakt bereits in ihren Parlamenten ratifiziert; nur ihre Notifikation steht noch aus. Weiterhin ist eine baldige Ratifizierung in Finnland zu erwarten.

Die Maßnahmen, die der Fiskalvertrag vorschreibt, sollen innerhalb einer Frist von einem Jahr nach Inkrafttreten des Vertrags umgesetzt werden. Bei einer Verabschiedung zum 1. Januar 2013 dürfte dies dann der 1. Januar 2014 sein – bei weiterer Verzögerung erst ein späterer Termin.

Dass der Fiskalvertrag ratifiziert wurde, bedeutet nicht, dass seine Ziele auch umgesetzt werden und eine **Schuldenbremse etabliert** wird. Dies verdeutlicht Griechenland – das erste Land, das den Fiskalvertrag am 28. März 2012 ratifizierte. Nach der Regierungsneubildung liegen die Pläne über die Verfassungsverankerung der Schuldenbremse immer noch brach: Es liegt weder ein Gesetzentwurf vor noch steht fest, ob Griechenland seine Schuldenbremse auf Verfassungsrang verankern wird oder nicht.

In den Krisenländern Spanien und Italien ist dagegen ein fiskalischer Korrekturmechanismus bereits in der Verfassung festgeschrieben. Italien strebt demnach nächstes Jahr einen strukturell ausgeglichenen Haushalt an und zwar unabhängig von dem Begleitgesetz zur Schuldenbremse, das voraussichtlich erst Ende 2014 in Kraft treten wird. Ungarn und Polen haben als Nicht-Euroländer ebenfalls Korrekturmechanismen in den nationalen Verfassungen etabliert. In zahlreichen anderen EU-Ländern ist eine Verfassungsänderung zwar nicht geplant, die Schuldenbremse soll aber den Rang eines besonderen Gesetzes erhalten, das nicht mit einfacher Mehrheit wieder rückgängig gemacht werden kann. In der Regel ist eine Zwei-Drittel-Mehrheit im nationalen Parlament erforderlich.

- So etwa in Portugal: Sowohl der Fiskalpakt als auch die Schuldenbremse wurden bereits verabschiedet. Die Schuldenbremse soll zwar nur einfachgesetzlich festgeschrieben werden und nicht in der Verfassung verankert werden, sie soll jedoch mit parlamentarischer Zwei-Drittel-Mehrheit verabschiedet werden, sodass in jedem Falle die Zustimmung der Opposition vonnöten ist.
- Belgien und Luxemburg sehen ebenfalls von einer Schuldenregel mit Verfassungsrang ab. Das Gesetz zur Schuldenbremse erfordert jedoch ebenfalls eine Zwei-Drittel-Mehrheit zur Verabschiedung und Änderung.

<sup>10</sup> Genau genommen ist hier die Rede von der Notifikation – d.h. der Hinterlegung der Ratifikationsurkunde nach erfolgter Ratifikation durch die nationale Legislative.

<sup>11</sup> Insgesamt sind es 12 der 25 Unterzeichnerstaaten.



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

Deutsche Schuldenbremse im Profil

10

Die deutsche Schuldenbremse unterscheidet zwischen strukturellem Defizit und einer konjunkturellen Komponente. Letztere erlaubt entsprechend einem Bemessungsfaktor aus Budgetsensitivität und Produktionslücke, dass die automatischen Stabilisatoren wirken können. Während der Bund ab 2016 nur noch ein strukturelles Defizit von 0,35 Prozent des BIP (plus Konjunkturkomponente) verursachen darf, dürfen Bundesländer ab dem Jahr 2020 kein Defizit mehr verzeichnen. Ein Stabilitätsrat, der aus den Länderfinanzministern, dem Bundeswirtschafts- und Finanzminister besteht, kontrolliert auf Basis eines festen Indikatorenansatzes die Haushaltslage von Bund und Ländern. Die Länder haben in Anlehnung an die Bundesregelung eigene Schuldenbremsen eingeführt bzw. führen diese noch ein. Auch dort sind Ausnahmen möglich, wie z.B. für Katastrophenfälle. Ob im betroffenen Bundesland eine Haushaltsnotlage vorliegt, entscheidet der Stabilitätsrat. Dieser kann Länder, die die Haushaltskennziffern (Defizitziele) verfehlen, wiederholt mahnen. Ländervertreter betroffener Länder dürfen in den Abstimmungen nicht mitstimmen. Sanktionen drohen in letzter Konsequenz jedoch nicht.

Ein Sonderfall ist Irland. Immer, wenn in Irland eine Gesetzesänderung die Verfassung berührt, muss diese Änderung einem Referendum unterzogen werden. Um Klagen auszuschließen, wurde das Gesetz erst im Juli 2012 nach dem erfolgreichen Referendum ins Parlament eingebracht. Verabschiedet ist es jedoch noch nicht.

In Slowenien plant die Regierung die Schuldenbremse in der Verfassung zu verankern, hat dafür aber nicht die notwendige Zwei-Drittel-Mehrheit. Die Opposition erachtet einen Verfassungsrang jedoch nicht für notwendig.

Auch die Nicht-Euroländer bemühen sich um die Einführung der Schuldenbremse und haben den Fiskalpakt bereits verabschiedet. In Dänemark hat sich ein Großteil der Parteien auf einen Vertrag geeinigt, der einen verfassungsähnlichen Rang hat und nicht von einer neuen Regierungspartei ohne Zustimmung aller Parteien aufgelöst werden kann. In Polen ist die Schuldenbremse bereits in der Verfassung verankert. Sobald Polens Staatsschuldenquote höher als 55% (BIP) liegt, werden automatische Maßnahmen zur Verbesserung der Haushaltssituation – wie z. B. die automatische Erhöhung der Mehrwertsteuer – eingeleitet.

Deutschland hat bereits im Jahr 2009 vorgelegt und einen fiskalischen Korrekturmechanismus im Grundgesetz verankert. Im Rahmen der Begleitgesetzgebung der deutschen Ratifizierung des Fiskalvertrags werden bis Jahresende auch einige Begleitgesetze der Schuldenbremse verändert, um sie mit dem Fiskalvertrag kompatibel zu machen. Kritiker monieren vor allem, dass die Umstellung auf ein neues Konjunkturberechnungsverfahren nach Standard der Europäischen Kommission eine Wahlfreiheit bei Parametern und Modellierungen setzt – und sich daraus das Risiko ergibt, dass die Konjunkturkomponente nicht symmetrisch, sondern jeweils günstiger im Sinne höherer Neuverschuldung (bei Abschwung) oder geringerer Konsolidierungsanforderungen (beim Aufschwung) ausgelegt werden.<sup>12</sup> Hierzu soll auch der Stabilitätsrat unabhängige Überwachung und Kontrolle gewährleisten – dazu soll ihm ein unabhängiger Beirat zur Seite gestellt werden. Kritiker<sup>13</sup> monieren, dass der Stabilitätsrat durch seine Zusammensetzung bereits heute nicht unabhängig ist, zumal die dort vertretenen Entscheidungsträger über ihren Einfluss in den Parlamenten einen entscheidenden Einfluss auf eine mögliche Umgehung der Schuldenbremse haben. Vertreter von Institutionen, die gemeinhin als unabhängiger erachtet werden wie etwa dem Bundesrechnungshof, der Bundesbank oder des Sachverständigenrates Wirtschaft würden fehlen.

Die bisherigen Ausführungen zeigen: Auch mit europäischen Maßgaben liegt die Umsetzung nationaler Schuldenbremsen noch immer in der politischen und inhaltlichen Verantwortung der Mitgliedstaaten. Relevant wird dies insbesondere im Hinblick auf die tatsächliche Befolgung der Regeln. Insbesondere im Hinblick auf eine mögliche Durststrecke im Wachstum bleibt abzuwarten, inwiefern die Länder diese selbst gesetzten Korrekturmechanismen einhalten werden. Das konsequente Aushebeln durch leicht geltend zu machende Ausnahmetatbestände, so wie dies in Deutschland unter der alten investitionsorientierten Verschuldungsgrenze des Art. 115 GG regelmäßig der Fall war, wird angesichts der Kommissionsmaßgaben zwar nicht möglich sein. Spielräume, bis hin zur kurzfristigen Abänderung des Gesetzes mit entsprechenden Mehrheiten, sind jedoch nicht ausgeschlossen.

Ungeachtet dessen stehen in der übergreifenden wirtschafts- und fiskalpolitischen Koordinierung zwischen den Euroländern weitere Vorhaben an.

<sup>12</sup> So etwa Deutsche Bundesbank. Zum Konjunkturbereinigungsverfahren im Rahmen der neuen Schuldenregel des Bundes. Monatsbericht, November 2011, S. 73 ff.

<sup>13</sup> Siehe etwa Schweisfurth, T. (2012). Fiskalpakt: Glaubwürdigkeitsfrage. Wirtschaftsdienst. September 2012. S. 582.





## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

Schuldenbremsen in den Vertragsstaaten des Fiskalpakts: Aktueller Umsetzungsstand

11

	Liegt Gesetzesentwurf für		Schuldenbremse mit Verfassungsrang?	
	Fiskalpakt ratifiziert?	Schuldenbremse vor?		Ist das Gesetz bereits verabschiedet?
EWU				
BE	Nein	Nein	Nein. Spätestens jedoch im März 2013.	Nein. Änderung mit $\frac{2}{3}$ Mehrheit.
DE	27.09.2012	Ja	Ja	Ja
EE	Nein*	Nein	Nein	Nein
FI	Nein**	Nein	Nein	Nein
FR	Nein*	Ja	Ja	Nein
GR	10.05.2012	Nein	Nein	Steht noch nicht fest.
IE	Nein	Ja	Nein. Spätestens jedoch bis Ende 2012.	Nein
IT	14.09.2012	Ja	Ja	Ja
LU	Nein	Nein	Nein	Nein. Änderung mit $\frac{2}{3}$ Mehrheit.
MT	Nein	Nein	Nein	Ja.
NL	Nein	Ja	Nein	Nein
AT	30.07.2012	Ja	Ja	Steht noch nicht fest.
PT	25.07.2012	Ja	Nein. Unterschrift des Präsidenten fehlt.	Nein. Änderung mit $\frac{2}{3}$ Mehrheit.
SK	Nein*	Ja	Ja	Ja. Vorgesehen.
SI	30.05.2012	Nein	Nein	Steht noch nicht fest.
ES	27.09.2012	Ja	Ja	Ja
CY	26.07.2012	Ja	Nein. Spätestens bis Ende 2012	Nein
Nicht-EWU				
BU	Nein*	Ja	Nein	Nein
DK	19.07.2012	Ja	Ja	Nein
HU	Nein	Ja	Ja	Ja
LI	06.09.2012	Ja	Ja	Nein
LV	22.06.2012	Nein	Nein. Spätestens bis Ende 2012	Nein
PL	Nein	Ja	Ja	Ja
RO	Nein*	Nein	Nein	Nein
SE	Nein	Ja	Ja	Nein

\* Parlament hat ratifiziert – die Ratifikationsurkunde ist jedoch noch nicht hinterlegt.

\*\* Ratifizierung bis Dezember

Quelle: DB Research

Recherche und Zusammenstellung der Länderübersicht: Yannick Timmer.

### Wie geht es weiter?

Bereits am 7. November wird die Europäische Kommission neue Daten zu den Haushaltsdefiziten der 27 EU-Mitgliedstaaten vorlegen und in einer Prognose ihren zukünftigen Verlauf bewerten. Daran werden sich auch die länderspezifischen Abbaupfade zur Korrektur der Defizite ausrichten, die die Kommission in den Folgewochen für alle Mitgliedstaaten veröffentlichen wird. Länder, die Korrekturmechanismen bereits eingerichtet haben, übernehmen diese Vorgaben dann automatisch in ihre nationale Gesetzgebung. Allerdings könnten diese Konsolidierungspfade noch einmal zeitlich gestreckt werden, falls Wachstumsorientierung gegenüber Austeritätsanstrengungen wieder stärkeres Gewicht erhalten sollte. Dies ist kein allzu fernes Szenario, wenn man bedenkt,

- dass es politischer Konsens ist, Staaten unter dem Eurorettungsschirm wie Griechenland oder Portugal mehr Zeit einzuräumen, um ihre Sparziele zu erreichen
- dass sich die Kommission im laufenden Jahr mit Kritik an den nationalen Reform- und Sparbemühungen von Krisenländern zurückgehalten hat – obwohl dies in dem einen oder anderen Fall angebracht gewesen wäre.

Nach der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts im Rahmen des so genannten *Economic Sixpacks* im letzten Jahr wird in den nächsten Monaten das



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

Das Economic Two Pack im Profil

12

Das *Economic Two Pack* besteht aus zwei Verordnungsentwürfen.

Verordnungsentwurf zur Überwachung und Bewertung von Haushaltsplanentwürfen und zur Gewährleistung der Korrektur übermäßiger Defizite der Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet.

- Anforderungen an Mitgliedstaaten, unabhängige Schuldenprojektionen zu verfassen.
- Jedes Euroland legt bis zum 15. Oktober eines jeden Jahres den Haushaltsentwurf des Folgejahres zur Begutachtung durch KOM vor.
- Weitere Bestimmungen für die Macht der Kommission (darf Änderungen anfordern) und Mitgliedstaaten (dürfen Empfehlungen anfordern).
- Die Haushaltskompetenzen der Parlamente sollen nicht eingeschränkt werden.

Verordnungsentwurf zum Ausbau der wirtschafts- und haushaltspolitischen Überwachung von Mitgliedstaaten, die im Euro-Währungsgebiet von gravierenden Schwierigkeiten in Bezug auf ihre finanzielle Stabilität betroffen oder bedroht sind.

- Verstärkte Überwachung für Länder in Schwierigkeiten, u.a. durch vierteljährliche Berichte.
- Aussetzung der regulären wirtschafts- und fiskalpolitischen Überwachung unter dem Europäischen Semester für Länder unter Hilfsprogramm.
- Fortdauernde Überwachung bis 75% der Hilfskredite zurückgezahlt sind.
- Anforderungen an Mitgliedstaaten, unabhängige Schuldenprojektionen zu veranlassen.

Nachfolgegesetzpaket, das **Economic Two Pack** in Brüssel verhandelt. Diese zwei Verordnungsentwürfe sollen zum einen die Maßgaben des Fiskalvertrags und zum anderen die Maßgaben zur verstärkten Überwachung, die der ESM für Programmstaaten vorsieht, in europäisches Sekundärrecht gießen. Das Europäische Parlament hat sich mit den Entwürfen im Wirtschafts- und Währungsausschuss Mitte Mai beschäftigt und sich auf eine gemeinsame Verhandlungsposition am 13. Juli geeinigt. Es befindet sich nun im *Trilog* zwischen Parlament, Europäischer Kommission und Ministerrat. Diese Verhandlungen dürften aus zwei Gründen zäh werden und bis weit ins Jahr 2013 andauern.

- Das Parlament nimmt eine in sich teils widersprüchliche Position ein<sup>14</sup> und möchte zunächst die endgültige Fassung des Berichts der Arbeitsgruppe unter Herman van Rompuy im Dezember abwarten.
- Einzelne Euroländer haben das Interesse, Zeit zu gewinnen, da sich die Lage an den Kapitalmärkten seit Sommer wieder beruhigt hat und man wieder Abstand von der Abgabe von Souveränität nehmen möchte: Im Gegensatz zur derzeitigen zwischenstaatlichen ad-hoc-Koordinierung ist die Souveränitätsabgabe unter EU-Sekundärrecht nicht nachverhandelbar, sondern dauerhaft bindend.

Eine mögliche **langfristige** Marschrichtung lässt sich aus den jüngsten Schlussfolgerungen des Europäischen Rates von Oktober und dem Zwischenbericht der Arbeitsgruppe um EU-Ratspräsidenten van Rompuy ablesen. In beiden Dokumenten finden sich abstrakte Empfehlungen,

- dass Mitgliedstaaten in individuellen vertraglichen Arrangements mit EU-Institutionen Reformziele vereinbaren sollten.<sup>15</sup> In Ergänzung zu den Vorgaben der allgemeinen wirtschafts- und fiskalpolitischen Koordinierung soll dies zusätzlich *Ownership* für Reformen schaffen.
- dass ein integriertes haushaltspolitisches Rahmenwerk als Teil einer Wirtschafts- und Währungsunion geschaffen werden sollte – in diesem Falle gehen die Vorstellungen der wirtschaftspolitischen Steuerung über die des *Economic Two Pack* hinaus.
- dass die Eurozone langfristig eine eigene fiskalische Kapazität (*fiscal capacity*) erhalten solle, die sowohl Anreize für Strukturreformen setzen als auch stabilisierend bei asymmetrischen Schocks wirken könnte.

Diese Punkte werden für den Abschlussbericht der van Rompuy Gruppe zum Europäischen Rat im Dezember noch weiter ausgearbeitet werden müssen, um dann einer ausführlicheren (polit-)ökonomischen Bewertung unterzogen werden zu können.

Als Bewertungsmaßstab können die Überlegungen dieser Studie hierbei durchaus Nutzen stiften – zeigen sie doch einmal mehr, dass ein zentraler Erfolgsfaktor für die Überwindung der europäischen Schuldenkrise Verantwortungsübernahme auf Ebene der Mitgliedstaaten ist. Nur mit ihr können Fiskalpakt und kommende Mechanismen der europäischen Wirtschaftspolitik zur langfristigen Stabilisierung in der Eurozone beitragen, Erwartungen stabilisieren und letztendlich neues Vertrauen in europäische Fiskalpolitik schaffen.

Nicolaus Heinen (+49 69 910-31713, nicolaus.heinen@db.com)

<sup>14</sup> So fordert der Ferreira-Bericht des Europäischen Parlaments, der neben dem Gauzès-Bericht eine Grundlage für die Verhandlungsposition des Parlaments ist, eine Verbindung aus einem staatenübergreifenden Schuldentilgungsfonds nach dem Muster des Sachverständigenrats Wirtschaft bei einer gleichzeitigen Roadmap für Eurobonds. Konsequenz umgesetzt schließen sich beide Ziele in der langen Frist konzeptionell aus.

<sup>15</sup> Inwiefern diese deckungsgleich mit den Haushalts- und Wirtschaftspartnerschaftsprogrammen des Fiskalvertrags sind, ist nicht hinreichend geklärt.



## Schuldenbremsen für Euroland: Ein Fortschrittsbericht

---

© Copyright 2012. Deutsche Bank AG, DB 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 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority 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 Limited, Tokyo Branch, 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.