

STANDPUNKTE  
DER CHEFVOLKSWIRTE



# Das Zeitfenster nutzen – Zeit für einige mutige EU-Reformen

Berlin, 27. Februar 2018

**Für die Chefvolkswirte bleiben folgende Reformen zentral:**

- Europa muss künftig seine Regeln für die Fiskalpolitik strikt anwenden. Die Haushaltskriterien sollten beibehalten werden und bei Verstößen die Sanktionierung mit dem Entzug von Strukturförderungen verbunden werden.
- Im Zuge der Bankenunion muss das Problem der Non-Performing Loans dauerhaft angegangen werden und mittelfristig müssen tragfähige Lösungen und Kriterien entwickelt werden.
- Die EU-Kommission plant die Einlagensicherung in Europa zu zentralisieren und zu vergemeinschaften. Damit würden die bewährten und europarechtlich anerkannten Institutssicherungssysteme in Deutschland abgeschafft. Dies würde die Funktionsfähigkeit der kreditwirtschaftlichen Verbände gefährden, die einen wesentlichen Beitrag zur Stabilität der Finanzmärkte und einer nachhaltigen Unternehmenskreditvergabe leisten.

**Autoren:**

Uwe Burkert - LBBW  
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse  
Jochen Intelmann - Haspa  
Dr. Ulrich Kater - DekaBank  
Dr. Jürgen Michels - BayernLB  
Dr. Cyrus de la Rubia - HSH Nordbank  
Dr. Gertrud Traud - Helaba  
Prof. Dr. Carsten Wesselmann  
- Kreissparkasse Köln  
Torsten Windels - NORD/LB

**Koordinator**

Dr. Reinhold Rickes  
Reinhold.Rickes@dsgv.de

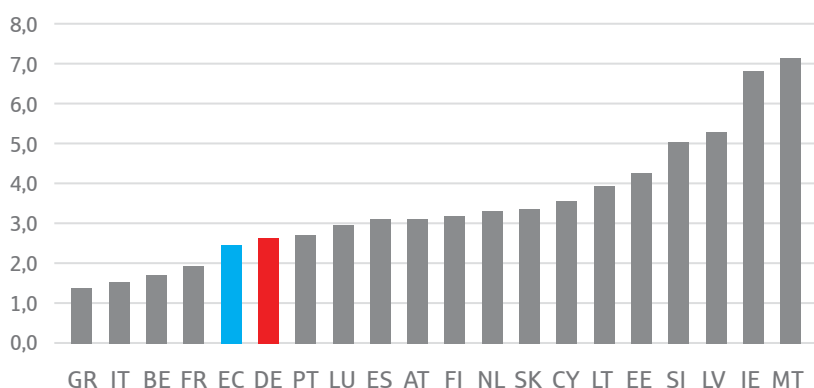
# Das Zeitfenster nutzen – Zeit für einige mutige EU-Reformen

Der europäische Konjunkturmotor brummt. Einige Unsicherheiten Anfang 2017 (Trump, Wahlen in Frankreich) waren dann im Ergebnis doch positiv für die konjunkturelle Entwicklung in 2017. Das reale Bruttoinlandsprodukt der EU ist dann doch 2017 um robuste 2,5% gegenüber dem Vorjahr gewachsen (Abb. 1). Es lag damit über dem US-Wachstum (+2,3%). Die Arbeitslosenrate ist im Dezember 2017 mit 8,7% auf den niedrigsten Wert seit Januar 2009 gesunken.

Die Erholung zeigt sich zudem in einem steigenden Leistungsbilanzüberschuss, der sich auch in fast allen Einzelstaaten einstellte. Auch die Ausrüstungsinvestitionen zeigen seit 2013 wieder eine steigende Tendenz und durchaus eine nachhaltigere Erholung an (Abb. 2).

Trotz vieler antieuropäischer Tendenzen in einer Reihe von EU-Staaten ist die Zustimmung zum Euro mit 64% auf den höchsten Wert seit seiner Einführung 2002 gestiegen. Dabei stieg die Zustimmung gegenüber dem Vorjahr im Euroland-Durchschnitt um 8%-Punkte an. Die stärksten Zuwächse gab es in Deutschland (+12), Frankreich (+11) und Spanien (+8). Von den großen Mitgliedstaaten war lediglich Italien (gleichwohl +4) weiterhin skeptisch (Abb. 3).

**Abb. 1: BIP-Wachstum nach Ländern,**  
2017, real in %, arbeitstäglich bereinigt, tw. Schätzungen



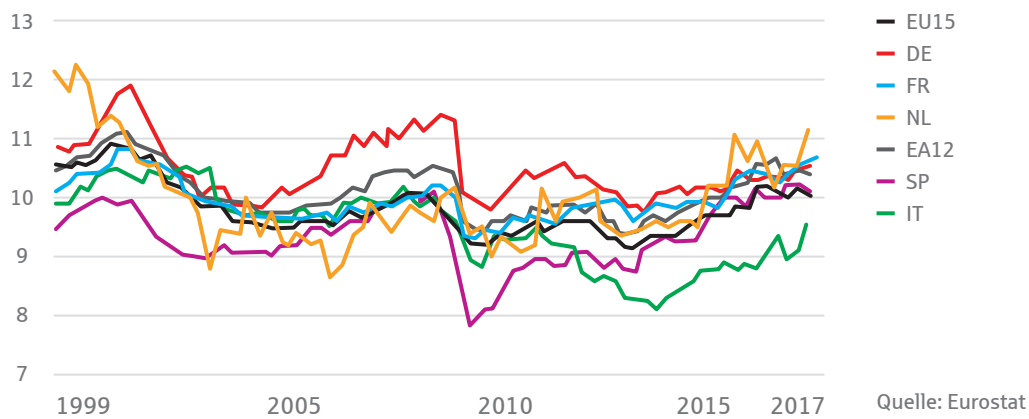
Quelle: Eurostat, NORD/LB Economics

Diese deutlichen Verbesserungen sind umso überraschender, als die EU-Krisenpolitik in den letzten Jahren vielfältig als Stückwerk und ad hoc-Interventionen wahrgenommen und kritisiert wurde. Insbesondere das Fehlen eines Kriseninterventionsinstrumentariums zur Verteidigung des Euro hat zu einem unlimitierten Eingreifen der EZB (Draghi: „whatever it takes“) geführt. Insofern schätzen wir die EZB-Politik auch als erfolgreich

ein (s. DSGVO, Standpunkte der Chefvolkswirte, EZB: Mission erfüllt - Umsteuern jetzt einleiten!, 23.03.2017).

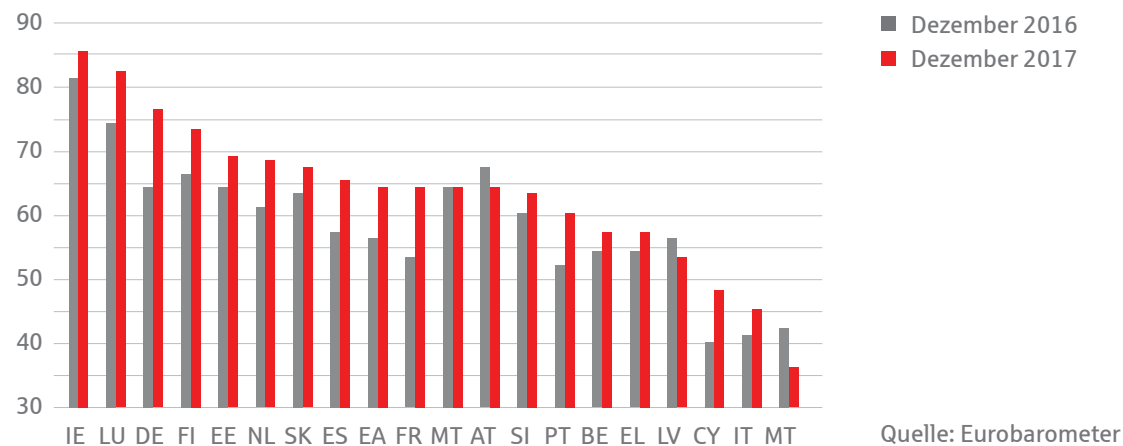
Weitgehend unstrittig ist aber, dass die Geldpolitik damit überzogen in die Fiskal-, Struktur- und Krisenpolitik einbezogen wurde, die vernünftigerweise durch andere damit befasste Institutionen durchgeführt würde. Die von der EZB „gekaufte Zeit“ hat dennoch zu verschiedenen, mitunter auch nur eingeschränkt praktikablen Instrumenten geführt (ESM, Six-Pack, ...), die nunmehr in einem konjunkturell stabileren Umfeld in eine institutionell und rechtlich einwandfreie Regelstruktur überführt werden sollten.

**Abb. 2: Bruttoanlageinvestitionen ohne Bauinvestitionen, in % des BIP, saison- und arbeitstäglich bereinigt**



Die EZB würde dadurch entlastet und könnte sich auf die nun anstehende Normalisierung der Geldpolitik konzentrieren (Ende QE-Nettokäufe, Abbau Negativzins, Erhöhung des Leitzinses, Abbau der Bilanz).

**Abb. 3: „Den Euro zu haben, ist gut für mein Land“, Zustimmung in %**



Nach den Wahlen in Frankreich und Deutschland im letzten Jahr wurden hierzu einige programmatische Ansätze formuliert, die einer deutschen Beantwortung harren:

- Initiative für Europa, Rede des französischen Staatspräsidenten Emanuel Macron vom 26.09.2017 in Paris
- Rede zur Lage der Union von Kommissionspräsident Jean Claude Juncker am 13.09.2017
- Fahrplan der EU-Kommission für Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion Europas (sog. Nikolauspaket) vom 06.12.2017
- Wie Risikoteilung und Marktdisziplin in Einklang gebracht werden können: ein konstruktiver Vorschlag zur Reform des Euroraums, von 14 deutschen und französischen Ökonomen vom 17.01.2018

Die Koalitionsvereinbarung zwischen CDU/CSU und SPD vom 07.02.2018 greift diese Ansätze auf. Nach der Wahl einer neuen Bundesregierung sollte Deutschland in Anlehnung daran zügig eigene Vorstellungen entwickeln und in die Diskussion einbringen. Der Fahrplan der EU-Kommission zeigt einen ambitionierten Umsetzungskalender bis zur Wahl des EU-Parlaments im Mai 2019. Bei aller Kontroverse der verschiedenen Teilschritte sollte unseres Erachtens das Zeitfenster bis zur EU-Parlamentswahl mutig genutzt werden, um die Europäische Union entgegen der Europa-Skepsis vieler Populisten gerade mit Blick auf die wichtigen Bürgerbelange weiterzuentwickeln. Die EU ist der wichtigste Rahmen für die wirtschaftliche, soziale und politische Entwicklung Deutschlands.

*Koalitionsvereinbarung nun richtig europäisch justieren*

Die Initiativen zeigen viele Handlungsfelder der Politik auf (Migration, Sicherheit, Verteidigung, Klima, ...). Wir konzentrieren uns hier auf die Aspekte der Finanzwirtschaft.

### **Prinzipien der Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion**

Wesentlich für die Weiterentwicklung der EU wird eine Verständigung auf Grundprinzipien der Zusammenarbeit sein. Dabei hat die Finanzmarktkrise mit der folgenden EU-Staatsschuldenkrise das Dilemma der derzeitigen Euro-Architektur offenbart. Die EZB ist die einzige wirtschafts-, geld- und finanzpolitische EU-Institution, die unmittelbar handlungsfähig ist. Bereits seit Einführung des Euro wird eine finanzpolitische Entsprechung auf europäischer Ebene diskutiert.

Die dabei strittigen Fragen liegen in der Einschränkung oder Aufgabe nationaler Haushaltsrechte oder in der Schaffung erweiterter EU-Kompetenzen, deren Anwendung nationale Zahlungen oder finanzielle Haftungen nach sich ziehen. In der Finanzkrise war die Befürchtung groß, dass Risiko und Haftung auseinanderfallen würden und damit ein „moral hazard“ drohe. Gleichzeitig sollte eine unregelte Staatspleite oder ein Euro-Austritt eines Mitgliedslandes vermieden werden, weil alle die Folgekosten fürchteten. Es kam zu einer Quasi-Haftung auf der einen Seite mit einer erzwungenen Konditionalität der Hilfen auf der anderen Seite. Die Probleme dieser rechtlich fragwürdigen Umsetzung drückten sich auch in der Einschaltung des IWF aus, da die Hilfegeber wohl noch nicht über Erfahrungswerte verfügten und wohl auch an der eigenen Durchsetzungsfähigkeit der Konditionen zweifelten. Die politischen Spannungen, die sich am deutlichsten in Griechenland zeigten, verdeutlichten sich in politischen Krisen, Regierungswechseln, Massenprotesten usw.

*Konditionalität erfolgreich*

Parallel zum Notfallmanagement wurden schrittweise die ad hoc-Instrumente in Institutionen überführt, die jetzt weiter entwickelt und in einen ordentlichen Rechtsrahmen gebracht werden müssen.

Auf Ebene der Finanzunion sind die wichtigsten Schritte:

- Weiterentwicklung des ESM zum Europäischen Währungsfonds (EWF)
- Erweiterung des EFSI um eine „Stabilisierungsfunktion“
- Schaffung eines Europäischen Ministers für Wirtschaft und Finanzen

Und auf Ebene der Bankenunion:

- Einheitliche Bankenaufsicht
- Einheitlicher Abwicklungsmechanismus
- Einheitlicher Abwicklungsfonds

Für die künftige Gestaltung werden widersprüchliche Prinzipien von Eigenverantwortung und Solidarität, Subsidiarität und EU-Einheit in eine tragfähige, rechtlich stabile Balance zu bringen sein. Die nationale Eigenverantwortlichkeit für die Gestaltung der Haushalts-, Fiskal-, Wirtschafts- und Sozialpolitik bleibt zentral. Gleichzeitig hat die Krise gezeigt, dass der Euro mehr als nur ein Zahlungsmittel ist. Solvenz-, Liquiditäts- bis hin

zu Vertrauenskrisen eines Mitgliedstaates haben Auswirkungen auf alle. Damit ist eine beidseitige Solidaritätsverpflichtung gefordert. Einerseits muss sich die nationale Politik in eine EU-Rahmenpolitik einbinden lassen, die über das Europäische Semester bereits heute abgefragt aber noch nicht konsequent umgesetzt wird. Andererseits braucht es verlässliche Krisenmechanismen, die im Krisenfall die Zahlungsfähigkeit eines Mitgliedstaates stützen. Die Erfahrung mit Griechenland zeigt, dass die Krisenmechanismen auch Unterstützungsstrukturen benötigen, die dem Mitgliedsland und der dortigen Wirtschaft und Bevölkerung wieder eine positive Entwicklungsperspektive eröffnen. Die Verabschiedung der „Europäischen Säule sozialer Rechte“ in Göteborg im November 2017 dürfte die politische Reaktion auf den erstarkenden antieuropäischen Populismus in fast allen EU-Staaten sein, nunmehr auch für mehr soziale Kohäsion in der EU Sorge tragen zu wollen.

*Eigenverantwortung bleibt zentral*

### **Stabilitäts- und Wachstumspakt**

Die Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt hingegen zeigen, dass Regeln nichts taugen, wenn der Regelverstoß nicht sanktioniert wird bzw. werden kann. Dabei liegt die Schwierigkeit in der prozyklischen Logik der Sanktionen. So wird die Krise verschärft, wenn Krisenstaaten Strafzahlungen auferlegt werden. Das Land braucht zunächst eine (anti-zyklische) Stabilisierung, die Strukturreformen begleiten, bevor an eine nachhaltigere fiskalische Anpassung gedacht werden kann.

Hier setzen die Vorschläge von Kommissionspräsident Juncker an. Mit einer Reihe von Instrumenten (Abb. 4) und mit einem ambitionierten Zeitplan wartet Europa auf die Wahl einer neuen Bundesregierung, um die herausfordernden Aufgaben möglichst bis zur Wahl des EU-Parlaments im Mai 2019 abzuarbeiten (EU-Fahrplan zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion Europas vom 06.12.2017, sog. Nikolauspaket).

*Strukturreformen einfordern*

Es gilt, zu verbindlicheren Regeln und Verfahren zu kommen, die Solidarität und Disziplin, Einheitlichkeit und Subsidiarität („in Vielfalt geeint“) gleichzeitig zu ermöglichen. Diese dialektische Herausforderung greifen auch die deutschen und französischen Ökonomen auf mit ihrem Vorschlag, „wie Risikoteilung und Marktdisziplin in Einklang gebracht werden können“. Neben anderen Vorschlägen, die sich in Teilen mit den Kommissionsvorschlägen decken, sollen die Schuldenregeln reformiert werden.

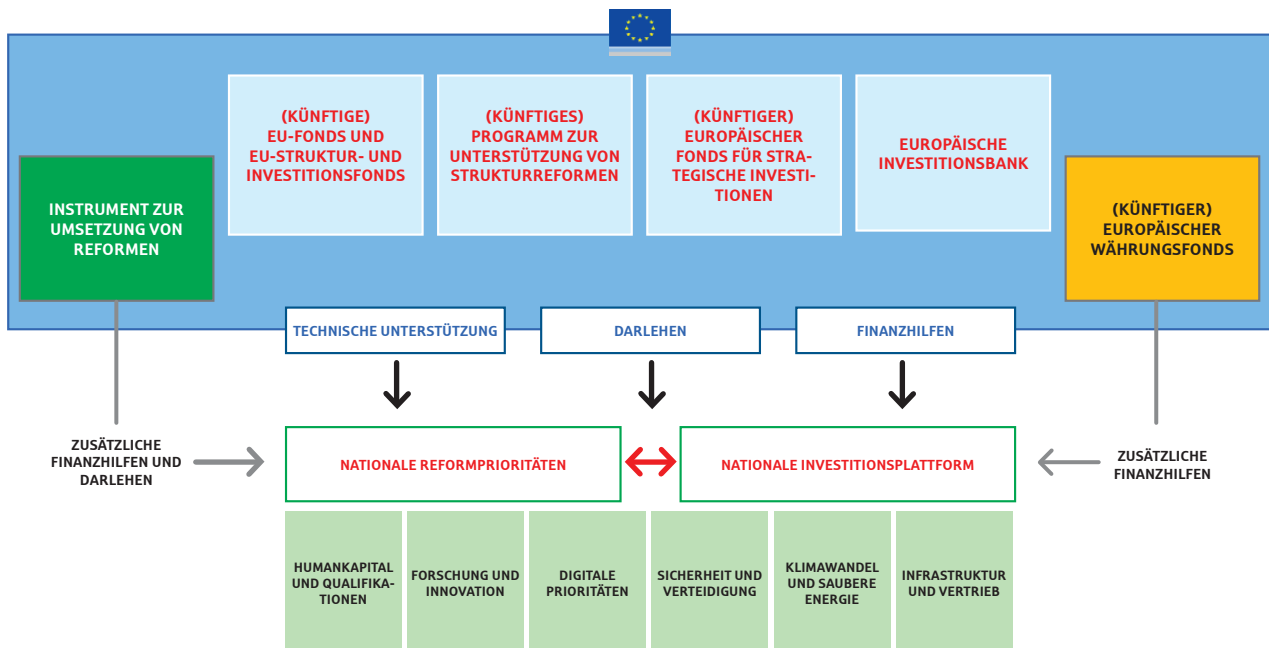
Die Verschuldungsspielräume sollen nach dem Vorschlag dieser Ökonomen flexibilisiert werden (Staatsausgaben dürfen langfristig nicht schneller als das BIP wachsen, bei Zielverfehlung sollen die Staatsausgaben langsamer

als das BIP wachsen). Unsere Analysen zeigen jedoch, dass es mit dieser Regel auch in der Vergangenheit praktisch zu ähnlich häufigen Regelverletzungen gekommen wäre. Zudem müsste auch diese einfache finanzpolitische Regel weiter konkretisiert werden. Auch dabei wäre strittig, welcher Zeitraum gewählt würde und wie schnell der Abbau einer Überschuldung gelingen sollte, um das Problem der pro-Zyklizität zu verringern. Zudem wäre dieser Vorschlag nur im Zusammenhang mit einer Veränderung der EU-Verträge erreichbar. Aus allen diesen Gründen führt dieser Vorschlag nicht weiter und sollte ad acta gelegt werden.

*Ausgabenregel keine Lösung*

Zudem wird auch von den deutsch/französischen Ökonomen der schon lange diskutierte Vorschlag unterbreitet, dass Staaten mit übermäßigem Defizit zur Finanzierung auch gesonderte Bonds als Nachranganleihen begeben dürfen. Die entsprechenden Zinsaufschläge wären dann ein Anreiz zur Schuldenreduzierung. Eine Überwachung erfolgt durch nationale Fiskalräte unter EU-Aufsicht. Allerdings muss bei solchen Vorschlägen auch immer die gegebene Regulierung (Eigenkapitalunterlegung für Nachranganleihen) einbezogen werden und nach unserer Einschätzung würde das Rating für solche Anleihen daher so niedrig ausfallen, dass diese Bonds kaum am Markt nachgefragt würden.

**Abb. 4: Neue Haushaltsinstrumente für ein stabiles Euro-Währungsgebiet innerhalb des Unionrahmens** (Quelle: EU-Kommission)



## Bankenunion

Nach der konjunkturellen Belebung bleibt neben einer Normalisierung der Geldpolitik der EZB noch das Augenmerk auf die weitere Stabilisierung des europäischen Bankensektors. Die flächendeckenden, massiven Anleihekäufe der EZB und die Strukturreformen haben auch in den vormaligen Krisenstaaten zu einer starken Einengung der Renditedifferenzen gegenüber Deutschland geführt. Gleichwohl nützt es nur zum Teil, wenn die EZB durch Käufe auch die langen Zinsen senkt und damit Wachstumsimpulse setzt. Zwischenzeitlich ist die Kreditvergabe im Euroraum wieder überall angezogen. Dies vor dem Hintergrund, dass alle Banken ihre Profitabilität angesichts von Niedrigzinsen und Digitalisierung weiter steigern müssen.

Dabei droht aber die Regulierung selbst zum Risiko für Banken zu werden. So ist der Eigenkapitalbegriff, im Versuch diesen zu härten, zunehmend komplizierter geworden. Die Liquiditätssteuerung (LCR) stößt sich am Ankaufprogramm für Staatsanleihen der EZB und an der Kritik der Verknüpfung von Bank- und Staatsfinanzierung. Auch die Abwicklungsmechanismen zum Schutz des Steuerzahlers vor Bankpleiten („bail-in“) führen zu komplexen Haftungskaskaden der unterschiedlichen Refinanzierungstitel von Banken. Dies verunsichert Anleger generell und speziell noch durch nationale Umsetzungsdifferenzen.

„One size fits all“ ist nur bedingt ratsam. Alle Banken unter das komplexe Aufsichtsregime systemrelevanter Institute zu stellen, wird dem Risikogehalt z. B. deutscher Sparkassen und Volksbanken sowie kleinerer Privatbanken nicht gerecht und fördert lediglich den Konzentrationsprozess im Bankensektor. Hier Unterschiedliches auch unterschiedlich zu betrachten, macht Sinn. Dies gilt auch für die Europäische Einlagensicherung (EDIS). Das EU-Leitbild „in Vielfalt geeint“ sollte auch hier Wege finden, nationale Errungenschaften zu bewahren, wie es auch im Koalitionsvertrag zum Ausdruck kommt.

Obwohl schon deutliche Verbesserungen in der Eigenkapitalausstattung und dem Abbau fauler Kredite (NPL = non performing loans) im EU-Durchschnitt zu verzeichnen sind, bestehen große Unterschiede im einzelstaatlichen Fortschritt. Neben den sehr hohen Werten in Griechenland und Zypern ist die NPL-Quote in Italien mit über 10% noch recht hoch. Auch die absoluten Beträge in Spanien und Frankreich lassen noch in mittlerer Perspektive weiteren Handlungsbedarf erkennen (Abb. 5). Für die Fortentwicklung der Bankenunion mit gemeinsamen Haftungsinstrumenten (Einheitlicher Abwicklungsfonds) muss hier weiterhin auf vergleichbare Ausgangsbedingungen geachtet werden.

*Differenzierte Regulierung*

*Non-Performing Loans auf absehbare Zeit Hauptproblem*



### **Anreizmechanismus zum NPL-Abbau**

Im vierteljährlichen EBA Risk Dashboard werden die NPL-Quoten auf Länderebene (standardisiert) erhoben. Sie lagen im dritten Quartal 2017 zwischen 0,9% (Schweden) und 45,9% (Griechenland) und sind damit sehr ungleich verteilt. Im EU-Durchschnitt lagen sie bei 4,2%. Fast alle Quoten sinken.

Eine Angleichung der Risikosituationen in den EU-Banken sollte angestrebt werden. Zur Berücksichtigung konjunktureller Schwankungen könnte ein relativer Zielwert definiert werden. So könnte bspw. in der Eurogruppe zur Evaluierung der Risikoverminderung vereinbart werden, dass die NPL-Quoten der Teilnehmerstaaten nicht über dem doppelten des EU-Durchschnitts<sup>1</sup> liegen dürfen (also aktuell 8,2%). Damit würden derzeit 10 Länder das Kriterium nicht erfüllen (u. a. Italien und Portugal).

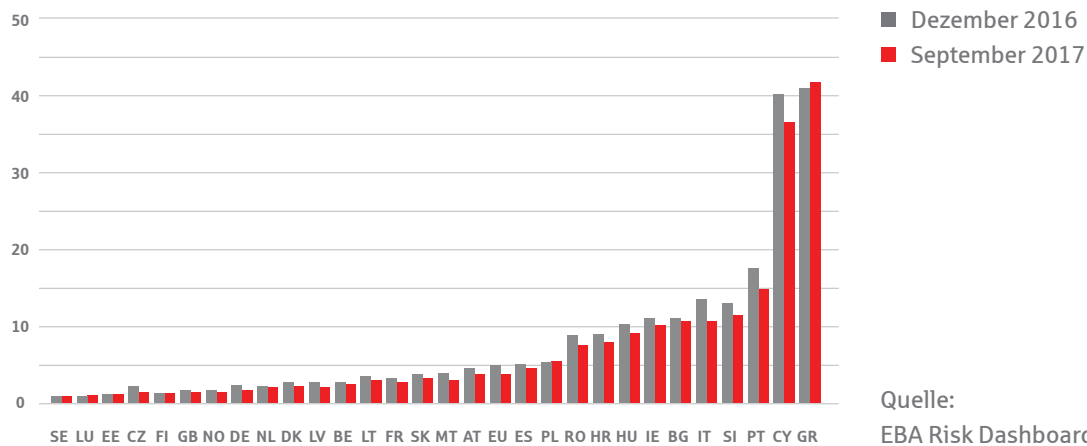
Im Anpassungsprozess müsste dann wie bei anderen Kriterien im Auge behalten werden, dass der Abbau auch über einige Jahre eingehalten worden ist. Nur so kann ein nachhaltiger und hinreichender Abbau der Risiken gelingen. Dabei sollte der Abbau eigenverantwortlich von den Kreditinstituten mit Überwachung der Aufsichtsinstitutionen erfolgen. Wege, wie dieses Ziel erreicht werden kann, sollen die jeweiligen Mitgliedsländer (Stichwort: Bad Bank) in einem gemeinsamen Rahmen gemäß den derzeit laufenden zahlreichen Regulierungsvorhaben entwickeln.

Ein Überschreiten des Grenzwertes könnte dann entsprechenden Handlungsbedarf auf Ebene der betroffenen Banken und der Bankenaufsicht auslösen, um eine Rückkehr in den Zielkorridor aufzuzeigen. Insgesamt sollte dann angestrebt werden, die Prozyklizität zu begrenzen. Für Ausnahmesituationen wie Naturkatastrophen oder extrem starke Konjunkturabstürze könnten, wie bei der Fiskalpolitik, Regeln geschaffen werden. Zudem müsste auch noch geprüft werden, inwieweit weitere bankpolitisch wichtige Aspekte wie Liquidität, Bonität oder Risiko diesen Prozess des notwendigen Risikoabbaus im Euroraum begleiten müssen, damit sich eine hinreichend tragfähige Risikosituation einstellt. In absehbarer Zeit ist dies aus der gegenwärtigen Datenlage nicht zu erwarten.

### *Konvergenz der NPL einfordern*

<sup>1</sup> Es könnte auch erwogen werden, einen Euroraum-Durchschnitt als Gradmesser für den Abbau der Non-Performing Loans zu nehmen.

**Abb. 5: NPL-Quoten, in %**



Quelle:  
EBA Risk Dashboard Q3 2017, S. 30

### Fazit

Die EU und der Euroraum sind zentral für die politische und ökonomische Entwicklung Deutschlands.

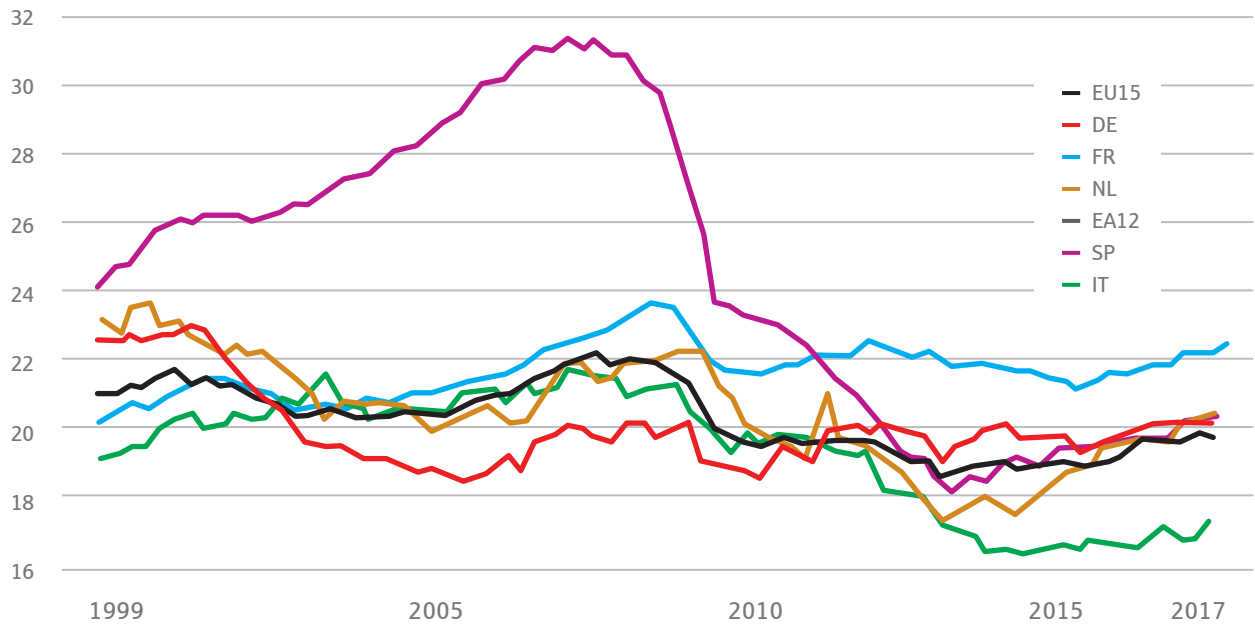
Die Strukturreformen in vielen EU-Staaten und die flankierende Geldpolitik der EZB zeigen Wirkung. Euroland wächst aktuell schneller als die USA oder Japan. Das ist nach den Jahren teils existenzieller Krisenmomente im Euroraum eine positive Überraschung. Unseres Erachtens ist das Zeitfenster guter Konjunktur zu nutzen, um die verschiedentlich adressierten Vorschläge zur Weiterentwicklung der EU aufzugreifen, insbesondere die Wirtschafts- und Währungsunion wetterfest zu machen. Die Lehren der letzten Jahre machen eine Vorbereitung auf wieder kritischere Zeiten ratsam. Hierzu müssen die unterschiedlichen Instrumente in eine institutionelle und rechtlich einwandfreie Form gebracht werden.

*Strukturreformen das Gebot der Stunde*

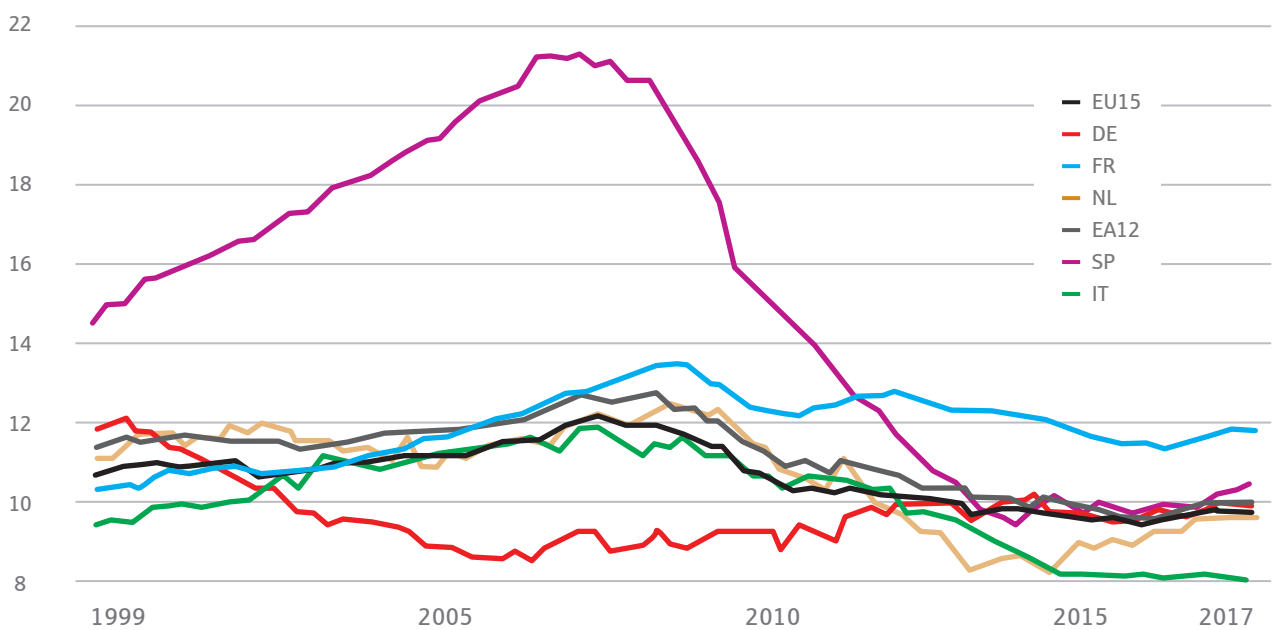
Eine neu gewählte deutsche Bundesregierung ist gefordert, die Vorschläge zu prüfen und in Zusammenarbeit mit Frankreich und der Europäischen Kommission voranzutreiben. Die Koalitionsvereinbarung bietet hier gute Ansätze, insbesondere auch die wichtige Erkenntnis, dass dies nicht umsonst zu haben ist.

# Anhang

**Bruttoanlageninvestitionen, in % des BIP, saison- und arbeitstaglich bereinigt, Quelle: Eurostat**



**Bauinvestitionen, brutto, in % des BIP, saison- und arbeitstaglich bereinigt, Quelle: Eurostat**



“Den Euro zu haben, ist gut für die EU“, Zustimmung in %, Quelle: Eurobarometer

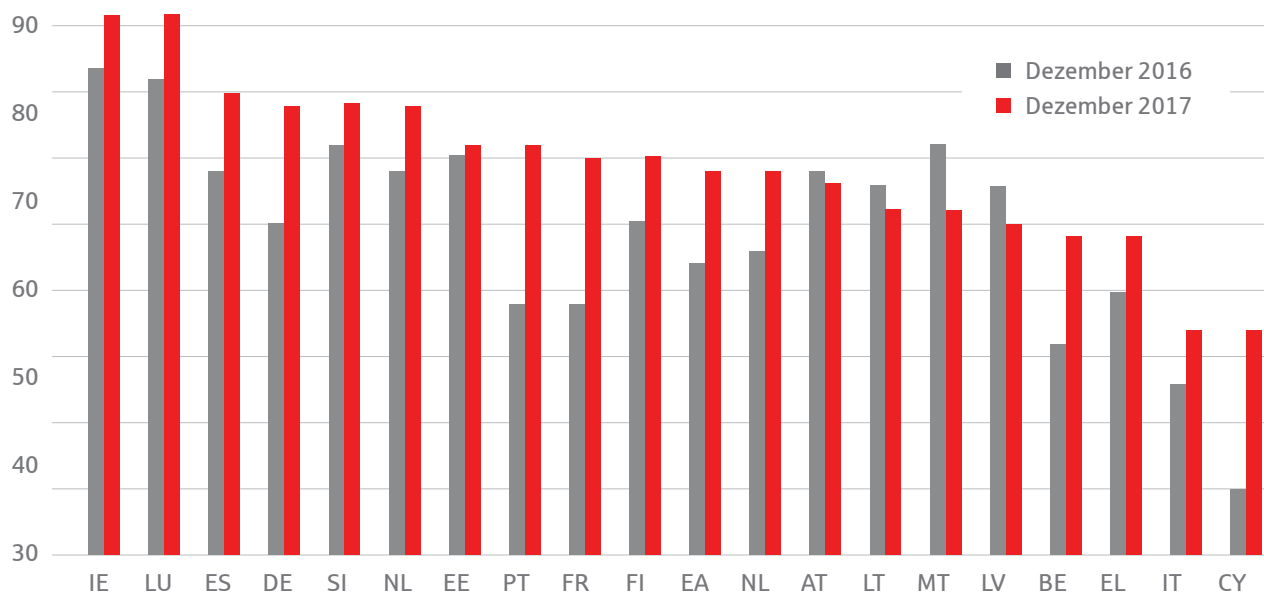


Tabelle: EU-NPL-Quoten, Quelle: EBA, Risk Dashboard Data as of Q3 2017, S. 30

Volumes bln EUR; %	Non-performing loans <sup>(1)</sup>				Loans and advances <sup>(1)</sup>				Non-performing loans ratio			
	Dec-16	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Dec-16	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Dec-16	Mar-17	Jun-17	Sep-17
AT	22.0	21.6	20.4	19.0	429.6	472.0	471.8	479.2	5.1%	4.6%	4.3%	4.0%
BE	20.1	19.3	19.0	18.6	632.1	664.9	686.2	682.1	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
BG	2.3	2.3	2.2	2.1	18.2	18.5	17.5	18.1	12.5%	12.4%	12.4%	11.7%
CY	19.9	19.3	18.6	17.6	44.3	44.0	43.5	43.4	45.0%	43.8%	42.7%	40.6%
CZ	2.2	2.1	2.0	1.9	86.9	111.9	116.0	123.9	2.5%	1.8%	1.7%	1.6%
DE	62.9	63.4	59.2	54.4	2 524.7	2 662.8	2 656.4	2 625.5	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%
DK	18.4	15.0	13.8	12.9	601.8	510.7	512.0	514.8	3.1%	2.9%	2.7%	2.5%
ES	134.7	131.8	127.3	111.8	2 359.4	2 379.5	2 354.6	2 353.0	5.7%	5.5%	5.4%	4.8%
FI	3.7	2.3	2.4	2.3	232.6	143.0	141.9	143.2	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%
FR	146.4	145.8	141.0	137.8	4 003.7	4 139.8	4 137.6	4 353.1	3.7%	3.5%	3.4%	3.2%
GB	75.0	70.9	65.2	63.4	3 874.6	4 002.0	3 944.5	3 949.4	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%
GR	111.7	110.3	108.1	106.3	243.2	238.6	232.2	228.1	45.9%	46.2%	46.5%	46.6%
HR	3.1	3.2	3.0	3.1	31.0	30.9	30.8	34.5	10.1%	10.4%	9.8%	8.9%
HU	5.1	4.7	4.4	4.2	44.3	39.5	40.6	41.3	11.5%	11.9%	10.8%	10.1%
IE	28.4	26.4	26.3	25.3	231.7	228.9	222.8	222.3	12.3%	11.5%	11.8%	11.4%
IT	254.0	249.4	199.7	196.0	1 661.0	1 685.9	1 662.6	1 654.0	15.3%	14.8%	12.0%	11.8%
LT	0.7	0.6	0.6	0.6	17.5	17.5	17.6	18.3	3.8%	3.7%	3.3%	3.1%
LU	2.1	2.1	1.9	1.8	191.2	198.0	163.2	152.1	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
LV	0.3	0.3	0.3	0.3	9.6	9.9	10.1	10.0	3.2%	2.9%	2.7%	2.6%
NL	41.8	41.0	41.2	40.1	1 649.8	1 718.8	1 650.7	1 685.0	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%
NO	4.9	3.6	3.6	3.3	261.8	202.7	197.2	200.6	1.9%	1.8%	1.8%	1.6%
PL	6.4	6.7	6.5	6.6	105.3	107.8	108.9	109.4	6.1%	6.2%	6.0%	6.0%
PT	38.6	37.3	35.0	33.0	198.3	202.0	199.5	197.4	19.5%	18.5%	17.6%	16.7%
RO	2.7	2.5	2.3	2.2	26.5	25.8	26.2	26.1	10.1%	9.9%	8.9%	8.4%
SE	9.9	9.3	10.3	10.3	1 015.6	1 112.9	1 097.4	1 107.8	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%
SK	1.4	1.4	1.3	1.3	32.3	33.7	35.1	36.1	4.2%	4.1%	3.8%	3.6%
EE	0.2	0.2	0.2	0.2	15.4	15.5	15.2	16.2	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
SI	2.5	2.4	2.3	2.2	17.4	17.7	17.2	17.1	14.4%	13.5%	13.3%	12.6%
MT	0.6	0.6	0.5	0.5	13.1	16.7	13.5	13.8	4.4%	3.3%	3.9%	3.6%
EU	988.8	967.1	893.3	854.4	19 485.4	20 141.4	19 972.3	20 200.0	5.4%	4.8%	4.5%	4.2%

# Disclaimer

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

## **Herausgeber**

Deutscher Sparkassen- und Giroverband  
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte  
und Wirtschaftspolitik

Charlottenstraße 47

10117 Berlin

Telefon: 030 20225-5303

DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de

www.DSGV.de

## **Redaktionsschluss dieser Ausgabe**

27. Februar 2018

## **Gestaltung**

Franz Metz, Berlin

## **Bildnachweis**

Seite 1: sparkassenverlag

## **Verantwortlich**

Pia Jankowski – DSGV

Leitung Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte  
und Wirtschaftspolitik

Pia.Jankowski@DSGV.DE

Dr. Reinhold Rickes – DSGV

Leiter Volkswirtschaft

Europäische Wirtschafts- und Währungspolitik,  
Finanzstabilität

Reinhold.Rickes@DSGV.DE

## **Hinweis**

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
[http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/  
Standpunkte\\_Chefvolkswirte.html](http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/Standpunkte_Chefvolkswirte.html)

## **ISSN**

2509-3851