



## EU-Vertragsreform: Folgen für die Geldpolitik\*

23. Oktober 2007



**Der EU-Reformvertrag soll beim EU-Gipfel im Dezember 2007 unterzeichnet werden.** Diese Studie basiert auf dem ersten Entwurf der portugiesischen EU-Ratspräsidentschaft vom Juli 2007, der in den relevanten Passagen dem jetzt in Lissabon verabschiedeten Reformvertrag entspricht.

**EZB-Präsident Jean-Claude Trichet hat den ersten Entwurf kritisiert, weil die EZB mit den anderen EU-Organen gleichgestellt wird.** Dies steht im Widerspruch zu ihrer Unabhängigkeit. Das Anliegen der EZB, als „sonstiges Organe der Union“ eingestuft zu werden, hat der Reformvertrag nicht berücksichtigt.

**Die sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums sollen mit der Mehrheit des Europäischen Rates und nicht im Konsens ernannt werden.** Dies dürfte den Ernennungsprozess beschleunigen und die damit einhergehende Unsicherheit an den Finanzmärkten verringern.

**Laut Gipfelbeschluss vom Juni 2007 soll der Wettbewerb nicht mehr als eigenständiges Ziel der EU gelten.** Die Geld- und die Wettbewerbspolitik verfolgen jedoch das gemeinsame Ziel der Preisstabilität. In bestimmten Bereichen bestehen allerdings Risiken für den Wettbewerb. Einige EU-Mitglieder könnten versucht sein, ihre Staatshilfen und ihre Industriepolitik auszuweiten.

**Der Reformvertrag enthält einige Vorschriften zur Stärkung der Wirtschaftspolitik in der EWU.** Dazu gehören die Ernennung eines Präsidenten der Eurogruppe, die Koordinierung der Fiskalpolitik und die Grundzüge der Wirtschaftspolitik.

- **Die Wahl des Präsidenten der Eurogruppe ist nur eine formale Neuerung,** da Jean-Claude Juncker diesen Posten bereits 2005 antrat. Der Präsident der Eurogruppe hat mehrfach eine enge politische Abstimmung mit der EZB gefordert, was die Unabhängigkeit der letzteren bedrohen würde.
- **Der Reformvertrag wird die finanzpolitische Abstimmung im Rahmen des neuen Stabilitäts- und Wachstumspakts fördern.** Im präventiven Teil des Paktes liegt der Schwerpunkt auf der mittelfristigen Budgetplanung und dauerhaft tragfähigen Budgetsalden. Der politische Wille der EWU-Länder bleibt jedoch entscheidend. Im korrekativen Teil werden die Anreize zur Senkung exzessiver Haushaltsdefizite gestärkt.
- **Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik sind in zweifacher Hinsicht betroffen.** So kann z.B. die Kommission einen Mitgliedstaat direkt verwarren, der die Grundzüge nicht beachtet. Dies stärkt den Anreiz, die Flexibilität ihrer Güter- und Arbeitsmärkte zu steigern und Kosten zu dämpfen, um Inflationstrends zu begrenzen.
- **Der globale Einfluss der EWU soll durch die Formulierung gemeinsamer Positionen in internationalen Institutionen gefördert werden.** Ein Wechselkursziel könnte im Widerspruch zur Preisstabilität stehen.

### Autoren

Norbert Walter  
+49 69 910-31810  
norbert.walter@db.com

Werner Becker  
+49 69 910-31713  
werner.becker@db.com

### Editor

Barbara Böttcher

### Publikationsassistentz

Martina Ebling

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

### DB Research Management

Norbert Walter

\* Diese Publikation basiert auf einem Briefing Paper für den Ausschuss Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments vom September 2007.

## Einigung über den Reformvertrag im Jahr 2007

## Verfassungsvertrag bildet Grundlage für Reformvertrag

### 1. Stand des EU-Reformvertrags

Beim EU-Gipfel im Juni 2007 wurde eine Regierungskonferenz (RK)<sup>1</sup> mit dem Ziel einberufen, bis Oktober 2007 einen Reformvertrag auf der Grundlage von Schlüsselementen des Verfassungsvertrags auszuarbeiten. Die portugiesische EU-Präsidentschaft legte am 23. Juli 2007 einen ersten Entwurf vor. Auf der Basis einer zweiten leicht modifizierten Fassung hat der EU-Sondergipfel in Lissabon am 18. und 19. Oktober den Reformvertrag verabschiedet. Dieser soll beim regulären EU-Gipfel im Dezember 2007 unterzeichnet werden. Die Ratifizierung soll noch vor den Europawahlen im Juni 2009 abgeschlossen werden. Die Änderungen des Reformvertrags treten jedoch nur in Kraft, wenn alle Ratifizierungshürden – einschließlich Referenden in einigen Ländern – genommen werden.

### 2. Die Aufgabe

Ziel des Reformvertrages ist es, die Effizienz und die demokratische Legitimität der erweiterten Union zu erhöhen und gleichzeitig ihre Position und ihren Einfluss in der internationalen Politik zu stärken. Der Reformvertrag ändert sowohl den Vertrag über die Europäische Union (EUV) als auch den Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EGV) ab, wobei letzterer in „Vertrag über die Arbeitsweise der Union“ (AEUV) umbenannt werden soll. Die im Vertrag von Maastricht vereinbarten Säulen der EWU lässt der Reformvertrag im Wesentlichen unverändert. Dies betrifft insbesondere die Vorschriften über die Ziele und Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der Europäischen Zentralbank (EZB).

In dieser Studie sollen die Auswirkungen des Reformvertrags auf die Geldpolitik der EZB untersucht werden. Der Reformvertrag enthält nur wenige Änderungen, die die Geldpolitik direkt betreffen; eine Reihe von neuen Bestimmungen in der Wirtschafts-, Fiskal- und Wettbewerbspolitik sowie institutionelle Reformen können jedoch indirekt die Geldpolitik beeinflussen. Daher erscheint es sinnvoll, bei unserer Analyse zwischen den Änderungen des Vertrags zu unterscheiden, die sich direkt bzw. indirekt auf die Geldpolitik auswirken.

### 3. Direkte Auswirkungen auf die Geldpolitik

#### 3.1 Die Kritik der EZB an ihrem institutionellen Status

In ihrer Stellungnahme vom 5. Juli 2007 begrüßte die EZB die Entscheidung des Gipfels zur Einberufung einer RK für den Reformvertrag und betonte, dass sie davon ausgehe, „dass, außer wenn im Mandat der Regierungskonferenz anders angezeigt, der Text des EUV unverändert bleibt“<sup>2</sup>. Dementsprechend ging die EZB davon aus, dass der Reformvertrag „die auf die Regierungskonferenz 2004 zurückgehenden Neuerungen in den Vertrag über die Europäische Union (EUV) bzw. ... in den Vertrag über die Arbeitsweise der Union“ einarbeiten werde.

<sup>1</sup> Europäischer Rat in Brüssel, 21./22. Juni 2007. Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Anlage 1. Im Mandat der RK wird festgelegt, dass die Union eine einheitliche Rechtspersönlichkeit erhalten soll. Der Ausdruck „Gemeinschaft“ soll durchgehend durch den Ausdruck „Union“ ersetzt werden.

<sup>2</sup> Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 5. Juli 2007 auf Ersuchen des Rates der Europäischen Union zur Eröffnung einer Regierungskonferenz zur Ausarbeitung eines Vertrags, der die bestehenden Verträge ändert. Homepage der EZB, [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c\\_16020070713de00020004.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_16020070713de00020004.pdf)

**Besorgnis über Unabhängigkeit...**

Überraschenderweise enthält der erste Entwurf des Reformvertrags einige Passagen zur EZB, die nicht im Verfassungsvertrag stehen. Dies hat heftige Kritik seitens des Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Jean-Claude Trichet, ausgelöst<sup>3</sup>. Der wichtigste Punkt ist, dass die EZB im ersten Entwurf des Reformvertrags als Organ der EU<sup>4</sup> und nicht – wie im Verfassungsvertrag vereinbart – als „sonstiges Organ der EU“ eingestuft wird. Dies würde implizieren, dass die EZB schlicht als gewöhnliches Organ der EU wie etwa die Kommission behandelt werden könnte und in dieser Eigenschaft dazu verpflichtet wäre, eng mit allen anderen europäischen Institutionen zusammenzuarbeiten, um die gemeinsamen europäischen Ziele zu verfolgen. Ein Grund zur Besorgnis ist, dass gefordert werden könnte, die EU-Organe und die Mitgliedsstaaten sollten die Geld- und Fiskalpolitik im Voraus abstimmen. Die EZB weist daher zu Recht darauf hin, dass diese Einstufung einem Schlüsselprinzip von Maastricht – der Unabhängigkeit – widerspricht. Dies könnte die Marktteilnehmer irritieren, wenn auch das Unabhängigkeitsprinzip in anderen Teilen des Reformvertrags festgeschrieben wird. Die Formulierungen zur Unabhängigkeit sollten eindeutig sein.

Die derzeit geltende, klare Formulierung hat der EZB dabei geholfen, sich einen soliden Ruf an den Finanzmärkten zu erarbeiten und ihn zu wahren. Die EZB handelt natürlich nicht in einem politikfreien Raum. Sie muss jedoch gegenüber der Öffentlichkeit und dem Europäischen Parlament Rechenschaft ablegen, und dies geschieht seit 1999 erfolgreich.

Zudem hat die Unabhängigkeit der EZB entscheidend zur hohen Preisstabilität im Euroraum seit 1999 und den niedrigen Nominal- (und Real-)zinsen beigetragen, die eine wichtige Voraussetzung für ein tragfähiges Wachstum sind. Dies ist insofern eine große Leistung, als sich die Ölpreise von 1999 bis 2007 verdreifacht haben. Interessanterweise hat die EZB mit einer durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate von 2,1% seit 1999 im Euroraum größere Preisstabilität gewährleistet als die Bundesbank während des Geltungszeitraums der D-Mark in Deutschland (1948 – 1998: 2,8%).

**... leider nicht ernst genommen**

Dem Anliegen der EZB, dass die Formulierung des Verfassungsvertrags, dem zufolge die EZB zu den „sonstigen Organen der EU“ gehören soll, ist der Reformvertrag leider nicht gefolgt. Es sollte allerdings vermieden werden, den institutionellen Status der EZB als unabhängiges Organ durch die Hintertür zu untergraben, denn dies könnte einige Länder dazu ermutigen, erneut eine Debatte über ihre Unabhängigkeit anzuzetteln. Die wiederholte Forderung des französischen Präsidenten nach der Einführung einer „Wirtschaftsregierung“ als politisches Gegengewicht gegenüber der EZB ist als Vorstoß in dieser Richtung zu deuten. Jeder Versuch zur Verringerung der Unabhängigkeit könnte die hohe Wertschätzung der EZB in der Öffentlichkeit und an den Finanzmärkten beeinträchtigen. Dies gilt insbesondere in Phasen, in denen ohnehin große Unsicherheit herrscht. Mittel- und langfristig könnte das Risiko höherer Zinsen ansteigen.

<sup>3</sup> Schreiben des EZB-Präsidenten an Manuel Lobo Antunes, Präsident des Rats der Europäischen Union, vom 2. August 2007, Website der EZB, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/jct1080en.pdf>; die Anlage auf Seite 3 des Briefs enthält die Änderungsvorschläge der EZB.

<sup>4</sup> Entwurf eines Vertrags zur Änderung des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, Artikel 9.

### 3.2 Ernennung des Direktoriums durch Mehrheitsbeschluss

Der Reformvertrag legt fest, dass die sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums durch Mehrheitsbeschluss des Europäischen Rats und nicht mehr durch Konsens ernannt werden sollen. Dies sollte insofern positiv für die Geldpolitik sein, als ein Mehrheitsbeschluss den Nominierungs- und Ernennungsprozess für neue Direktoriumsmitglieder beschleunigen sollte. Dies würde die Wahrscheinlichkeit einer längeren, öffentlichen Diskussion über geeignete Kandidaten und die damit verbundene Unsicherheit an den Finanzmärkten verringern.

**Ernennung könnte ein unwichtiges Ereignis sein**

Dieses Argument sollte allerdings nicht überstrapaziert werden. Einer kürzlich durchgeführten Studie über die Ernennung der Zentralbankpräsidenten in 15 Ländern zufolge reagieren die Finanzmärkte nur moderat auf eine Neuernennung, die anscheinend eher als unwichtiges Ereignis gilt<sup>5</sup>. Zudem wurden keine Reaktionen der Finanzmärkte auf die Ernennung einfacher Mitglieder der Zentralbankräte festgestellt. Da die Direktoriumsmitglieder der EZB einmalig für acht Jahre ernannt werden, finden innerhalb von acht Jahren in der Regel nur sechs Ernennungen statt. Die nächste, reguläre Ernennung steht im Juni 2010 an, da die Amtszeit von Vizepräsident Lucas Papademos Ende Mai 2010 ausläuft. Diese Änderung des Vertrags dürfte daher nur geringfügige Auswirkungen auf die Geldpolitik haben.

## 4. Indirekte Auswirkungen auf die Geldpolitik

### 4.1 Wettbewerbspolitik: Anlass zur Sorge für die EZB?

**Geld- und Wettbewerbspolitik haben das gemeinsame Ziel der Preisstabilität**

Beim EU-Gipfel im Juni 2007 wurde die Rolle des Wettbewerbs im Binnenmarkt geschwächt, als der Regierungskonferenz das Mandat für den Reformvertrag erteilt wurde. Der Verweis des Verfassungsvertrags auf freien und unverfälschten Wettbewerb als Ziel der EU wurde nicht in den Reformvertrag übernommen. Der aktuelle EG-Vertrag<sup>6</sup> enthält die Formulierung: „ein System, das den Wettbewerb innerhalb des Binnenmarkts vor Verfälschungen schützt“; im entsprechenden neuen Artikel heißt es jedoch lediglich: „Die Union errichtet einen Binnenmarkt“<sup>7</sup>. Wettbewerb wird also nicht länger als Ziel der EU angesehen, sondern lediglich als Mittel zur Umsetzung der EU-Politik. Dies könnte implizieren, dass andere Institutionen wie z.B. der Europäische Gerichtshof bei ihren Entscheidungen nicht darauf verweisen können. Die Schlüsselfrage lautet nun, ob diese Formulierungsänderung die Wettbewerbspolitik der EU und die politische Disziplin zur Sicherstellung des Wettbewerbs im Binnenmarkt schwächen wird oder ob es sich lediglich um semantische Feinheiten handelt. Das Problem besteht darin, dass die Unternehmen bei einer Schwächung des Wettbewerbs größeren Spielraum für Preisanhebungen haben dürften, was es wiederum der EZB erschweren würde, die Preise stabil zu halten. Aus diesem Grunde

<sup>5</sup> Kenneth N. Kuttner und Adam S. Posen (2007). Do Markets Care Who Chairs the Central Bank? Working Paper 07-3. Peterson Institute for International Economics, Washington DC.

<sup>6</sup> Entwurf eines Vertrags zur Änderung des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft. Artikel 3 (1) (g).

<sup>7</sup> Stattdessen wird der Wettbewerb nur nebenbei in einem Protokoll erwähnt: „Die Hohen Vertragsparteien sind in der Erwägung, dass zu dem Binnenmarkt, wie er in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union beschrieben wird, ein System gehört, das den Wettbewerb vor Verfälschungen schützt...“

**Funktionsfähiger Wettbewerb wesentlich für Geldpolitik**

**Drei Risikobereiche für Wettbewerbspolitik**

**Staatliche Hilfe**

**Staatliche Interventionen**

sollte nicht übersehen werden, dass Geld- und Wettbewerbspolitik ein gemeinsames Ziel haben, nämlich die Preisstabilität<sup>8</sup>.

Dennoch wurde die Beziehung zwischen Geld- und Wettbewerbspolitik bisher vernachlässigt. So spielte die EU-Kommission vor kurzem die praktische Bedeutung dieser Änderung für die Wettbewerbspolitik herunter<sup>9</sup>. Die Wettbewerbspolitik der EU könnte in der Tat unverändert bleiben. Im Hinblick auf die politische Haltung zum Wettbewerb in den einzelnen Mitgliedsländern sind jedoch kritische Fragen angebracht. Insbesondere der französische Präsident Nicolas Sarkozy hat die Grundlagen der Wettbewerbspolitik innerhalb der EU durch die Behauptung in Frage gestellt, der Wettbewerb habe lediglich die Unterstützung der Öffentlichkeit für die EU untergraben.

Ein funktionierender Wettbewerb ist nicht nur für die Geldpolitik, sondern auch für Wachstum und Einkommen von entscheidender Bedeutung. Hierfür gibt es mindestens drei Gründe: Erstens übt der Wettbewerb stetig Druck auf die Unternehmen aus, die Kosten zu senken, die Produktivität zu steigern und ihre Wettbewerbsfähigkeit in einer globalisierten Welt zu sichern. Zweitens ist der Wettbewerb ein Entdeckungsverfahren, um bessere Produkte und Produktionsmethoden zu entwickeln. Drittens hilft er, die Bündelung von Wirtschaftsmacht – z.B. in Form von Monopolen – zu begrenzen.

Oft empfinden Unternehmen und Politiker Wettbewerb als lästig. Dies geht mit dem Wunsch einher, Wettbewerb zu verringern oder zu vermeiden. Für die Geldpolitik kann es daher wichtig sein, Risikobereiche im Binnenmarkt zu identifizieren, in denen die Formulierungsänderung in Bezug auf den Wettbewerb eine größere Versuchung für die Regierungen darstellen könnte, den Wettbewerb einzuschränken. Mindestens drei Risikobereiche sind zu nennen:

Erstens könnten Mitgliedstaaten geneigt sein, den Umfang staatlicher Hilfen und Subventionen zu erhöhen. Diese wäre dann letztlich noch schwerer von der Kommission zu überwachen.

Zweitens ist es in der EU im Zuge der Globalisierung in den vergangenen Jahren zu einer Welle des *wirtschaftspolitischen Patriotismus und staatlichen Interventionismus* gekommen. Die Formulierungsänderung in der Wettbewerbspolitik könnte als Argument verstanden werden, die Industriepolitik in einigen Ländern weiter auszubauen und ungeachtet der Auswirkungen auf den Wettbewerb „nationale Champions“ zu kreieren.

Drittens ist es für die Ankurbelung des Wachstums und die Flankierung der Geldpolitik der EZB von entscheidender Bedeutung, dass die EWU-Mitgliedstaaten weiterhin *strukturelle Reformen* in ihren Arbeits- und Gütermärkten durchführen, die zur flexiblen Preisgestaltung und zum Wettbewerb beitragen.

Jeder Versuch, die Schlüsselrolle des Wettbewerbs im Binnenmarkt einzuschränken, könnte also leicht Folgen für die Geldpolitik haben. Das Hauptproblem besteht jedoch darin, dass sich nur schwer voraussagen lässt, welche unmittelbaren Folgen diese neue Formulierung im Vertrag auf die EU-Wettbewerbspolitik haben könnte und welche Folgen sich für die Geldpolitik ergeben könnten. In jedem Fall sollten die Auswirkungen von Subventionen, staatlichen Interventionen und Strukturreformen auf den Wettbewerb, die Preisstabi-

**BIP-Prognosen**

% gg. Vj.

	05	06	07	08
Welt*	3,2	3,7	3,1	2,7
USA	3,1	2,9	1,8	1,6
China	10,2	10,7	10,7	10
Japan	1,9	2,2	1,9	1,3
Euroraum	1,5	2,8	2,5	1,8
Deutschland	0,8	2,9	2,4	1,8

\* Wachstumsrate für die Weltwirtschaft auf der Grundlage der Wechselkurse am Markt

Quelle: Deutsche Bank Research

1

<sup>8</sup> Mario Monti (2006). Competition Policy and Monetary Policy: A Comparative Perspective. Bank für Internationalen Zahlungsverkehr. Per Jacobsson Foundation.  
<sup>9</sup> EU-Kommission. Pressemitteilung, 10. Juli 2007. Memo 07/ 283. Questions and Answers on the IGC mandate for a Reform Treaty.

lität und die Geldpolitik von der Kommission und der EZB genau im Auge behalten werden.

#### **4.2 Die Stärkung der Wirtschaftspolitik innerhalb der EWU könnte sich auf die Geldpolitik auswirken**

### **Sonderregeln für Wirtschaftspolitik in der EWU**

Sowohl unter dem alten als auch unter dem neuen EU-Vertrag sind die Mitgliedstaaten dazu verpflichtet, ihre Wirtschaftspolitik als Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu behandeln und sie insbesondere im Rahmenwerk des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der Grundzüge der Wirtschaftspolitik und der Agenda von Lissabon aufeinander abzustimmen. Die Säulen der Wirtschaftspolitik in der EU werden sich kaum ändern, der Reformvertrag wird jedoch einige Sonderregeln beinhalten, die nur für die EWU-Länder gelten. Eine politische Abstimmung innerhalb der EWU ist erforderlich, weil die Geldpolitik zwar zentral gesteuert wird, die Wirtschafts-, Haushalts- und Strukturpolitik jedoch dezentral organisiert sind. In diesem Bereich war die aus den Finanz- und Wirtschaftsministern der EWU bestehende Eurogruppe ein sehr nützliches Forum zur Diskussion gemeinsamer Themen und zur Koordinierung der Politik. Allerdings wies die Koordinierung der Politik auch einige Mängel auf, z.B. im Hinblick auf die übermäßigen Haushaltsdefizite, die einige EWU-Länder (u.a. Deutschland und Frankreich) vor allem in den Jahren 2002-2005 verzeichneten.

### **Moderate Stärkung der Eurogruppe**

Ziel des Reformvertrags ist es daher, die Rolle der Eurogruppe moderat zu stärken und die politische Abstimmung innerhalb des Euroraums zu erhöhen. Die Eurogruppe wird auch offiziell als „Euro-ECOFIN-Rat“ anerkannt und der Begriff „Eurogruppe“ im Vertrag zum ersten Mal verwendet. Damit wird auch dem zunehmenden politischen Einfluss der Eurogruppe innerhalb der EU und auf internationaler Ebene Rechnung getragen. Dennoch wird die Eurogruppe im Reformvertrag nicht als offizielle Version des Rats betrachtet, sondern es wird nur die bestehende Praxis informeller Sitzungen bestätigt.

Im Hinblick auf die Geldpolitik sind die folgenden Änderungen des Reformvertrags in Bezug auf die Wirtschaftspolitik erwähnenswert<sup>10</sup>:

- (1) Ernennung eines Präsidenten der Eurogruppe;
- (2) Koordinierung der Fiskalpolitik;
- (3) Umsetzung von Grundzügen der Wirtschaftspolitik für den Euroraum.

In diesen Bereichen kann die Eurogruppe Entscheidungen ohne Beteiligung der Nicht-Mitgliedsländer der EWU treffen. Insofern erhält der Euroraum mehr Spielraum für unabhängige Maßnahmen innerhalb der rechtlichen Strukturen der EU.

#### **4.2.1 Die Wahl eines Präsidenten der Eurogruppe: Alter Wein in neuen Schläuchen?**

### **Präsident der Eurogruppe bestätigt**

Eine formelle Neuerung des Reformvertrags besteht darin, dass ein Vollzeit-Präsident der Eurogruppe mit der Mehrheit der Mitgliedstaaten für eine Amtszeit von zweieinhalb Jahren gewählt werden soll. Diese Neuerung des Verfassungsvertrags wurde jedoch bereits mit einer etwas kürzeren Amtszeit eingeführt. Die Eurogruppe ernannte Jean-Claude Juncker, Premierminister und Finanzminister von Luxemburg, schon im Januar 2005 zu ihrem ersten Präsidenten mit

<sup>10</sup> Entwurf eines Vertrags zur Änderung des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, Kapitel 3a, Artikel 114 und 115

einer Amtszeit von zwei Jahren und wählte ihn für eine zweite Amtsperiode bis Ende 2008 wieder. Die Wahl eines Präsidenten der Eurogruppe ist ein vernünftiger und wünschenswerter Schritt, da der Euroraum so größere Führungskontinuität, eine bessere Wahrnehmung in der Öffentlichkeit und stärkere internationale Vertretung erhält. Sie war für die Geldpolitik insofern förderlich, als eine stärkere Führung auch dazu beigetragen hat, die Koordinierung der Fiskalpolitik innerhalb der EWU im Rahmen des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts seit 2005 zu verbessern.

Dass jetzt die Wahl eines Präsidenten der Eurogruppe formell im Reformvertrag festgeschrieben wird, sollte also im Tagesgeschäft nicht zu Änderungen führen. Allerdings ist ein zweiter Blick auf den Dialog zwischen dem EZB-Präsidenten und dem Präsidenten der Eurogruppe seit 2005 erforderlich. Die Zusammenarbeit zwischen der EZB und den Exekutivorganen der EU (Eurogruppe und Kommission) ist im bestehenden Vertrag gut geregelt<sup>11</sup>. Drei gemeinsame Sitzungen pro Monat sind vorgesehen, was für einen Meinungsaustausch zwischen der EZB und der Eurogruppe ausreichen sollte. Der Präsident der Eurogruppe hat jedoch wiederholt weitere Zusammenkünfte mit dem EZB-Präsidenten gefordert, damit die Zusammenarbeit noch weiter ausgebaut werden könne. Der Präsident der EZB lehnt dagegen eine noch engere Kooperation ab, da er offensichtlich die Besorgnis hegt, dies könne leicht dazu führen, dass die Politik eine ex-ante-Koordinierung der Geld- und Fiskalpolitik fordern würde. Dies wiederum könnte der EZB in Bezug auf ihr Mandat der Preisstabilität die Hände binden. Eine Abstimmung im Voraus kann zudem leicht in Widerspruch zum Prinzip der Unabhängigkeit der EZB geraten. Da die Wahl eines Präsidenten der Eurogruppe jetzt formell festgeschrieben wird, dürfte der Druck auf die EZB sowohl vor als auch nach der Ratifizierung des Reformvertrags anhalten, sich stärker politisch mit der Eurogruppe abzustimmen. Es ist aber unwahrscheinlich, dass die EZB ihre Haltung gegenüber dem Präsidenten der Eurogruppe ändern wird.

#### **Abstimmung im Voraus widerspricht Unabhängigkeit**

#### *4.2.2 Gewisse Fortschritte bei der Koordinierung der Fiskalpolitik*

Die Geldpolitik muss im Rahmen des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts durch eine solide Fiskalpolitik in den EWU-Mitgliedstaaten flankiert werden. Die EZB hat allerdings sowohl im Hinblick auf den präventiven als auch auf den korrektiven Teil des Stabilitätspakts Bedenken geäußert<sup>12</sup>.

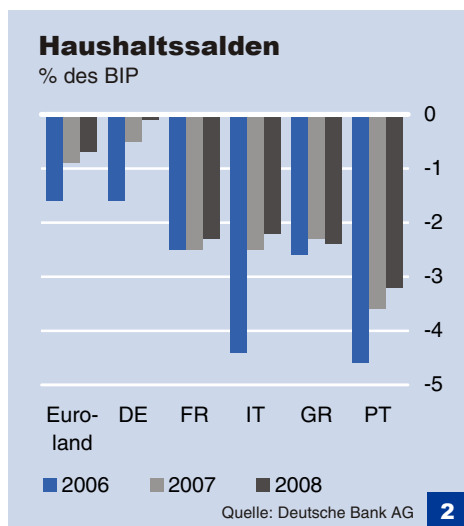
#### **Reformierter Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte umgesetzt werden**

Nach Auffassung der EZB bestehen in Bezug auf den präventiven Teil (der eine strikte Konsolidierung in wirtschaftlich guten Zeiten fordert) Mängel hinsichtlich der Anreize zur Einhaltung der Regeln sowie deren Klarheit. Dieser Punkt wurde von der Regierungskonferenz insofern aufgenommen, als sie eine Erklärung zu möglichen Vorschlägen der Kommission und der Mitgliedstaaten zur Klärung der Umsetzung des Pakts abgegeben hat. Die Kommission hat vor kurzem Vorschläge zur Stärkung des präventiven Teils vorgelegt<sup>13</sup>. Die Vorschläge sollen eine mittelfristige Budgetplanung und tragfähige Haushaltssalden sicherstellen. Dies weist in die richtige Rich-

<sup>11</sup> Der Präsident der Eurogruppe und der Kommissar für Wirtschafts- und Währungspolitik (Joaquin Almunia) werden alle vierzehn Tage zu den Sitzungen des EZB-Rats eingeladen, und der EZB-Präsident kann an den monatlichen Sitzungen der Eurogruppe teilnehmen.

<sup>12</sup> EZB (2005). Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Monatsbericht August 2005. S. 63 f.

<sup>13</sup> Europäische Kommission (2007). Die Wirksamkeit der präventiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspaktes muss verbessert werden. IP/07/811. Brüssel, 13. Juni 2007.



### Stärkere Rolle der Kommission

### Verbesserung des Abstimmungsverfahrens

Es bleibt jedoch abzuwarten, ob die Vorschläge die Anreize für die Einhaltung der Regeln hinreichend verbessern werden. In diesem Zusammenhang kommt es auf den politischen Willen der Mitgliedsstaaten an. Dies wird in einer kürzlich veröffentlichten Prognose der Kommission deutlich, der zufolge bei einer Beibehaltung des aktuellen fiskalpolitischen Kurses nur 10 der 27 EU-Mitgliedsstaaten im Jahr 2008 ihre mittelfristigen Haushaltsziele erreichen werden – und das, obwohl seit drei Jahren ein dynamisches Wachstum verzeichnet wird. In diesem Zusammenhang ist auch zu erwähnen, dass die französische Regierung bereits angekündigt hat, sie werde das vereinbarte Ziel eines ausgeglichenen Haushalts im Jahr 2010 nicht erfüllen.

Im Hinblick auf den korrektiven Teil hat die EZB Besorgnis wegen der starken Betonung von Flexibilität und Ermessensspielräumen bei der Feststellung und dem Abbau übermäßiger Haushaltsdefizite geäußert. Die EZB räumte ein, dass viel von der Umsetzung des überarbeiteten Pakts abhängt. Die ersten Erfahrungen seit der Reform im Jahr 2005 waren insofern ermutigend, als die Defizitverfahren gegen Frankreich, Deutschland und Griechenland eingestellt werden konnten und die Verfahren gegen Italien und Portugal zwar noch fortgesetzt werden, diese Länder jedoch 2006 beträchtliche Fortschritte beim Abbau ihrer strukturellen Defizite gemacht haben. Allerdings sollte nicht übersehen werden, dass der Löwenanteil der Konsolidierung auf den kräftigen Konjunkturaufschwung zurückzuführen ist.

Der Reformvertrag geht auf einige Punkte der EZB ein, die der EZB Anlass zur Besorgnis in Bezug auf den Mangel an Anreizen zum Abbau übermäßiger Defizite gaben. Die Rolle der Kommission soll auf zweierlei Art und Weise gestärkt werden: (1) Die Kommission erhält das Recht, einen Mitgliedstaat, der ein übermäßiges Defizit verzeichnen wird, direkt zu verwarnen (statt, wie nach derzeitiger Lage, eine Empfehlung an den ECOFIN-Rat abzugeben, der dann über eine Verwarnung an den Mitgliedstaat befindet); (2) die Erklärung des ECOFIN-Rats, dass ein übermäßiges Defizit besteht, stützt sich auf einen konkreten Vorschlag der Kommission (statt auf eine lockere Empfehlung). Dementsprechend kann der ECOFIN-Rat nur einstimmig vom Vorschlag der Kommission abweichen<sup>14</sup>.

Zwei weitere Änderungen im Reformvertrag beziehen sich auf das Abstimmungsverfahren im ECOFIN-Rat über das Bestehen eines übermäßigen Defizits. Im Gegensatz zum geltenden Vertrag von Nizza darf ein Land mit einem übermäßigen Defizit nicht mehr über die Maßnahmen zum Abbau des übermäßigen Haushaltsdefizits abstimmen. Dadurch wird der Widerspruch abgeschafft, dass das gegen den Stabilitätspakt verstoßende Land gleichzeitig als Richter und als Beschuldigter fungiert. Zudem sind für eine qualifizierte Mehrheit nicht mehr die Stimmen von zwei Dritteln der EU-Mitgliedsländer erforderlich. Entscheidend ist vielmehr die qualifizierte Mehrheit der EWU-Mitgliedsstaaten, d.h. 55% der Mitgliedsstaaten, die mindestens 65% der Bevölkerung des Euroraums vertreten. Die Kombination dieser vier Maßnahmen dürfte die fiskalpolitische Disziplin stärken und dazu führen, dass die Geldpolitik durch die Fiskalpolitik besser flankiert wird.

<sup>14</sup> Empfehlungen des ECOFIN-Rats an den betroffenen Mitgliedsstaat in der Folgezeit bleiben auch künftig einfache Empfehlungen der Kommission und bieten dem ECOFIN-Rat mehr Beurteilungsspielraum. Die Empfehlungen müssen jedoch vom ECOFIN-Rat ohne unangemessene Verzögerung übernommen werden.

#### 4.2.3 Grundzüge der Wirtschaftspolitik können Geldpolitik stützen

Die integrierten Leitlinien für Wachstum und Beschäftigung sind wichtige Instrumente der überarbeiteten Lissabon-Agenda<sup>15</sup>. Innerhalb der integrierten Leitlinien befassen sich die Grundzüge der Wirtschaftspolitik mit der makroökonomischen Politik sowie mit Strukturreformen, die in der EU auf der Grundlage der nationalen Reformprogramme vereinbart werden.

#### Kommission: Direkte Verwarnung der Mitgliedsstaaten

Der Reformvertrag beinhaltet auch zwei Änderungen in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik. Wie im Fall des Stabilitäts- und Wachstumspakts kann die Kommission einen Mitgliedsstaat direkt verwarnen, der die Grundzüge nicht einhält. Zudem darf ein Land, das die vereinbarten Grundzüge der Wirtschaftspolitik nicht umsetzt, nicht mehr an der Abstimmung über seine Politik teilnehmen. Ähnlich wie beim Stabilitäts- und Wachstumspakt könnte dies die Anreize zur Durchführung von Strukturreformen erhöhen.

#### Strukturreformen stützen Geldpolitik

Im Vergleich zum Stabilitätspakt handelt es sich bei den Grundzügen der Wirtschaftspolitik jedoch um einen weichen Ansatz zur besseren politischen Abstimmung. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik tragen dazu bei, dass Strukturreformen in den einzelnen Ländern auf der politischen Agenda bleiben. Strukturreformen geben nicht nur den EWU-Mitgliedsstaaten einen Anreiz, das Wachstum zu stärken, sondern können auch die Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten steigern und die Kosten begrenzen und so nationale Inflationstendenzen dämpfen. Sie sind daher ein begrüßenswertes Instrument zur Flankierung der Geldpolitik. Die EWU-Mitgliedsstaaten haben jedoch seit Beginn der EWU im Jahr 1999 uneinheitliche Erfolge in Bezug auf Strukturreformen erzielt<sup>16</sup>. Arbeitsmarktreformen im Euroraum haben dazu beigetragen, Beschäftigung und Erwerbsquoten zu steigern. Es besteht jedoch noch Spielraum für weitere Maßnahmen zur Steigerung der Mobilität zwischen verschiedenen Sektoren und Regionen sowie zur Senkung der Lohnnebenkosten. Reformen an den Gütermärkten haben zum Abbau von Regulierungen und einer stärkeren Preisflexibilität beigetragen, vor allem in Netzindustrien wie z.B. Telekommunikation und Verkehr. Es bleibt jedoch in den Netzindustrien noch einiges zu tun (z.B. in den Bereichen Energie, Postdienstleistungen und Transport).

#### 4.2.4 Eurogruppe erhält mehr Einfluss bei Erweiterung der EWU

Der Reformvertrag wird die Rolle der Eurogruppe beim Beitritt von EU-Mitgliedstaaten zum Euroraum stärken. Die Eurogruppe muss eine Empfehlung für einen EWU-Kandidaten aussprechen, bevor der Rat in voller Besetzung über dessen EWU-Beitritt befinden kann. Dadurch soll die Eurogruppe ein größeres Mitspracherecht bei der EWU-Erweiterung erhalten. Es bleibt abzuwarten, ob eine Empfehlung der Eurogruppe das Tempo künftiger EWU-Beitritte erhöhen wird, da eine solche Empfehlung auf den Konvergenzberichten der Kommission und der EZB beruhen dürfte. Diese Berichte dürften vor einer Empfehlung der Eurogruppe für ein mögliches Beitrittsland vorliegen.

<sup>15</sup> Bei dem EU-Gipfel im März 2005 wurde nicht nur eine Einigung über die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, sondern auch über die Überarbeitung der Agenda von Lissabon und die Zusammenlegung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik und der beschäftigungspolitischen Leitlinien (die zusammen als „integrierte Leitlinien“ bezeichnet werden) erzielt.

<sup>16</sup> Klaus Regling (2007). Strengthening the economic leg of EMU. Central Banking, Bd. XVIII. 1, S. 54 f.

## EWU-Erweiterung führt zu Einführung des Rotationsverfahrens

Die EWU-Erweiterung dürfte sich jedoch insofern auf die Geldpolitik auswirken, als 2003 ein Rotationssystem vereinbart wurde, um das Abstimmungsverfahren im EZB-Rat den Bedürfnissen der EWU-Erweiterung anzupassen<sup>17</sup>. Das Rotationsverfahren hat ernsthafte Nachteile, z.B. hohe Komplexität und Intransparenz. Ein weiteres Problem besteht darin, dass im Extremfall die Zentralbankgouverneure kleiner und mittlerer Länder die vier großen Länder und die sechs Direktoriumsmitglieder überstimmen könnten, wodurch sich der Schwerpunkt der Geldpolitik von Preisstabilität zur Stützung des Wachstums im Aufholprozess verschieben könnte.

## Hauptziel: Größerer internationaler Einfluss für EU und EWU

### 4.3 Stärkung des internationalen Gewichts der EWU – eine Quelle von Interessenkonflikten?

Der Economist veröffentlichte vor kurzem einen Artikel zur internationalen Rolle der EU mit der Überschrift: „The European Union is an economic giant with surprisingly little clout“<sup>18</sup>. Der internationale Auftritt der EU und des Euroraums ist jedoch in einer globalisierten Weltwirtschaft ein wichtiges Thema, da die EU international der größte Handelspartner ist und der Euro nach dem Dollar die zweitwichtigste internationale Handels-, Investitions- und Reservewährung geworden ist. Insbesondere bei internationalen Anleihen hat die Bedeutung des Euro deutlich zugenommen; als internationale Handels- und Reservewährung liegt er dagegen noch weit hinter dem Dollar. Die gewichtigere Rolle des Euro sollte sich auch in Einfluss und Verantwortung des Euroraums an den internationalen Märkten und im internationalen Finanzsystem widerspiegeln. Der Reformvertrag befasst sich in zweierlei Hinsicht mit der Frage, wie die internationale Position der EU und der EWU gestärkt werden kann.

## Gemeinsamer Standpunkt in internationalen Institutionen

Erstens wird der ECOFIN-Rat mit Blick auf die Geld- und Wirtschaftspolitik dazu aufgefordert, gemeinsame Positionen in internationalen finanziellen Institutionen zu formulieren und eine einheitliche internationale Vertretung sicherzustellen<sup>19</sup>. Der Rat muss jedoch die EZB konsultieren, bevor er handelt.

## Größere Kontinuität in internationaler Vertretung

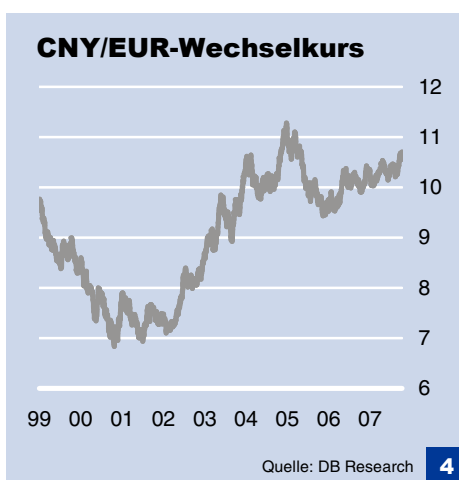
Zweitens sorgt die Ernennung eines Präsidenten der Eurogruppe für größere Kontinuität und Stabilität bei der Vertretung des Euroraums nach außen<sup>20</sup>. So hat die Teilnahme des Präsidenten der Eurogruppe an G7-Treffen dazu beigetragen, dass den Euroraum betreffende Themen in der allgemeinen Diskussion zu weltweiten Regelungen auf der Tagesordnung blieben.

<sup>17</sup> Lucas Papademos (2004). Economic Heterogeneity, Convergence and Monetary Policy in an Enlarged Euro Area. Rede bei der siebten Biennial Athenian Policy Forum Konferenz. Frankfurt am Main. 29. Juli 2004. Derzeit gehören der EWU 13 Staaten an. Durch den Eintritt von Zypern und Malta im Januar 2008 wird sich das Abstimmungsverfahren noch nicht ändern. Ein Modell mit zwei Gruppen wird eingeführt, wenn mehr als 15 Länder der EWU angehören, und ein Modell mit drei Gruppen soll in Kraft treten, wenn die Zahl der Mitgliedstaaten größer als 21 ist. Die Zahl der stimmberechtigten Mitglieder des EZB-Rats wird jedoch auf 21 beschränkt: sechs dauerhafte Stimmrechte für die Direktoriumsmitglieder und 15 Stimmen für die Gouverneure der nationalen Zentralbanken, die sich nach einem Rotationssystem abwechseln. Alle stimmberechtigten Mitglieder verfügen über jeweils eine Stimme (ein Sitz, eine Stimme). Alle Mitglieder haben Teilnahme- und Rederecht bei den Sitzungen. Vgl. auch Werner Becker (2004). Der institutionelle Rahmen für einen EWU-Beitritt. Deutsche Bank Research. In EU Monitor, Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 12, S. 5 f. Frankfurt am Main.

<sup>18</sup> The Economist (2007). Overweight but underpowered. 6. September 2007.

<sup>19</sup> Entwurf eines Vertrags zur Änderung des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, Kapitel 3a, Artikel 115a.

<sup>20</sup> Klaus Regling (2007). Strengthening the economic leg of EMU.

**Politischer Wille ist entscheidend****Internationales Abkommen über EUR-/USD-Wechselkurs unwahrscheinlich**

Die institutionellen Reformen, die Formulierung gemeinsamer Standpunkte in internationalen finanziellen Institutionen und die Ernennung eines Präsidenten der Eurogruppe stellen eine gute Grundlage dar, um den internationale Einfluss der Union allgemein und des Euroraums im Besonderen zu stärken. Der Reformvertrag wird den Weg für eine effizientere internationale Vertretung des Euroraums z.B. im IWF und den G7-Institutionen ebnen. Die EU und der Euroraum können jedoch nur dann mehr Einfluss im internationalen Währungs- und Finanzsystem gewinnen, wenn der politische Wille vorhanden ist, mit einer Stimme zu sprechen.

Folgen für die Geldpolitik können sich jedoch auch ergeben, wenn der Euroraum mit einer Stimme spricht und die Eurogruppe innerhalb der G7 ein internationales Übereinkommen über den Wechselkurs gegenüber dem Dollar abschließt. Je nachdem, ob es sich um grundlegende Entscheidungen oder um Entscheidungen im Tagesgeschäft handelt, sind im Euroraum unterschiedliche Organe für die Wechselkurspolitik zuständig. Entscheidungen im Tagesgeschäft trifft die EZB, z.B. hinsichtlich der Vornahme von Interventionen am Devisenmarkt. Hingegen obliegt dem ECOFIN-Rat die Entscheidung über das Wechselkursregime, z.B., ob flexible oder feste Wechselkurse gegenüber dem Dollar gelten. Wenn durch eine politische Entscheidung im Rahmen der G7 ein festes Wechselkursregime oder ein Wechselkurskorridor für den Euro gegenüber dem Dollar beschlossen werden, könnte für die EZB ein Konflikt zwischen der Gewährleistung der Preisstabilität und der Verteidigung eines Wechselkursziels entstehen<sup>21</sup>. Ein ähnlicher Fall ergab sich 1988, als das Louvre-Abkommen die Zentralbanken dazu verpflichtete, ihre Wechselkurse gegenüber dem Dollar in etwa auf dem damals aktuellen Niveau zu verteidigen. Eine internationale Übereinkunft über den Euro/Dollar-Wechselkurs ist möglich. Aus zwei Gründen dürfte sie jedoch in naher Zukunft relativ unwahrscheinlich sein.

Der erste Grund betrifft die Rolle der Wechselkurse beim Abbau des umfangreichen US-Leistungsbilanzdefizits. Seit geraumer Zeit wird heftig über eine spürbare Abwertung des Dollar gegenüber den asiatischen Währungen diskutiert, wohingegen eine weitere Abschwächung des Dollar gegenüber dem Euro angesichts der ausgeglichenen Leistungsbilanz des Euroraums nicht erforderlich erscheint. Derzeit verringert sich das US-Leistungsbilanzdefizit (von 6,1% des BIP im Jahr 2006 auf gut 5% 2007) aufgrund der Konjunkturabschwächung in den USA, wobei es allerdings kein internationales Abkommen zur Wirtschafts- und Wechselkurspolitik wie das Louvre-Abkommen gibt.

Zweitens wäre es außerordentlich schwierig, einen bestimmten Dollar-Wechselkurs zu verteidigen, da der Euro/Dollar-Markt überaus liquide ist und von umfangreichen und volatilen internationalen Kapitalbewegungen dominiert wird.

Eine andere Wechselkurssituation könnte sich für die EZB aus der jüngsten politischen Absichtserklärung der französischen und deutschen Regierung ergeben, die Wettbewerbsfähigkeit der EU gegenüber wichtigen Ländern wie z.B. China zu steigern, das den Wechselkurs seiner Währung gegenüber dem Euro künstlich niedrig hält. Unter der Annahme, dass der Euroraum eine gemeinsame Wechselkurspolitik gegenüber dem Yuan verfolgt und die Eurogruppe einen Zielwert für den Euro-Yuan-Wechselkurs festlegt, wäre die

<sup>21</sup> In diesem Fall muss die EZB am Devisenmarkt durch Kauf von Dollar und Verkauf von Euro intervenieren, wodurch ceteris paribus die Euro-Liquidität zunimmt und die Aufgabe der Geldpolitik erschwert wird.

EZB zu Interventionen am Devisenmarkt verpflichtet, um eine Aufwertung des Yuan gegenüber dem Euro zu unterstützen. Die EZB müsste also Yuan kaufen und Euro verkaufen, wodurch sich ceteris paribus die Liquidität im Euroraum erhöhen würde. Dies würde im Grunde auf einen Konflikt zwischen Preisstabilität und einem Wechselkursziel hinauslaufen. Der EZB dürfte es jedoch leicht fallen, die Volumina für die Interventionen unter Kontrolle zu halten, da der Euro-Yuan-Markt relativ klein ist und daher nur in geringerem Maße die Euro-Liquidität erhöhen sollte<sup>22</sup>. Eine Euro-Yuan-Wechselkursabsprache könnte sich auch auf den Euro-/Dollar-Wechselkurs auswirken: Wenn der Yuan nicht aufwertet, dürfte weiterer Aufwärtsdruck auf den Euro gegenüber dem Dollar entstehen.

Norbert Walter (+49 69 910-31810, [norbert.walter@db.com](mailto:norbert.walter@db.com))

Werner Becker (+49 69 910-31713, [werner.becker@db.com](mailto:werner.becker@db.com))

---

<sup>22</sup> Die weltweiten Umsätze am Euro-/Yuan-Devisenmarkt werden in der Publikation BIZ, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2007 – Preliminary global results, September 2007 nicht einmal erwähnt.

© Copyright 2007. Deutsche Bank AG, DB Research, D-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.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tezloff, GbR, Dieburg