

# Wirtschaftspolitische Positionen

## TARGET-Salden: Die Billionen-Bombe?

---

### Zusammenfassung

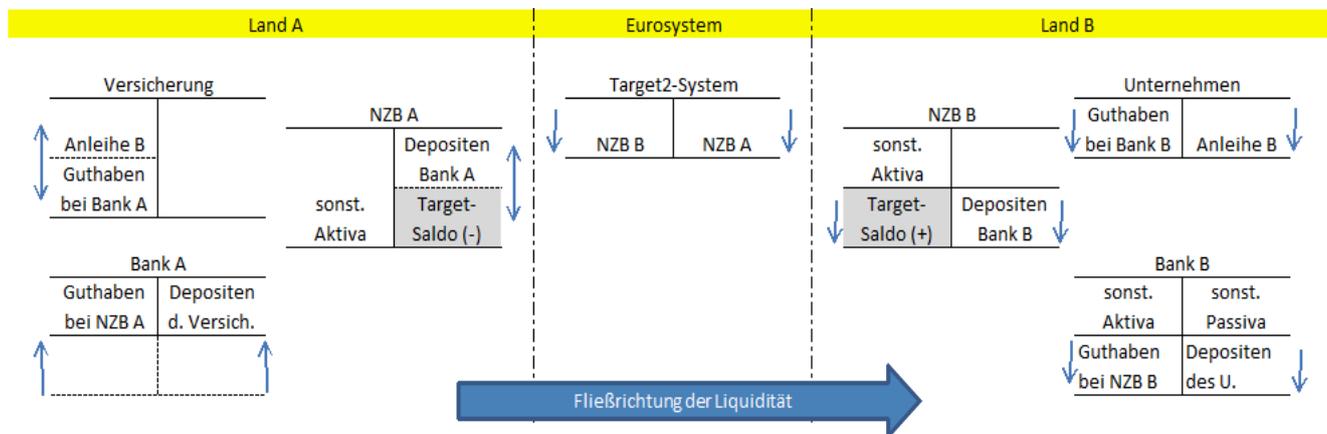
Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe begleiten die Debatte über die Zukunft der Europäischen Währungsunion intensiv. Mit Sorge werten sie aktuell Aussagen, die bezogen auf das TARGET-System dramatische Zerwürfnisse im Euroraum voraussagen. Aus unserer Sicht ist hier eine Versachlichung der Diskussion notwendig, wobei wir folgende Handlungsleitlinien sehen:

- Die derzeit steigenden TARGET-Salden sind vornehmlich auf die EZB-Politik des Quantitative Easing (QE) zurück zu führen.
  - Nach der Beendigung der Nettokäufe im Ankaufsprogramms (APP) müssen bei immer noch guter Konjunkturlage und allmählich steigenden Inflationsraten als weitere Exit-Maßnahmen zunächst EZB-Leitzinserhöhungen und dann auch perspektivisch ein Abbau der Bestände an Staatsanleihen im Eurosystem ins Auge gefasst werden.
  - TARGET-Salden gehören in die Gesamtbetrachtung von Risikoteilung und -sicherung. Auch diese Salden müssen in der Diskussion zu weiteren Ausgleichsmechanismen Berücksichtigung finden.
-

**TARGET – Zur Funktionsweise des vom Eurosystem betriebenen Zahlungsverkehrssystems**

Mit dem TARGET-System werden grenzüberschreitende, Zahlungen innerhalb des Euroraums abgewickelt. Die Abkürzung steht für Trans European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer. TARGET2 ist sozusagen die verbesserte Version. Ihm gehören die nationalen Zentralbanken des Euroraums, die EZB selbst sowie fünf weitere Zentralbanken der EU an (Bulgarien, Kroatien, Dänemark, Polen und Rumänien). Alle Zahlungen werden in Zentralbankgeld abgewickelt. D.h. ein Teilnehmer muss ein Konto bei einer Zentralbank haben. Alle Zahlungen laufen über die Zentralbanken. Grundsätzlich können alle (größeren) grenzüberschreitenden Zahlungen im Euroraum über das TARGET2-System (im Folgenden nur „TARGET-System“ bzw. „TARGET-Salden“) abgewickelt werden. Über das TARGET-System werden auch die Zahlungen des Eurosystems zur Durchführung des Ankaufprogramms, (Asset Purchase Programme, APP) abgewickelt.

Im TARGET-System gibt es ein tägliches Brutto-Settlement. Sofern dabei Salden entstehen, werden diese gegen das TARGET-System verrechnet. D.h. am Ende des Tages hat eine Zentralbank eine Forderung oder eine Verbindlichkeit gegenüber dem TARGET-System, nicht aber gegen eine andere Zentralbank.

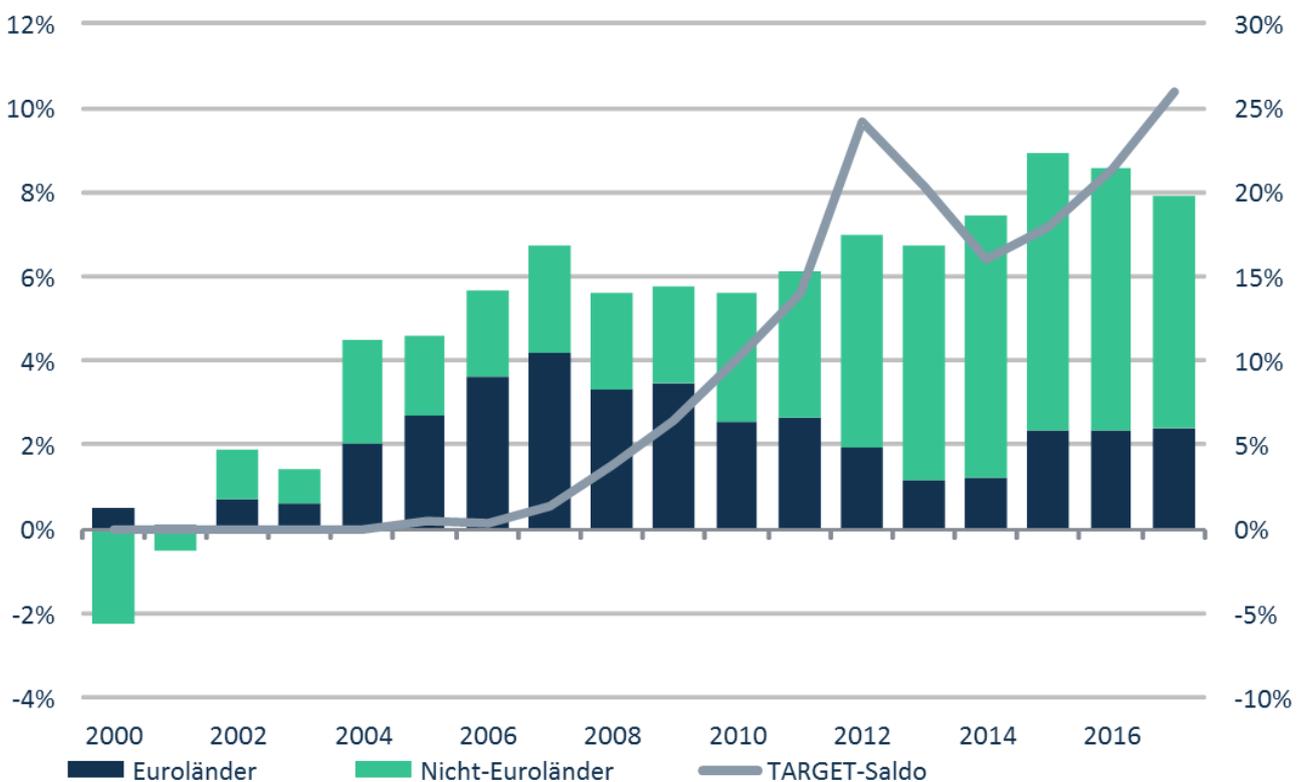


Quelle: LBBW Research

Ein typischer Zahlungsvorgang könnte so aussehen: Eine Versicherung im Land A erwirbt Anleihen eines Unternehmens im Land B. Der Kaufbetrag wird vom Konto der Versicherung bei der Geschäftsbank im Land A auf den Emittenten im Land B überwiesen. Dazu belastet die Geschäftsbank A ihr Konto bei der Zentralbank A. Die Zentralbank A wird im Gegenzug mit einer Verbindlichkeit gegen das TARGET-System belastet. Für die Zentralbank im Land B wird eine Forderung gegenüber dem TARGET-System in gleicher Höhe ausgewiesen. Der Betrag wird dem Konto der

Geschäftsbank B bei der nationalen Zentralbank B gutgeschrieben. Die Geschäftsbank B schreibt es wiederum ihrem Kunden, dem Unternehmen, gut. Zwischen den Zentralbanken A und B findet der TARGET-relevante Vorgang statt: Die Zentralbank A hat eine Verbindlichkeit, Zentralbank B eine Forderung gegen das TARGET-System. Wenn Zahlungen über das TARGET-System von B nach A fließen, z.B. indem das Unternehmen eine Beteiligung im Land A erwirbt, gleichen sich die Salden aus.

**Abbildung 1: Leistungsbilanz Deutschlands und Summe der positiven TARGET-Salden im Euroraum (in % des BIP)**



Quelle: Zahlen aus dem Eurosystem abgerufen über Thomson Reuters, Darstellung: LBBW Research

Fließt kontinuierlich mehr Zentralbankgeld von A nach B als umgekehrt, wachsen die Salden im Laufe der Zeit. Genau dies ist im Eurosystem seit 2008 passiert. Auch vor 2008 ist tendenziell Deutschland zwar aufgrund des Leistungsbilanzüberschusses Liquidität zugeflossen. Allerdings ist diese Liquidität über den Finanzkanal z.B. als Kredit in die Staaten der Europeripherie zurückgeflossen, so dass die TARGET-Salden der Bundesbank nahe Null lagen (vgl. Abbildung 1). Daran erkennt man: Die TARGET-Salden spiegeln nicht vorrangig die Leistungsbilanz, sondern die Verteilung der Zentralbankliquidität im Euroraum wider. Zu einer Art Gleichlauf von TARGET-Salden



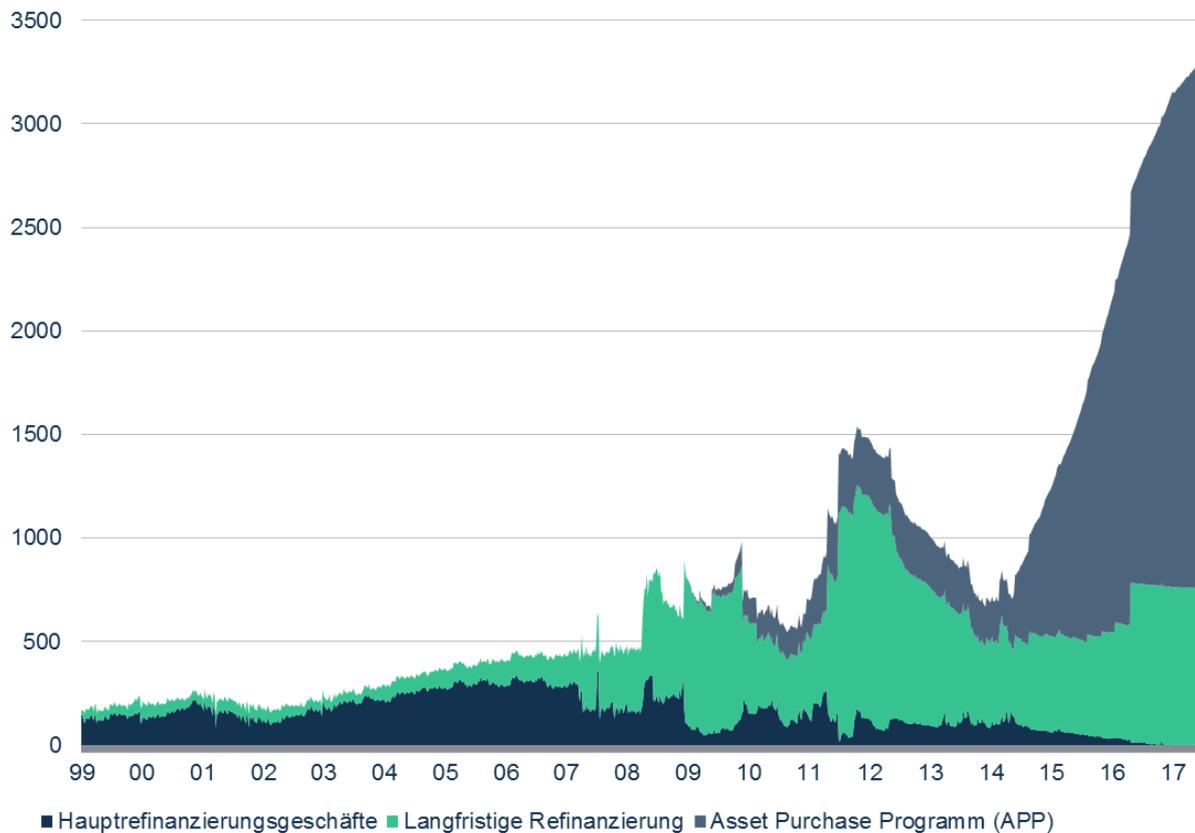
und Leistungsbilanz kommt es nur dann, wenn der Liquiditätsausgleich über das Geschäftsbankensystem nicht mehr funktioniert, was seinen Ursprung in der Finanzkrise 2008 hat.

#### **Zur Entwicklung und Entstehung der TARGET-Salden**

Die Phase unmittelbar nach Beginn der Finanzkrise war geprägt von zunehmender Verunsicherung. Eine der Folgen war, dass die Liquidität am Interbankenmarkt austrocknete. Um die Folgen für das Bankensystem abzumildern, ging die EZB zur Vollzuteilung ihrer Tenderoperationen über. Damit wurde deutlich mehr Zentralbank-Liquidität in den Euroraum gespült. Gleichzeitig wuchs mit der beginnenden Staatsschuldenkrise ein Abfluss von Einlagen, in einer Art Kapitalflucht aus der Peripherie in die sicheren Kernstaaten (neben Deutschland u.a. Luxemburg, die Niederlande und Finnland). Die TARGET-Salden wuchsen an. Der erste Hochpunkt der TARGET-Salden fällt zusammen mit der Staatsschuldenkrise, die auch den Euroraum erfasst hatte. Die Angst vor einem Zerschlagen des Euroraums, in jenen Tagen ein reales Risiko, ließ die Investoren ihre Engagements in den Peripherieländern auflösen und nach Anlagemöglichkeiten im Kern des Euroraums Ausschau halten. In der Folge floss Liquidität insbesondere nach Deutschland.

Überdies begann die EZB ihre Politik attraktiver zu machen. Eine besonders markante Zunahme der Liquiditätsbereitstellung war die Einführung der Long-Term Refinancing Operations (LTRO). Der erste dieser auf drei Jahre angelegten Tender wurde Ende 2011 im Volumen von 489 Mrd. Euro zugeteilt. Die Banca d'Italia weist von November auf Dezember 2011 einen Zuwachs der langfristigen Refi-Geschäfte mit den Geschäftsbanken um 92 Mrd. Euro aus (bei einem Rückgang der Hauptrefi-Geschäfte um 34 Mrd. Euro). Die zusätzliche Netto-Liquidität in Höhe von 68 Mrd. Euro haben u.a. italienische Banken teils zum Erwerb italienischer Staatsanleihen im Ausland genutzt. Mit von der Partie waren außerdem Versicherer und private Nichtbanken. Jedenfalls dreht ab Mitte 2011 der italienische TARGET-Saldo ins Minus, beschleunigt dann zum Jahresende im Umfeld des LTRO (vgl. Abbildung 3). An den Märkten hatte diese Handelsstrategie damals den Namen „Sarko-Trade“ bekommen, nach einem entsprechenden Vorschlag des damaligen französischen Präsidenten Sarkozy: „Nimm Geld für 1% auf, lege zu 4% an.“

**Abbildung 2: Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems (Mrd. Euro)**



Quelle: Zahlen aus dem Eurosystem abgerufen über Thomson Reuters, Darstellung: LBBW Research

### Die Folgen von „what ever it takes“

Die Lage an den Finanzmärkten hatte sich etwa ab Mitte 2012 beruhigt, nachdem EZB-Präsident Draghi mit seinem inzwischen berühmten Diktum ankündigte, die EZB werde den Euro bewahren, „what ever it takes“. In der weiteren Folge entspannte sich die Lage an den Finanzmärkten etwas, die Risikoaufschläge der Staatsanleihen in den südlichen Ländern des Euroraums sanken und so auch die TARGET-Salden. Der TARGET-Saldo der Deutschen Bundesbank erreichte seinen vorläufigen Hochpunkt im August 2012 mit über 750 Mrd. Euro und sank bis Juli 2014 um mehr als 300 Mrd. Euro auf etwa 440 Mrd. Euro. In den folgenden Monaten wiederum begann die EZB ihr Ankaufprogramm APP aufzulegen. Den Teilprogrammen für den Kauf von Covered Bonds und Unternehmensanleihen folgte im März 2015 das besonders volumenstarke Programm für öffentliche Anleihen.

Bis heute hat das APP ein Volumen von 2500 Mrd. Euro erreicht, davon etwas über 2000 Mrd. Euro Staatsanleihen. Die Zahlungen dieses Kaufprogramms wiederum wurden über das TARGET-

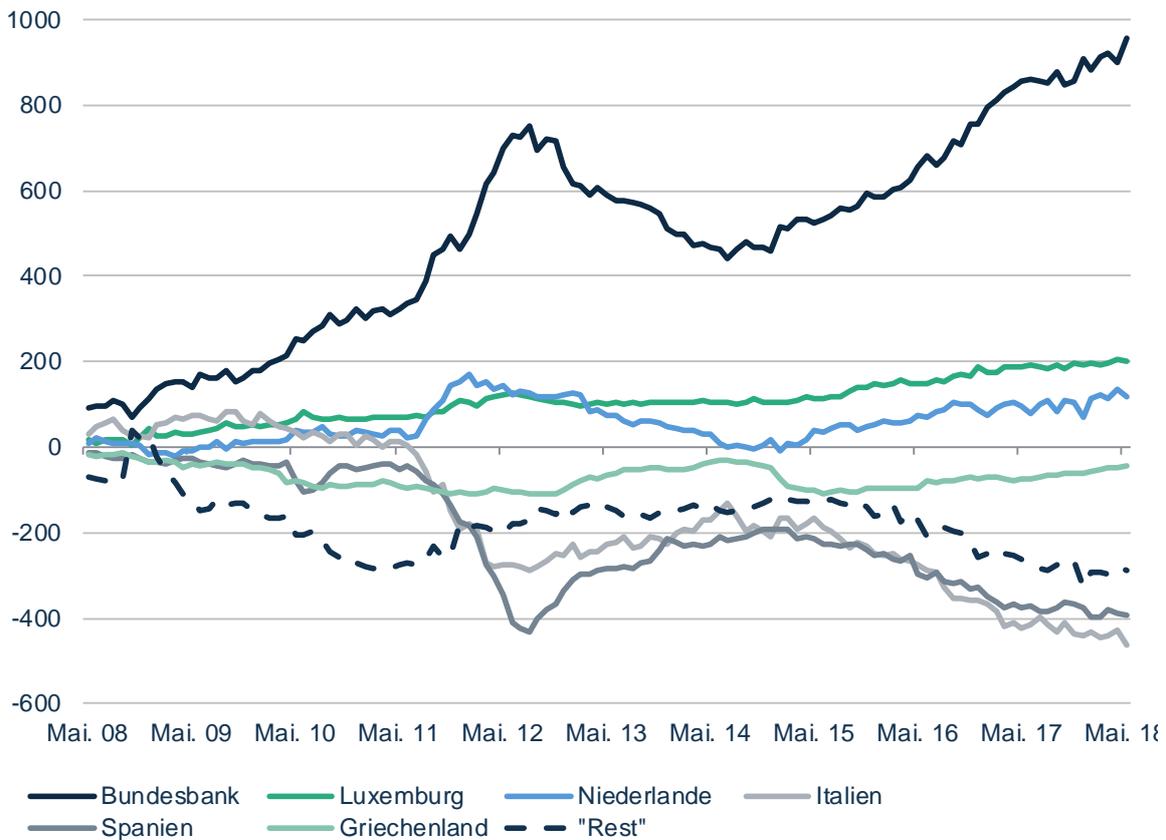


System abgewickelt und sorgten für eine erneute Ausweitung der TARGET-Salden. Denn die nationalen Notenbanken kaufen innerhalb dieses APP jeweils Anleihen ihrer Heimatstaaten. Diese befinden sich aber vor allem im Fall der Staatsanleihen im Besitz ausländischer Adressen, die entweder sowieso in Deutschland heimisch sind oder, sofern aus dem Nicht-Euro-Ausland, ihre Transaktionen mit dem Euroraum nicht selten am Finanzplatz Frankfurt über ein Konto bei der Deutschen Bundesbank abwickeln. Kauft z.B. die italienische Notenbank eine Anleihe der Republik Italien in Frankfurt, dann fließt der Kaufbetrag dem Konto des Verkäufers bei der Bundesbank zu, die Bundesbank erhält eine Gutschrift beim TARGET-System und die Verbindlichkeiten der Banca d'Italia beim TARGET-System erhöhen sich entsprechend. Da es nur einen teilweisen Rückfluss der Liquidität gab, haben sich die Verbindlichkeiten der italienischen Notenbank seit Mitte 2012 um 330 Mrd. Euro auf 460 Mrd. Euro erhöht, der Positivsaldo der Bundesbank stieg im selben Zeitraum um über 500 Mrd. Euro auf zuletzt 976 Mrd. Euro an. Hintergrund dafür war und ist die mangelnde Attraktivität der italienischen Anleihen. So werden durch die EZB-Käufe und die damit verbundene Überschussliquidität die Renditen insbesondere für risikobehaftete Assets nach unten verzerrt. Daher bewegt sich die bei deutschen geparkte Liquidität im Kern nicht nach Italien zurück.

#### **Zur aktuellen Diskussion: TARGET-Saldo 1000 Mrd. Euro und Italien**

Angesichts dieser schwindelerregenden Summen und vor allem da sich die TARGET-Forderungen der Bundesbank der „magischen“ Zahl von 1000 Mrd. Euro näherten, hat in diesen Tagen die Debatte um die mit dem TARGET-System verbundenen Risiken eine neue Intensität erreicht. Es wird behauptet, dass die TARGET-Forderungen der Bundesbank quasi uneinbringlich seien, zumindest aber müsse im Falle eines Austritts Italiens aus dem Eurosystem damit gerechnet werden, dass auf das Eurosystem ein Verlust von bis zu 460 Mrd. Euro und auf die Bundesbank ein Schaden in anteiliger Höhe zukomme. Nach einem (hypothetischen) Ausscheiden Italiens bliebe die Bundesbank dann auf uneinbringlichen Forderungen über ca. 140 Mrd. Euro sitzen (31% von 460 Mrd. Euro).

**Abbildung 3: TARGET-Salden ausgewählter Notenbanken (Mrd. Euro, Monatswerte)**



Quelle: Zahlen der Eurosystem abgerufen über Thomson Reuters, Darstellung: LBBW Research

Davon abgesehen, dass ein Euro-Austritt Italiens nach den Statuten weder möglich ist noch von der italienischen Regierung angestrebt wird (außer als derzeit wenig glaubhafte politische Drohkulisse), wäre aber u.E. ein Exit Italiens aus dem Euroraum nicht identisch mit einem Verlust für die Bundesbank durch die Saldenmechanik des Eurosystems. Nehmen wir als Szenario einmal an, dass Italien den Euro „über Nacht“ verlässt. Zwar hat EZB-Präsident Draghi in einem Brief an italienische Abgeordnete des EU-Parlaments klargestellt, dass dem Austritt eines Landes der Ausgleich seiner TARGET-Verbindlichkeiten vorausgehen müsste, aber dies zu erzwingen dürfte nicht in der Macht der EZB stehen. Die italienischen TARGET-Verbindlichkeiten hätte mithin am Tage des Ausscheidens Italiens aus dem Euro ein Volumen in dreistelliger Milliarden-Höhe.

Die italienische Notenbank wäre nach einem Euro-Austritt nicht mehr Teil des Eurosystems. Ihre TARGET-Verbindlichkeiten wären aus ihrer Sicht in Verbindlichkeiten in Fremdwährung und damit für das Eurosystem uneinbringlich. Zwar sind die TARGET-Verbindlichkeiten der Banca d'Italia mit Sicherheiten unterlegt, aber im Falle eines Austritts Italiens wären diese kaum mehr werthaltig. Andererseits sind TARGET-Salden weder mit einer Endfälligkeit versehen noch übertragbar. Das



TARGET-System könnte die Forderungen gegen Italien stehen lassen, Abschreibungen wären nicht erforderlich.

Dem Eurosystem droht nicht die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit. Die Gegenposition zu den Verbindlichkeiten Italiens sind z.B. die Forderungen der Bundesbank. Aber auch diese Forderungen sind nur ein Anspruch in Euro gegen das TARGET-System und damit das Eurosystem. In Euro ist das Eurosystem jederzeit zahlungsfähig. Übrigens könnte auch Deutschland den vermeintlichen Schatz der TARGET-Forderungen nicht durch einen Austritt aus dem Euro heben. Die Bundesbank hielte weiterhin nur (nicht übertragbare) Forderungen in Euro gegen das TARGET-System mit unbeschränkter Fälligkeit und nicht etwa eine Art Devisenkonto bei der EZB, in Euro denominierte Staatsanleihen aus dem Rest des Euroraums oder gar Gold.

Zu klären wäre die Frage der Verzinsung: Die Salden im TARGET-System werden zum Hauptfinanzierungssatz verzinst (aktuell 0%). Angesichts der Höhe des Saldos dürfte dies für Italien nach einem Anstieg der Leitzinsen eine bedeutende Bürde darstellen. Für sich genommen sind die TARGET-Salden also keine Bedrohung für die Stabilität des Systems. Die zu erwartenden Schwierigkeiten infolge eines Austritts einzelner Staaten scheinen beherrschbar, jedenfalls deutlich eher als die zu erwartenden erheblichen negativen Folgen an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft.

Diesen unmittelbaren Folgen für das TARGET-Eurosystem müssen freilich auch die gesamten europapolitischen Folgen eines über den Austritt Italiens folgenden Zusammenbruchs des gesamten Euroraums gesehen werden, die alle Länder Europas belasten würde. Insgesamt betrachtet hat diese Option also keine Vorteile weder für Italien noch für andere Länder des Euroraums.

### **Politische Implikationen der TARGET-Salden**

Heißt das nun, dass die TARGET-Salden problemlos sind, weil reine Verrechnungsposten? Nein, denn die Salden an sich sind ein Symptom. Sie künden wie dargelegt davon, dass der Liquiditätsausgleich über den Markt im Euroraum nicht funktioniert, weil der Interbankenmarkt dysfunktional geworden ist. Wie Bundesbank-Vorstand Johannes Beermann in der Zeitung „Die Welt“ am 20. Juli 2018 ausführte, wäre verlorenes Vertrauen mit „wachstumsfördernden Strukturreformen und eine Stärkung in die Solvenz und Widerstandsfähigkeit der Banken zurückzuholen“. Das wäre sicher hilfreich, aber unter Umständen noch nicht genug. Die TARGET-Salden sind aber unter den heutigen Nebenbedingungen auch Ausdruck einer verfehlten Währungsintegration in Europa -



der Euroraum ist noch kein optimaler Währungsraum. Einige Staaten sind aus politischen Gründen in den Kreis der Euroländer aufgenommen worden.

In der Makroökonomie haben drei zentrale Preise eine wichtige Bedeutung: Wechselkurs, Zins und Lohnsatz. Für alle ist im Euroraum das Instrument von Wechselanpassungen zur Korrektur makroökonomischer Fehlentwicklungen weggefallen. Dies war bei Errichtung der Währungsunion bekannt und gewollt. Aber die Anpassung nach Schocks und vorherigen Fehlentwicklungen über Realzinsen und –löhne lief nicht wie vorgesehen. Die Anpassung über sinkende Reallöhne wurde teils in den Ländern versucht, aber sie ist unpopulär und beansprucht viel Zeit. Durch die Geldpolitik der EZB und die Schritte in Richtung einer Fiskalunion (Stichwort ESM) wurden zwar die Staatsanleihemärkte und die gesamten Finanzierungsbedingungen im Euroraum stabilisiert und Griechenland gehalten. Aber zugleich wurde mit nicht-risiko-adäquaten Zinsen ein Anreiz gesetzt zur Kreditaufnahme in der Peripherie und dem Erwerb von Gütern und Aktiva in den Kernländern. Die TARGET-Salden sind nicht der Auslöser dieser Fehlentwicklung, sie zeigen sie lediglich an. Die EZB hat durch ihre Maßnahmen der Politik viel Zeit gekauft. In einigen Ländern wurde diese Zeit besser genutzt als in anderen. Ein Ruhekitz für die nähere Zukunft ist dies nicht. Vor allem in Italien, teilweise auch in Frankreich, Spanien und Portugal und in Griechenland sowieso sind Reformaufgaben liegen geblieben.

#### **Ausblick: Geldpolitik bleibt gefordert**

In den verbleibenden fünf Monaten der aktiven Ausweitung des Anleihekaufprogramms (mit Aug. und Sep. je 30 Mrd. Euro, Okt. bis Dez. je 15 Mrd. Euro) kauft das Eurosystem noch gut 100 Mrd. Euro an, davon die Bundesbank entsprechend ihres Kapitalschlüssels also noch einmal rund 25 Mrd. Euro davon. Wendet man darauf die empirisch plausible 30-Prozent-Faustformel an, dann dürfte sich der TARGET-Saldo für Deutschland noch einmal um rund 8 Mrd. erhöhen, also in sehr überschaubarem Maß.

Ein Ende des Anstiegs bis zum Ende 2018 ist daher nicht in Sicht. Allerdings ist noch offen, ob auch nach dem Ende der Nettokäufe 2019 die fortgesetzten Ersatzkäufe im Bestand noch eine TARGET-treibende Wirkung haben könnten. Denn diese Käufe sprechen weiter ausländische Portfolios an, während die Tilgung fälliger Anleihen durch den Bund im Lande erfolgt. Vom bisher aufgelaufenen Bestand der Anleihekäufe in Höhe von knapp 2,5 Bio. Euro im Euroraum insgesamt, davon rund 560 Mrd. Euro bei der Bundesbank würde sich eine Dimension von rund 200 Mrd. Euro des TARGET-Saldo Deutschlands ableiten. Auch ohne Berücksichtigung von Saldo-Änderungen durch die Käufe anderer Notenbanken des Eurosystems wäre dadurch schon knapp die Hälfte des Anstiegs des TARGET-Saldos Deutschlands seit Anfang 2015 erklärt. Allerdings dürfte zumindest



ein Teil des deutschen Saldoanstiegs auch Leistungsbilanzüberschüssen und ausbleibenden Mittelrückflüssen in den südlichen Euroraum zuzuordnen sein. Insgesamt betrachtet erklären damit vor allem die QE-Käufe, aber auch die Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands gegenüber den anderen Euroländern den stetigen Anstieg der TARGET-Salden im Trend, während die kurzfristigen Schübe und Spitzen eher dem Thema Kapitalflucht zuzuschreiben sind. Wichtig wäre daher, dass die EZB Anfang 2019 eine Exit-Strategie aufzeigt, die nicht nur EZB-Leitzinserhöhungen einschließt, sondern auch die Rückführung der im Eurosystem gehaltenen Staatsanleihen perspektivisch adressiert. Das dürfte dann auch die Diskussion über die TARGET-Salden ändern.

Zudem zeigt unsere Ursachenanalyse auch klar an, dass vorgeschlagene regulatorische Begrenzungen der TARGET-Salden – angelehnt an die Systematik in den USA – nicht zielführend sind. Sie würden nur das wertvolle Gute des freien Kapitalverkehrs in einem Währungsraum beschädigen. Im Ergebnis würden mit solchen neuen Regulierung die Ursachen für diese Saldenentwicklungen nicht aus der Welt geräumt.

### **TARGET-Salden als Ausdruck der Risikoteilung beachten**

Die Inkaufnahme dieser elastischen Saldenentwicklungen ist zum gewissen Grade für die Funktionsfähigkeit der Währungsunion, für die Fungibilität der Notenbankguthaben und die Einheitlichkeit des Euro notwendig. Sie bedeutet aber in der bestehenden Konstruktion auch eine erhebliche Inanspruchnahme von Solidarität. Unter der aktuellen, die Saldoausweitung treibenden Ausrichtung der Geldpolitik wird auch die Liquidität und Stabilität der Bankensektoren einiger Länder gestützt. Länder und Banken mit hohen Positionen an risikoreichen Assets (insbesondere Staatsanleihen) in den Bank-Büchern profitieren von QE und von der Reduktion von Risikoprämien. Vertrauensverlusten und Mittelabflüssen aus bestimmten Ländern und Bankensystemen, einem Run, wird vorgebeugt bzw. diese werden mit TARGET-Salden elastisch refinanziert.

In diesem Sinne entspricht das TARGET-System bereits anderen vorgeschlagenen und diskutierten Systemen einer Risikoteilung und solidarischen Stabilisierung im Euroraum. Das bereits geleistete erhebliche Ausmaß der länderübergreifenden Finanzierung und Risikoübernahme sollte deshalb bei allen Erwägungen zusätzlicher neuer Systeme mit-„bedacht“ werden. Auch kann und sollte überlegt werden, ob es nicht sachgerecht und angemessen wäre, im Falle neuer länderübergreifender Sicherungssysteme die TARGET-Salden explizit als Deckung einzurechnen. Das würde die Salden einer sinnvollen Verwendung und einem potenziellen Abbau zuführen und Doppellasten vermeiden. Bestehende Positiv-Salden könnten etwa als Beitragsvolumen angerechnet werden. Nur die Defizitländer müssten dann neue Sicherungstöpfe aktiv befüllen. Aber das wäre angesichts der Risikolagen nur angemessen und anreizkompatibel. Denn



diese Länder und ihre Bankensysteme erzeugen auch die relevanten Risiken, geben den Anlass für Kapitalflucht oder den Bedarf für stabilisierende Notenbankeingriffe. Und sie profitieren auch von der elastischen Refinanzierung über TARGET. Die TARGET-Salden gehören somit in die Gesamtbetrachtung der Erwägung jeglicher neuer europäischer gemeinsamer Sicherungstöpfe. Insofern sollte der Abbau der Bestände an Anleihen im Eurosystem mit der politischen Diskussion der Sicherungstöpfe verknüpft werden.



Mitgezeichnet von:

Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse

Jochen Intelmann - Haspa

Dr. Ulrich Kater - DekaBank

Christian Lips - NORD/LB

Dr. Jürgen Michels - BayernLB

Dr. Cyrus de la Rubia - HSH Nordbank

Dr. Gertrud Traud - Helaba

Prof. Dr. Carsten Wesselmann - KSK Köln

---

**Kontakt**

Uwe Burkert

Chefvolkswirt

Landesbank Baden-Württemberg

Telefon: 0711.127-73462

Uwe.Burkert@LBBW.de

Deutscher Sparkassen- und Giroverband

Dr. Reinhold Rickes

Abteilungsleiter; Leitung Gruppe Volkswirtschaft

Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte und

Wirtschaftspolitik

Telefon: 030.20225-5303

reinhold.rickes@dsgv.de

www.dsgv.de

Dr. Holger Schulz

Referat Geldpolitik und Konjunktur

Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte und

Wirtschaftspolitik

Telefon: 030.20225-5307

holger.schulz@dsgv.de

www.dsgv.de

---

**Disclaimer**

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen oder des DSGV.