



Makroanalyse 3/2015

## Anmerkungen zum Mandat der Europäischen Zentralbank

Thomas Mayer

- Das Mandat der EZB wurde auf der Basis einer fehlerhaften Blaupause für die EWU erteilt. Unserer Ansicht nach hat die EZB das Mandat zudem verkürzt und auf problematische Weise ausgelegt.
- Gegenwärtig hat die EZB Schwierigkeiten, die selbst gesetzten Ziele zu erreichen. Bei der aggressiven Verfolgung dieser Ziele entstehen schädliche wirtschaftliche Nebenwirkungen.
- Um den Zusammenbruch der EWU aufgrund ihrer Konstruktionsfehler zu verhindern, hat die EZB ihr Mandat erheblich ausgeweitet und hat unserer Einschätzung nach die in ihren Statuten gesetzten Grenzen überschritten.
- Letzten Endes besteht das Dilemma der EZB darin, dass sie ihr Mandat wegen der Fehler in der Konstruktion der EWU nicht sachgemäß und im Einklang mit den ihr gegebenen Statuten ausüben kann.

Das in ihren Statuten verankerte vorrangige Mandat der EZB ist die Wahrung der Preisstabilität. Wie diese genau definiert ist, lassen die Statuten offen. Aus diesem Grund hat die EZB ihr Mandat selbst präzisiert: Sie strebt auf mittlere Sicht einen Anstieg des harmonisierten Konsumentenpreisindex für die Eurozone von unter, aber nahe an zwei Prozent an. Erreichen will sie dieses Ziel, indem sie die Kreditvergabe des Finanzsektors so steuert, dass die realwirtschaftliche und monetäre Entwicklung den gewünschten Anstieg der Konsumentenpreise hervorbringen. Die Auslegung des Mandats wirft mehrere Fragen auf, unter anderem: (1) Ist es sinnvoll, einen Preisindex für Konsumgüter als Zielvariable zu wählen? (2) Warum bedeutet Preisstabilität steigende Preise? (3) Kann die EZB ihr Ziel erreichen? (4) Hat die Verfolgung des Ziels Nebenwirkungen? (5) Folgt aus dem Mandat die Verpflichtung, alles zu tun, um den Euro zu erhalten? Im Folgenden wollen wir diese Fragen diskutieren. Dabei kommen wir zu dem Schluss, dass die

Auslegung des Mandats durch die EZB aus ökonomischer und rechtlicher Sicht problematisch ist.

### **Ad 1: Stabilität der Konsumentenpreise ist nicht hinreichend für Preisstabilität**

Hinter dem Mandat der Preisstabilität steht die Vorstellung, dass die Kaufkraft des Geldes bewahrt werden sollte. Geld ist bekanntlich ein Mittel zum Tausch und zur Aufbewahrung von Werten, die den Tausch zu einem späteren Zeitpunkt ermöglichen. Es behält seine Kaufkraft, wenn man es in der Gegenwart oder Zukunft ohne Verlust in die gewünschten Güter oder Dienstleistungen eintauschen kann. Auf den ersten Blick scheint es, dass das Mandat erfüllt ist, wenn das Niveau der Konsumentenpreise insgesamt stabil ist. Denn dann kann das Geld in der Gegenwart oder Zukunft ohne Verlust an Kaufkraft gegen Konsumgüter eingetauscht werden. Manche Preise können wegen höherer Nachfrage steigen, aber wenn das Niveau der Preise im Durch-



schnitt stabil ist, müssen andere gleichzeitig fallen, so dass die Kosten eines für den durchschnittlichen Verbraucher typischen Warenkorb gleich bleiben.

Auf den zweiten Blick stellt sich aber die Frage, warum nur die Konsumentenpreise betrachtet werden sollen. Schließlich wird Geld auch gegen Kapitalgüter getauscht. Die Erwerber von Kapitalgütern verzichten zeitweilig auf Konsumgüter, weil sie sich von der Kombination dieser Kapitalgüter mit ihrer Arbeitskraft künftig höhere Geldeinnahmen und damit mehr Konsum erhoffen, als es ihnen aus dem Verkauf ihrer Arbeitsleistungen allein möglich gewesen wäre. Da für wirtschaftliches Handeln der Tausch von Geld gegen Kapitalgüter nicht weniger wichtig ist als der Tausch gegen Konsumgüter, wäre es nur folgerichtig, wenn Kapitalgüter in der Zielvariablen zur Wahrung der Kaufkraft des Geldes berücksichtigt würden.<sup>1</sup>

Allerdings ist nicht jeder dazu in der Lage, seinen künftigen Konsum über den Erwerb eines Kapitalguts zu erhöhen. Alternativ dazu kann er sich mit Eigen- oder Fremdkapital an einer Unternehmung beteiligen, die Kapitalgüter mit Arbeit kombiniert, und die den Besitzern von Eigen- oder Fremdkapital aus ihren Gewinnen Dividenden oder Zinsen zahlt. Der Erwerb solcher Beteiligungen—nennen wir sie Vermögenswerte—ist insbesondere für jene interessant, die während ihrer Erwerbstätigkeit einen Teil ihres Erwerbseinkommens sparen, um sich Vermögenswerte zu erwerben, die ihnen Einkommen während des Altersruhestands versprechen. Für diesen Personenkreis schließt Preisstabilität die Stabilität der Preise für Vermögenswerte ein, denn ein inflationärer Anstieg der Preise für Vermögenswerte in der Gegenwart vermindert ihre Konsummöglichkeit in der Zukunft, wenn sie nicht

zum Ausgleich in der Gegenwart mehr sparen.<sup>2</sup> Daher sollte die Zentralbank die Preise für Vermögenswerte ebenfalls in ihre Zielvariable aufnehmen.

Die Stabilisierung des gesamten Preisniveaus für Konsum- und Kapitalgüter sowie Vermögenswerte durch die Zentralbank muss jedoch daran scheitern, dass es den repräsentativen Wirtschaftsakteur nicht gibt, der kontinuierlich einen stabilen Korb von Konsumgütern, Kapitalgütern und Vermögenswerten erwerben würde. Wenn schon der repräsentative Konsument, der den dem Konsumentenpreisindex unterliegenden Warenkorb kauft, eher Fiktion als Wirklichkeit ist, so ist der alle Güter und Vermögenswerte kaufende Akteur ein völlig unrealistisches Konstrukt. Doch folgt daraus nicht, dass die Zentralbank deshalb auf die im Konsumentenpreisindex enthaltene Teilmenge aller Preise abzielen sollte, um die Kaufkraft des Geldes zu erhalten. Die logische Konsequenz der Unmöglichkeit, für Preisstabilität im weiteren Sinne zu sorgen, ist, die Kaufkraft des Geldes dadurch zu sichern, dass sein Angebot strikt begrenzt wird. Denn dann wird der Tauschwert des Geldes dadurch erhalten, dass sich die Preise dem Angebot an Tauschmitteln anpassen.

Die Begrenzung des Geldangebots kann auf vielfache Weise erfolgen. Denkbar ist die Koppelung an Edelmetalle, die Ausweitung nach einer bestimmten Regel (z.B. Milton Friedmans K-Prozent Regel) oder ein komplexer Computeralgorithmus wie bei Bitcoin. Wichtig ist allerdings, dass die Begrenzung auch wirklich greift. Deshalb wäre ein System der Geldmengenbegrenzung nicht mit der gegenwärtig praktizierten Teilreservehaltung der Banken vereinbar, da diese es den Banken erlaubt, das Geldangebot in eigener Regie auszuweiten.

---

<sup>1</sup> Da Geld auch zum Erwerb von Zwischenprodukten im Produktionsprozess verwendet wird, scheint eine Einbeziehung der Preise für diese Produktgruppe in die Zielvariable ebenfalls sinnvoll. Ein Verzicht darauf kann allenfalls damit begründet werden, dass Preise für diese Produkte in den Preisen für Konsumgüter enthalten sind.

---

<sup>2</sup> Ein inflationärer Anstieg der Vermögenspreise in der Gegenwart verringert das reale Vermögen, das in der Gegenwart mit einer gegebenen Geldersparnis erworben werden kann. Entsprechend fällt der mit diesem Vermögen zu finanzierende reale Konsum in der Zukunft niedriger aus.



Was als Tauschmittel am besten geeignet ist, sollte im Wettbewerb verschiedener Geldanbieter ermittelt werden. Weil die Begrenzung der umlaufenden Menge an Tauschmitteln für deren Kaufkraft essentiell ist, könnte der Wettbewerb um das beste Tauschmittel ein Wettbewerb um den besten Algorithmus für die Ausweitung des Angebots sein. Wie erwähnt sind viele Algorithmen denkbar und ein echter Wettbewerb der Algorithmen mit dem Aufkommen von Kryptowährungen möglich. Die EZB hätte es in der Hand, mit einem überzeugenden Algorithmus für die Ausweitung des Angebots an Euro die Popularität der europäischen Gemeinschaftswährung zu sichern.

## **Ad 2: Ein steigendes Preisniveau ist nicht Preisstabilität**

Die EZB hat das ihr gegebene Mandat zur Wahrung der Preisstabilität mit einem Anstieg des harmonisierten Konsumentenpreisindex für die Eurozone von unter, aber nahe an zwei Prozent auf mittlere Sicht gleichgesetzt. Im vorigen Abschnitt haben wir festgestellt, dass der Konsumentenpreisindex als Zielvariable für Preisstabilität unzulänglich ist. Nun gehen wir der Frage nach, warum das Preisniveau bei Preisstabilität steigen soll.

Üblicherweise wird die Notwendigkeit insgesamt steigender Preise mit der Starrheit von Preisen nach unten begründet. Relative Preisänderungen, die Änderungen der Nachfrage widerspiegeln, können dann nur stattfinden, wenn Preise steigen. Wie jedermann leicht sehen kann, sind aber die wenigsten Preise nach unten starr. Für die meisten Güter bewegen sich die Preise sowohl nach oben als auch nach unten. Sehr ausgeprägt ist die Starrheit von Preisen vor allem auf dem Arbeitsmarkt, wo Löhne von Tarifkartellen bestimmt werden. Doch ist die Existenz von Kartellen, die Preisanpassungen nach unten verhindern, kein Grund, Preisstabilität mit insgesamt steigenden Preisen gleichzusetzen. Stattdessen müssten die Kartelle aufgebrochen werden.

Tatsächlich dürfte auch ein anderer Grund für die Abneigung der Zentralbank gegen Preis-

stabilität im wörtlichen Sinne verantwortlich sein. In unserem Kreditgeldsystem wird Giralgeld durch Bankkredite geschaffen. Giralgeld ist also eine Schuldverschreibung der Banken gegenüber den Inhabern von Konten, die durch Kredite an andere Schuldner gedeckt sind. Je mehr Kredite ausgereicht werden, desto höher sind die Geldmenge und die aus der Geldschöpfung entstehenden Gewinne („Seigniorage“), aber auch die ausstehenden Schulden. Ein Anstieg des Preisniveaus verringert die reale Schuldenlast, erhöht die Schuldentragfähigkeit und schafft Raum für mehr Kredite, die die Geldmenge und die Gewinne aus der Geldschöpfung erhöhen. Die aus der Geldschöpfung entstehenden Gewinne der Zentralbank und Banken sind ein guter Grund dafür, dass die Zentralbank maßvolle Inflation wirklicher Preisstabilität vorzieht. Höhere Inflation würde zwar höhere Gewinne bringen, wäre aber wohl nicht mehr als Preisstabilität an das Publikum zu verkaufen. Bei einer Inflation von 2% im Jahr, welche die EZB mit Preisstabilität gleichsetzt, sinkt die Kaufkraft des Geldes in zwei Jahrzehnten um rund ein Drittel, ohne dass das Publikum dagegen aufbegehrt.

## **Ad 3: Die EZB kann Inflation zum Zielwert nicht erzwingen**

Die Zentralbank steuert die Geldschöpfung auf höchst indirekte Weise, indem sie die Kreditnachfrage über die Setzung des Geldmarktzinses zu beeinflussen sucht. Dabei sind die Wirkungen sowohl der Geldmarktzinsen auf die Kreditnachfrage als auch der Geldmenge auf die Inflation höchst unsicher.

Im Geldmarkt gleichen Banken Überschüsse und Defizite in ihren Einlagen (und anderen Finanzierungsinstrumenten) untereinander aus, die nach der Kreditvergabe entstanden sind. Dabei agiert die Zentralbank als Kreditgeber und Nehmer von Einlagen der letzten Instanz und vergibt Zentralbankkredite zur Reservehaltung. Über diese Geschäfte bestimmt sie den Geldmarktzins. Da der längerfristige Kreditzins einer Abfolge kurzfristiger Geldmarktzinsen entspricht, ergibt sich dieser



aus den Erwartungen künftiger Geldmarktzinsen. Diese Erwartungen werden von der Zentralbank beeinflusst, indem sie die Marktteilnehmer bei der Abschätzung ihrer Geldpolitik in Reaktion auf die Entwicklung der Wirtschaft anleitet. Unter besonderen Umständen manipuliert die Zentralbank den Kreditzins direkt, indem sie sich z.B. zu einem Pfad künftiger Geldmarktzinsen verpflichtet („forward guidance“) oder direkt am Kreditmarkt interveniert („quantitative easing“).

Erfahrungsgemäß kann eine entschlossene Zentralbank eine überschäumende Kreditgewährung und daraus folgende Geldschöpfung immer abwürgen, indem sie so lange Erwartungen steigender Kreditzinsen schürt, bis die Kreditnachfrage einbricht. Dagegen ist der Anschlag einer schwachen Kreditgewährung und Geldschöpfung nicht immer möglich. Sind andere Gründe als die Höhe des Zinses für die Schwäche der Kreditnachfrage verantwortlich oder sind die Banken nicht in der Lage, Kredit anzubieten, und schafft der Kapitalmarkt dafür keinen Ausgleich, dann ist die Zentralbank weitgehend machtlos. Senkungen der Geldmarktzinsen und selbst Interventionen am Kreditmarkt können verpuffen, ohne die Kreditvergabe in Schwung gebracht zu haben. Es ist zu befürchten, dass dies bei den jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der EZB, insbesondere dem Programm zum Kauf von Staatsanleihen, der Fall ist.

Aber auch wenn es der Zentralbank gelingt, die Kreditvergabe und Geldschöpfung zu beeinflussen, ist die Wirkung auf die Inflation keineswegs sicher. Veränderungen der Geldnachfrage und Verzögerungen bei der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen können die Wirkungen von Geldmengenänderungen auf die Inflation bis zur Unsichtbarkeit der Zusammenhänge verzögern. Aus diesen Gründen erscheint der Anspruch der Zentralbanken, die Konsumentenpreis-inflation zielgenau zu steuern, überzogen, auch wenn das Ziel für die mittlere Frist formuliert ist.

#### **Ad 4: Die Verfolgung des Inflationsziels kann schädliche Nebenwirkungen haben**

Wir haben gesehen, dass die EZB ihr Ziel für die Inflation über die Beeinflussung der Kreditnachfrage erreichen will. Dazu kann sie versuchen, den Kreditzins indirekt über den Geldmarktzins oder direkt durch Interventionen am Kreditmarkt zu beeinflussen. Wir haben auch gesehen, dass ein Anschlag der Kreditnachfrage über die Beeinflussung der Kreditzinsen mitunter sehr schwierig sein kann. In jüngerer Zeit war die EZB geneigt, auf die ungenügenden Wirkungen ihrer direkten und indirekten Zinspolitik mit einer immer höheren Dosierung ihres Zinsstimulus zu reagieren. Die Folge davon ist ein Zinsniveau, das in Deutschland für hochkarätige Schuldner und kürzere Laufzeiten unter null liegt.

Zwar hat die Politik der EZB noch keine sichtbare Wirkung auf die Konsumentenpreis-inflation entfaltet und wird dies nach Einschätzung der EZB auch allenfalls in der mittleren Frist tun, aber die EZB-Politik hat schon direkte und beachtliche Auswirkungen auf die Inflation der Vermögenswerte entwickelt. Die folgenden Schaubilder illustrieren diese Effekte am Beispiel Deutschlands.

Grafik 1 zeigt den Refinanzierungssatz der EZB und die jährliche Rate der Verbraucherpreis-inflation in Deutschland. Daraus kann man erkennen, dass die Zinsänderungen den Änderungen der Konsumentenpreis-inflation tendenziell folgen. Grafik 2 zeigt ebenfalls den Refi-Zins der EZB, anstatt der deutschen Verbraucherpreise aber die jährliche Veränderungen des Flossbach von Storch Vermögenspreisindex für deutsche Haushalte.<sup>3</sup> Aus dieser Grafik ist ersichtlich, dass Zinsänderungen der EZB Änderungen der Vermögenspreise in der Tendenz anführen. So führten die Zinserhöhungen in den Jahren 2006 bis 2008 zu fallenden und die Zinssenkungen in den Jahren

---

<sup>3</sup> Siehe dazu Philipp Immenkötter und Christopher Thiem, Vermögenspreis-inflation deutlich stärker als Verbraucherpreis-inflation. Flossbach von Storch Research Institute, 16. März 2015.



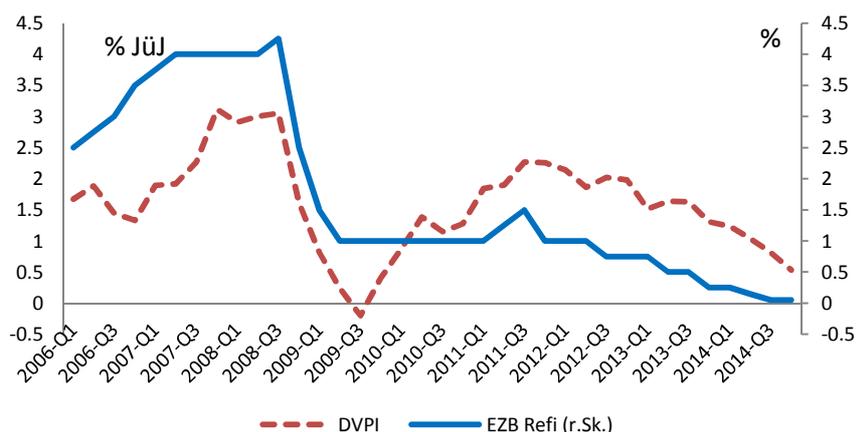
2009 bis 2015 zu steigenden Vermögenspreisen. Indem die EZB der Konsumentenpreisinflation folgt destabilisiert sie die Vermögenspreise. Mit ihrer Niedrigzinspolitik in einem Umfeld sehr niedriger Konsumentenpreisinflation facht sie die Vermögenspreisinflation an.

Fall und Anstieg der Vermögenspreise in den Jahren 2008-2014 gingen mit in der Tendenz schwachem Wachstum der Bankkredite, der Wirtschaft und der Konsumentenpreise einher. Dies lässt den Schluss zu, dass vor allem durch den Zins induzierte Änderungen der Bewertung zu den beobachteten Änderungen

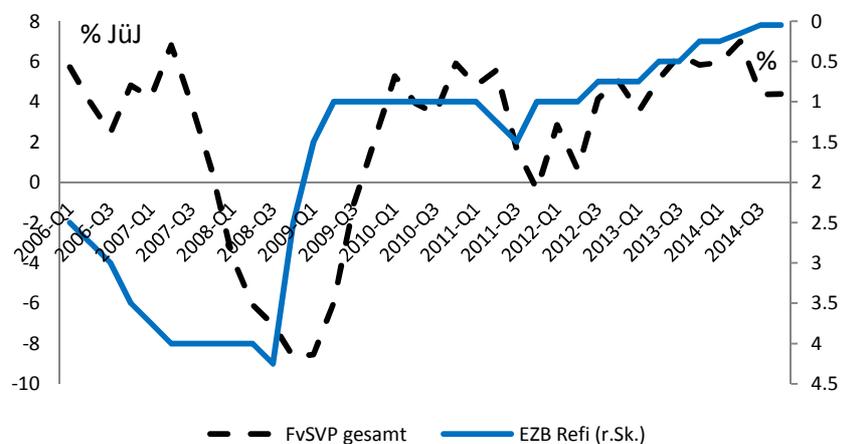
der Vermögenspreise geführt haben. Im Prinzip würde man erwarten, dass höhere Bewertungen der Vermögen neue Investitionen und daher eine steigende Nachfrage nach Krediten bewirken (Tobins Q-Effekt). Bisher war das nicht zu beobachten. Dies könnte darauf schließen lassen, dass die durch die Zinspolitik der EZB erzeugten Bewertungsänderungen von den Wirtschaftsakteuren als nicht dauerhaft angesehen werden.

Die Geldpolitik hat immer auch Auswirkungen auf die Verteilung von Einkommen und Vermögen in ihrem Wirkungsgebiet. Offensicht-

Grafik 1. EZB Refi-Zins und Veränderung deutscher Verbraucherpreise (DVPI)



Grafik 2. EZB Refi-Zins und Veränderung deutscher Vermögenspreise (FvSVP)



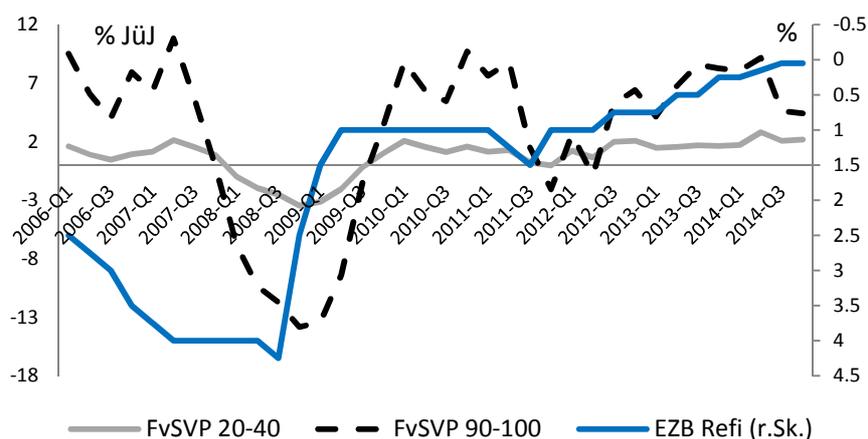
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Statistisches Bundesamt, EZB



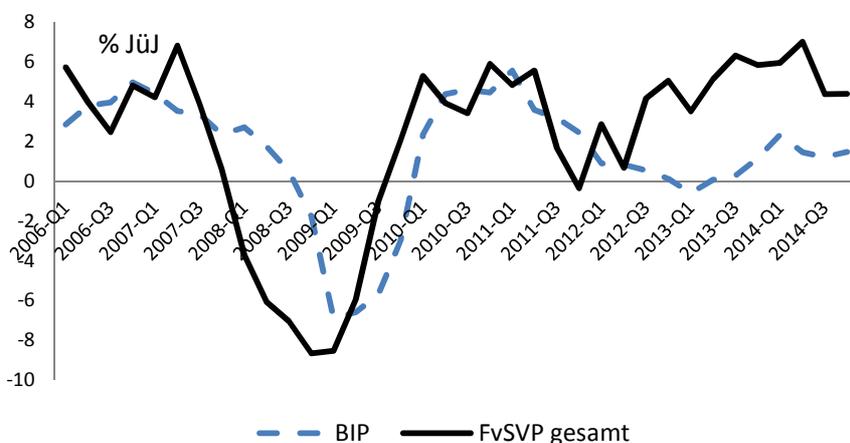
lich erhöhen niedrige Zinsen das frei verfügbare Einkommen von Schuldner und verringern das Einkommen von Eigentümern verzinslicher Bankeinlagen. Darüber hinaus kann die Geldpolitik über ihre Wirkung auf Vermögenspreise auch die Verteilung von Vermögen verändern. Grafik 3 zeigt den FvS-Vermögenspreisindex für Haushalte auf dem zweiten Quintil des Nettovermögens von unten (FvSVP 20-40) und dem höchsten Dezil (FvSVP 90-100) zusammen mit dem Refinanzierungssatz der EZB. Da die weniger vermögenden deutschen Haushalte vor allem Sparguthaben bei Banken besitzen, sind die für sie

zutreffenden Vermögenspreise nur sehr schwach mit dem EZB Zins korreliert. Am Höhepunkt der Finanzkrise sind ihre Vermögenspreise nur wenig gefallen. Nach der Erholung von der Finanzkrise sind diese Preise mit dem weiteren Rückgang der Zinsen aber auch nicht mehr gestiegen. Dagegen wurden die Vermögenspreise für die wohlhabendsten deutschen Haushalte durch die Zinserhöhungen der EZB bis zum dritten Quartal 2008 stark nach unten gedrückt. Danach sind diese Vermögenspreise mit dem Rückgang der Zinsen wieder stark gestiegen.

Grafik 3. EZB Refi-Zins und Veränderung deutscher Vermögenspreise nach Haushaltsgruppen



Grafik 4. Vermögenspreise und reales Bruttoinlandprodukt in Deutschland



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Statistisches Bundesamt, EZB



Der in den Grafiken gezeigte Zusammenhang zwischen Leitzins der EZB und Vermögenspreisen lässt den Schluss zu, dass der Ausstieg der Zentralbank aus der Politik der Nullzinsen und quantitativen Lockerung zu Einbrüchen bei den Vermögenspreisen führen wird. Grafik 4 zeigt für die Zeit seit Mitte der 2000er Jahre, dass in Deutschland die Vermögenspreise der Wirtschaftsleistung vorauslaufen. Folglich könnte ein durch steigende Zinsen ausgelöster Rückgang der Vermögenspreise einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts auslösen. Es ist also möglich, dass die Zyklen für die Konjunktur und Vermögenspreise parallel verlaufen, obwohl die Konsumentenpreis-inflation niedrig und stabil bleibt. Der Versuch der Zentralbank, die Konsumentenpreis-inflation zu stabilisieren, könnte die Instabilität der Vermögenspreise und der Wirtschaftsleistung herbeiführen.

#### **Ad 5: Das Mandat der EZB schließt den Erhalt der EWU nicht ein**

Mit seinen 2012 gesprochenen Worten, alles zu tun, um den Euro zu erhalten, hat EZB-Präsident Draghi die EWU vor dem möglichen Zusammenbruch bewahrt. Obwohl man dies zweifellos als großen Verdienst ansehen kann, muss die Frage zugelassen werden, ob er zum Aussprechen dieser Garantie berechtigt war. Draghi hat die Garantie mit den Worten „innerhalb unseres Mandats“ eingeschränkt. Das Mandat ist aber auf die Wahrung der Preisstabilität konzentriert. Darüber hinausgehende Maßnahmen zur Sicherung der gemeinsamen Währung liegen vorrangig in der Verantwortung der regierenden Politiker. Sie haben die Voraussetzungen geschaffen, die zur Erteilung des Mandats an die EZB geführt haben, und es liegt folglich an ihnen, die Bedingungen zu erhalten, die eine Ausübung dieses Mandats möglich machen. Es ist rechtlich zumindest fragwürdig, wenn derjenige, dem ein Mandat übertragen wurde, selbst die Weiterführung des Mandats absichert.

Noch fragwürdiger ist es, wenn die ausgesprochene Garantie nicht nur nicht im Mandat enthalten ist, sondern vertraglich gesetzte

Grenzen verletzt. Die Verletzung entsteht dadurch, dass sich die EZB mit der Gewährung der Bestandsgarantie für den Euro faktisch als Kreditgeber der letzten Instanz für die Mitgliedstaaten der EWU aufgestellt hat. Dies ist ihr aber gemäß ihrer Statuten nicht erlaubt. Letzten Endes besteht das Dilemma der EZB darin, dass die EWU falsch konstruiert ist.

Eine Geldordnung, in der Zentralbankgeld durch die Zentralbank aus dem Nichts und Giralgeld über die Vergabe von Krediten durch die Banken geschaffen wird, braucht eine Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz für die Banken und den Staat. Dies liegt daran, dass im Falle von Schieflagen von Banken der Staat einspringen muss, um das umlaufende Giralgeld zu stützen, und im Falle einer sich daraus ergebenden Schieflage des Staates die Zentralbank den Staat vor der Insolvenz bewahren muss. Der Geburtsfehler der EWU war, diese Zusammenhänge nicht berücksichtigt zu haben. Um den Euro als heute übliches Kreditgeld nachhaltig aufzustellen, wäre die Gründung eines Eurostaates notwendig gewesen, in den die EZB hätte eingebettet werden können. Ohne diesen Eurostaat hätte die EWU dem früheren Goldstandard entsprechend organisiert werden müssen, in der der Euro eine dem Gold ähnliche Rolle hätte spielen müssen.

#### **Fazit**

Die in den vorangehenden Abschnitten ange-stellten Überlegungen lassen den Schluss zu, dass das Mandat der EZB auf einer fehlerhaften Grundlage erteilt wurde. Unserer Ansicht nach hat die EZB das Mandat zudem verkürzt und auf problematische Weise ausgelegt. Gegenwärtig hat sie Schwierigkeiten, die selbst gesetzten Ziele zu erreichen. Bei der aggressiven Verfolgung dieser Ziele entstehen schädliche wirtschaftliche Nebenwirkungen. Um den Zusammenbruch der EWU aufgrund ihrer Konstruktionsfehler zu verhindern, hat die EZB ihr Mandat erheblich ausgeweitet und hat unserer Einschätzung nach die ihr in ihren Statuten gesetzten Grenzen überschritten. Letzten Endes besteht das Dilemma der EZB darin, dass



sie ihr Mandat wegen der Fehler in der Konstruktion der EWU nicht sachgemäß und im Einklang mit den ihr gegebenen Statuten ausüben kann.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.**

### **Rechtliche Hinweise**

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen.

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.