



# Überprüfung der geldpolitischen Strategie: Ziele beibehalten und Flexibilität erhöhen

Berlin, 6. Februar 2020

**Mit der ersten Pressekonferenz der EZB im Jahr 2020 ist mehr als deutlich geworden, dass in diesem Jahr die geldpolitische Strategie vertieft hinterfragt wird. Für die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe bleibt bei aller Wichtigkeit der Debatte fundamental, folgende Zusammenhänge nicht außer Acht zu lassen:**

- In 2020 muss es gelingen, die Perspektive für einen Ausweg aus Negativzinsen und Anleihekäufen zu formulieren. Der Zins als Preis von Krediten und Geldgrößen hat eine wichtige Signalfunktion. Diese muss wiederbelebt werden, um nachhaltige Verwerfungen im Unternehmensbereich (Zombie-Unternehmen) und bei den Bürgern (Altersvorsorge und Ersparnisbildung) zu vermeiden sowie die Konsolidierung von Staatsfinanzen auf Kosten von Bürgern und Unternehmen zu erreichen.
- In der geldpolitischen Strategie muss daher überprüft werden, inwieweit Ziele und Methodik zur Messung der Inflationsrate im Euroraum noch zeitgemäß sind.

#### **Autoren**

Uwe Burkert - LBBW  
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse  
Jochen Intelmann - Haspa  
Dr. Ulrich Kater - DekaBank  
Christian Lips - NORD/LB  
Dr. Jürgen Michels - BayernLB  
Dr. Gertrud Traud - Helaba  
Prof. Dr. Carsten Wesselmann  
- Kreissparkasse Köln

#### **Koordinatoren**

Dr. Reinhold Rickes  
Reinhold.Rickes@dsgv.de  
Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

# Überprüfung der geldpolitischen Strategie: Ziele beibehalten und Flexibilität erhöhen

## **Deutschland im Jahr 2019: Überalterung allenthalben**

Die Europäische Zentralbank hat bei der Pressekonferenz vom 23. Januar 2020 erste Umriss der geplanten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie bekanntgegeben. Die letzte Evaluierung fand im Jahr 2003 statt und brachte als wesentliche Ergebnisse eine Präzisierung der Inflationsnorm („unter aber nahe bei zwei Prozent“) sowie eine Rückstufung der Geldmenge als Kriterium für die geldpolitischen Entscheidungen der EZB. Im Vergleich zum letzten Mal ist der Anlass für diese Überprüfung diesmal schwerwiegender. Waren im Jahr 2002/03 vor allem Fragen der Vorhersehbarkeit der Geldpolitik der Anlass, so geht es jetzt um strategische Weichenstellungen zur Steigerung der Effektivität der Geldpolitik in einer extremen Niedrigzinsumgebung. Aus unserer Sicht besteht darüber hinaus die Notwendigkeit, geldpolitische Entscheidungen im gesellschaftlichen Raum besser zu kommunizieren.

## **Die Ausgangslage: Immer gewaltigere Instrumente, immer geringere Wirkung**

Spätestens seit der Finanzkrise im Jahr 2008 haben sich grundlegende makroökonomische Mechanismen gewandelt. Inflation und Zinsen reagieren nicht mehr so schnell wie früher auf Veränderungen des Auslastungsgrades der Volkswirtschaft. Anders als in den vergangenen Dekaden geht es nicht mehr um zu hohe, sondern um zu niedrige Inflation: Inflation wie auch Inflationserwartungen sind deutlich unter die Zielmarke der EZB abgesunken. Das neutrale Zinsniveau hält sich hartnäckig auf Niveaus nahe Null. Die Gründe hierfür sind noch nicht abschließend erforscht, aber zu nennen sind demografische Entwicklungen, eine verringerte Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern, die Globalisierung und der dadurch verschärfte internationale Wettbewerb, der Konjunkturschock in Folge der Finanz- und Staatsschuldenkrise sowie veränderte Produktionsprozesse und Marktbedingungen durch die Digitalisierung. Der schwächere Zusammenhang zwischen Auslastung und Inflation in Kombination mit Zinsen nahe Null macht die Aufgabe der Zentralbanken deutlich schwerer. Insbesondere deren bisherige Vorgehensweise, mittels niedriger Zinsen

die wirtschaftliche Aktivität zu stimulieren, was normalerweise mit einer gewissen Verzögerung zu steigenden Löhnen und Preisen führt, funktioniert nur noch sehr eingeschränkt.

Wenn die Inflation trotz kräftigen Wachstums nicht in Gang kommen will, besteht die naheliegende Reaktion der Notenbanken darin, den monetären Stimulus noch weiter zu erhöhen. Genau dies haben sie in den vergangenen Jahren getan, indem sie die Leitzinsen sogar in den negativen Bereich senkten und in großem Umfang Wertpapiere kauften. Die EZB beeinflusst mit so genannten unkonventionellen Maßnahmen das gesamte Zinsniveau im Euroraum, das nie erreichte, teilweise negative Niveaus angenommen hat. Gestützt wurde diese Entwicklung auch über den internationalen Zinszusammenhang, da in 2020 ausgehend von den USA weltweit sich die Zinsen in einen Abwärtstrend begeben haben. Die dahinterstehende Überlegung zum Trend fallender Zinsen lautet, dass der so genannte „neutrale“ Leitzins, also der Leitzins, ab dessen Unterschreiten überhaupt erst von einer expansiven Geldpolitik gesprochen werden kann, aufgrund der vorgenannten strukturellen (insbesondere demografisch induzierten) Faktoren gesunken ist. Da allerdings trotzdem der erwartete Erfolg ausgeblieben ist und von einem Dauereinsatz der unkonventionellen Instrumente erhebliche negative Langzeitwirkungen befürchtet werden, wächst die Unzufriedenheit mit dem oben beschriebenen Konzept des Inflation Targeting in der derzeitigen Form.

*Sinkender „neutraler“ Zins wirft Fragen auf..*

Die Geldpolitik findet aktuell mit ihren Instrumenten keinen Ausweg. Negativ-/Minuszinsen haben fatale Wirkungen – über den Preismechanismus auf den Finanzmärkten drohen große Verzerrungen auf verschiedenen Märkten. Die Nebenwirkungen auf die Altersvorsorge, die Schwächung wirtschaftlichen Wandels durch den Erhalt von Unternehmen, die eigentlich nicht mehr am Markt bestehen können (sog. Zombifizierung) sowie die Entstehung von neuen Blasen in verschiedenen Assetklassen werden mit längerer Dauer dieser ultra-expansiven Politik immer drastischer. Auch ist davor zu warnen, ohne wohl begründete Indizien auf eine Deflation noch expansivere Maßnahmen wie die Einführung von Helikopter-Money ernsthaft in Betracht zu ziehen. Es drohen Gefahren und wirtschaftlicher Attentismus und Stagnation wie sie bereits in anderen Währungsräumen zu beobachten sind.

*...geldpolitische Instrumente finden keine Auswege mehr*

In der Notenbank geht die Angst vor einer vollständigen Japanisierung um: Hat sich die Inflation erst einmal weit unter dem Zielwert festgesetzt und sind alle verfügbaren geldpolitischen Mittel ausgereizt, scheint es nichts mehr zu geben, was die Notenbanker noch unternehmen könnten. Hat die Zentralbank an der Nullzinsgrenze keine Möglichkeiten mehr, ihren Instrumenteneinsatz weiter zu steigern, droht sogar eine Abwärts Spirale aus sinkenden Inflationserwartungen, steigenden Realzinsen und

nachlassendem Wirtschaftswachstum. Die Angst, eine solche deflationäre Entwicklung nicht mehr stoppen zu können, wenn sie einmal in Gang gekommen ist, hat die EZB, die Fed und viele andere Zentralbanken in den letzten Jahren bewogen, im Zweifelsfall lieber eine etwas zu expansive Politik zu betreiben. Obwohl im Augenblick von Deflationsgefahren nicht die Rede sein kann, sind die Zentralbanken der Industrieländer besorgt, dass sich das notorische Unterschreiten ihrer Inflationsziele in den Inflationserwartungen niederschlägt.

Wir teilen die Auffassung, dass die Erhaltung niedriger, aber positiver Inflationserwartungen ein wichtiges Ziel der EZB bleiben sollte. Dazu sollte auch weiterhin die Steuerung der Markterwartungen über die „forward guidance“ eingesetzt werden. Allerdings sind die bereits eingesetzten geldpolitischen Instrumente problematisch. Insbesondere das Instrument der großflächigen Anleihekäufe ist in seinen Langzeitwirkungen umstritten. Auch in der breiteren gesellschaftlichen und politischen Öffentlichkeit verliert die EZB an Rückhalt. Vor diesem Hintergrund sollte die Strategieüberprüfung das Ziel haben, die Effektivität der vorhandenen Instrumente zu verbessern und selbst bei Unterschreitung des Inflationsziels mehr Flexibilität zu erreichen. Für uns bleiben folgende Eckpunkte wesentlich:

*Flexibilität erhöhen*

## → Keine Änderung des Mandats

Bislang obliegt der Notenbank das gesetzliche Mandat, Preisstabilität im Sinne einer Stabilität des Durchschnitts aller Preise also quasi des Preisniveaus zu wahren. Daneben hat die Geldpolitik zumindest als Nebenbedingung auch die Stabilität des Finanzsystems im Blick zu behalten, wengleich hierfür präventiv besondere Politikbereiche in Gestalt der mikro- und der makroprudenziellen Aufsicht verantwortlich sind.

Es gibt neue akademische Vorstellungen, die Rolle der Geldpolitik zu erweitern. Solange etwa keine Inflation vorläge, könne die Geldpolitik Staatsfinanzierung betreiben, um das Wachstum anzukurbeln oder demografische Belastungen abzufedern. Obwohl das Mandat der Geldpolitik auch die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der Europäischen Union umfasst, halten wir eine solche Verschmelzung von Geld- und Finanzpolitik für nicht sinnvoll. Zum ersten hat der Maastricht-Vertrag mit dem Verbot monetärer Staatsfinanzierung genau diese Funktion von Geldpolitik ausschließen wollen und bewusst überschnelle Reaktionsmöglichkeiten gemeinschaftlicher Fiskalpolitik zu

Recht begrenzt. Zum zweiten sehen wir mittelfristig in solchen Ansätzen schwerwiegende Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems. Solche Vorschläge sollten und werden auch nicht Gegenstand der anstehenden Evaluierung sein.

## → Anpassung der Definition des Preisindex

Viel ist bereits diskutiert worden über die korrekte Inflationsmessung, insbesondere über die Notwendigkeit, Vermögenspreise wie Aktienkurse oder Häuserpreise in die Zielgröße der Notenbank einzubeziehen. Im Prinzip jedoch halten wir die gegenwärtige Definition von Inflation für die richtige. Das Qualitätskriterium einer Währung ist vor allem die Stabilität der Preise für Konsumgüter für die privaten Haushalte. Insofern soll die Inflation die Kaufkraftentwicklung des jährlichen Einkommens der privaten Haushalte ermitteln. Preise für Vermögensgüter und damit die Preise für den künftigen Konsum sind davon zu unterscheiden: Beide Preisniveaus lassen sich nicht zugleich mit ein und denselben Instrumenten steuern. Daneben schwanken die Preise für Vermögensgegenstände wesentlich stärker. Eine Steuerung durch die Notenbank wäre wegen der hohen Ausschläge nicht praktikabel, da sie verheerende Auswirkungen auf den Wirtschaftsablauf hätte. Eine mechanistische Einbindung der Vermögenspreise in das Inflationsziel einer Notenbank verbietet sich daher aus unserer Sicht.

*Vermögenspreise und Kaufkraftentwicklung differenzieren*

Zu überprüfen ist jedoch, welcher Preisindex dem Inflationsziel zugrunde liegt. Eine Schwachstelle ist aus unserer Sicht, dass Mietäquivalente für Hausbesitzer nicht in den Harmonisierten Verbraucherpreisindex eingehen. Weiterhin ist es ratsam, sich in der Geldpolitik nicht von erratisch schwankenden Preisen wie dem Rohölpreis ablenken zu lassen. Daher wäre eine stärkere Orientierung an der so genannten Kerninflationsrate sinnvoll. Zwar gibt es in der Preisstatistik noch eine Reihe von weiteren Konzepten, um schwankungsintensive Preise aus dem Trend herauszufiltern, allerdings leidet darunter die Anschaulichkeit der Inflationszahl, deren Vermittlung in der Bevölkerung heute schon schwierig ist.

## → Höhe des Inflationsziels im Kern richtig, aber flexibilisieren

In den vergangenen Jahrzehnten hat sich unter Wirtschaftswissenschaftlern und Notenbankern der Konsens herausgebildet, dass Zentralbanken Inflationsraten um 2 % anstreben sollten. Da Verbraucherpreisindizes mit starren Warenkörben die tatsächliche Teuerung systematisch überschätzen, kommt eine gemessene Inflationsrate von 2 Prozent dem Ziel der Preisniveaustabilität am nächsten. Zudem erhöhen leicht positive Inflationsraten die Anpassungsfähigkeit einer Volkswirtschaft, weil die mangelnde Flexibilität von Löhnen und Preisen nach unten dann eine geringere Rolle spielt. Auch ist ein gewisser Sicherheitsabstand zur Deflation wünschenswert. Diesen Sicherheitsabstand zu erhöhen, steckt hinter dem Vorschlag eines höheren Inflationsziels, etwa auf vier Prozent. Wir schließen uns diesem Vorschlag nicht an, denn mit steigender Inflation steigt auch die Schwankung der Inflation und damit die Unsicherheit für die Wirtschaft und zudem würde dies eine noch expansivere Geldpolitik erfordern. Wir plädieren weiterhin für ein Inflationsziel, welches die Inflationserwartungen bei zwei Prozent verankert.

*Erhöhung des Inflationsziels  
ökonomisch nicht sinnvoll*

## → Erfüllungsmodalitäten: Glaubwürdiger Zielpfad entscheidend

Gegenwärtig strebt die EZB an, die Inflationsnorm in möglichst kurzem Zeitraum zu erreichen. Das bedeutet zum einen, dass ihr aktueller Instrumenteneinsatz erst dann zurückgefahren werden kann, wenn die Inflation nachhaltig gegen zwei Prozent strebt. Es bedeutet zum anderen aber auch, dass bei drohender Verlangsamung der Inflation, meist durch eine langsamere Konjunkturdynamik, der Instrumenteneinsatz weiter erhöht werden muss, damit die Inflationserwartungen nicht noch weiter absinken. In dieser Logik hat die EZB – ähnlich auch die US-Fed - etwa im vergangenen Jahr auf eine weltweite relativ moderate Konjunkturabkühlung mit weiteren Zinssenkungen und eine Wiederaufnahme der Anleihekäufe reagiert.

Eine solche direkte Anbindung an das Wirtschaftsgeschehen des Instrumenteneinsatzes ist in dem Ausmaß unnötig, wie die Inflationserwartungen fester, das heißt unabhängig vom Wirtschaftsgeschehen, verankert sind. Um diese Verankerung gegenüber dem jetzigen Zustand zu verbessern, kann die Notenbank die Erfüllung des Inflationsziels im Durchschnitt mehrerer Jahre anstreben. Das beinhaltet nämlich, dass wenn es Phasen

der Unterschreitung des Inflationsziels gibt, die Notenbank auch Phasen der Überschreitung aktiv anstreben muss. Formalisiert ist diese Idee im Konzept der Preisniveausteuerung. Dabei wird ein expliziter Zielpfad festgelegt, dem das Preisniveau im Zeitablauf folgen soll. Die Steigung dieses Pfades entspricht der im langfristigen Durchschnitt gewünschten Inflationsrate. Fällt die Teuerung in einem Jahr geringer aus, muss die Zentralbank in den Folgejahren Inflationsraten leicht über dem Zielwert herbeiführen, um auf den vorgegebenen Pfad zurückzukommen. Solange dieses Verfahren und der für das Preisniveau angekündigte Zielpfad glaubwürdig sind, sollten die langfristigen Inflationserwartungen nahe an dem von der Zentralbank gewünschten Niveau liegen. Wir halten den Grundgedanken einer solchen „Aufholstrategie“ für sinnvoll, das formalisierte Verfahren der Preisniveausteuerung jedoch für schwierig, weil es eine Feinsteuerung der Inflation voraussetzt, die in der Praxis kaum möglich ist.

*Konzept der Preisniveausteuerung bleibt vernünftig*

Eine abgeschwächte Variante wäre, ein Inflationsziel mit einer durchlässigen Ober- und Untergrenze zu formulieren. Dies würde es der Notenbank ermöglichen, zeitweise auch Abweichungen nach oben zu tolerieren, ohne dass eine einmal erlebte Abweichung zwingend in die Gegenrichtung ausgeglichen werden müsste.

Aus unserer Sicht wäre eine Kombination beider Ansätze eine erfolgversprechende Lösung. Wir plädieren für ein Inflationsziel von zwei Prozent mit einer Bandbreite von einem Prozentpunkt nach oben und nach unten sowie der Aussage, dass eine deutliche Unterschreitung des Ziels um mehr als einen halben Prozentpunkt durch eine Toleranz für eine Überschreitung um den gleichen Abstand ausgeglichen wird. Aus unserer Sicht verankert dies die Inflationserwartungen näher an der Mitte der Bandbreite von 2 Prozent und entlastet die EZB von unmittelbarem Handlungsdruck bei Abweichungen.

## → Rolle von Geldmengen- und Kreditaggregaten wieder erhöhen

Eine bessere Verankerung von Inflationserwartungen kann die EZB etwas unabhängiger von unmittelbarem Handlungsdruck machen bei Verfehlungen des Inflationsziels. In der gegenwärtigen Lage wäre die EZB jedoch trotzdem zu historisch ungewöhnlich starkem expansiven Einsatz

ihrer Instrumente gezwungen. Um die dabei auftretenden Gefahren für die Finanzmarktstabilität im Griff zu behalten, setzt sie das Instrument der makroprudenziellen Aufsicht ein, das zumindest den Bankensektor von solchen Gefahren für die Stabilität bewahren soll.

Ein markantes Beispiel für widersprüchliches Handeln von makroprudenzieller Aufsicht und Geldpolitik belegt das letzte Jahr. In vielen europäischen Kernländern wurden die Eigenkapitalanforderungen erhöht und gleichzeitig schaltete die EZB die Geldpolitik auf Expansionskurs um. Dies macht die Geldpolitik schizophren, indem einerseits die Kreditvergabe stimuliert werden soll, andererseits das Bankensystem vor einer übermäßigen Kreditvergabe bewahrt werden soll.

*Antagonistische Wirkung von  
Regulierung und Geldpolitik*

Solche Zieldivergenzen müssen überwunden werden. Zudem muss beachtet werden, dass die Kreditvergabe auch auf anderem Wege, etwa über Anleihen, verändert werden kann. Aus diesem Grund wäre zu überlegen, den Geld- und Kreditaggregaten oder sogar weiter gefassten Kreditindikatoren wieder mehr Raum bei den geldpolitischen Entscheidungen zu geben. Dies könnte im Rahmen der vorhandenen monetären Säule der EZB-Strategie geschehen. Monetäre Aggregate sind dabei aus unserer Sicht weniger für die monatlichen Geldpolitik-Entscheidungen relevant als eher für die mittlere Frist. Wir regen daher an, im Rahmen des bereits vorhandenen regelmäßigen „cross-check“ der geldpolitischen Entscheidungen mit der monetären Entwicklung insbesondere der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe innerhalb und außerhalb des Bankensektors eine größere Bedeutung einzuräumen.

## → Transparenz auf richtigem Weg

Eine glaubwürdige geldpolitische Strategie erleichtert es der Notenbank, durch die Verankerung der Inflationserwartungen, ihre Ziele zu erreichen. Den Marktteilnehmern erleichtert sie in der operativen Durchführung die Einschätzung der Reaktionen der Notenbank und verringert dadurch unnötige Marktschwankungen. Trotzdem bleiben bei der täglichen geldpolitischen Entscheidungsfindung Unsicherheiten über die Reaktionen der Notenbanken bestehen. Das ist hinzunehmen, geldpolitische Strategien sind keine Automatismen. Die EZB bemüht sich, durch die Erläuterung jeder geldpolitischen Entscheidung und die nachgelagerte Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen dem Markt die Einschätzung der Denkweise des Zentralbankrates zu erleichtern. Aus Marktsicht sind diese Transparenzmaßnahmen gegenwärtig weitgehend ausreichend. Sie können jedoch



durch weiteren Ausbau bspw. ein System von EZB-Botschaftern in den Regionen und Hauptstädten noch verstärkt werden.

Dies gilt jedoch nicht für die politische Akzeptanz der historisch gesehen sehr extremen geldpolitischen Maßnahmen, die mittlerweile über das ungewöhnlich tiefe Zinsniveau von allen Bürgern im Währungsraum wahrgenommen werden. Selbst in der Fachwelt sind die Wirkungen von Instrumenten wie Negativzinsen oder Anleihekäufen umstritten. Unabhängige Notenbanken benötigen einen stärkeren gesellschaftlichen Rückhalt als die periodisch durch Wahlen immer wieder neu legitimierten politischen Institutionen. Die Akzeptanz der Geldpolitik und damit auch der EZB in der Währungsunion hat in den letzten Jahren gelitten, in einigen Regionen mehr, in anderen weniger. Um dem entgegenzuwirken, halten wir es für angebracht, dass der Zentralbankrat über seine Überlegungen und Diskussionen zu Nutzen und Kosten der geldpolitischen Instrumente gesondert berichtet, etwa darüber, wie effektiv ein bestimmter Instrumenteneinsatz zur Zielerreichung beiträgt oder wie weit permanente Anleihekäufe einer monetären Staatsfinanzierung nahe kommen.

*EZB-Öffentlichkeitsarbeit  
verstärken*

## → EZB als Nachhaltigkeitsakteur auch gefordert

Der Finanzsektor kann als Intermediator zwischen Sparern und realwirtschaftlichen Investoren bei den drängenden Nachhaltigkeitsaufgaben sehr unterstützen, insbesondere, indem er Angebote für die vielfältigen Bedürfnisse der Sparer nach nachhaltigen Anlageformen bereitstellt. Der Gesetzgeber und die Finanzpolitik helfen dabei, indem sie Anreize zum nachhaltigen Investieren setzen oder Standards bereitstellen. Darüber hinaus sind Finanzdienstleister aufgerufen, in ihren eigenen Entscheidungen und Organisationsthemen nachhaltig zu handeln. In diesem Grundverständnis sehen wir auch die EZB als Nachhaltigkeitsakteur. Das bedeutet zunächst, dass sie selber als Institution Nachhaltigkeitskriterien im Geschäftsbetrieb einhält und dort, wo etwa eigene Finanzmittel angelegt werden, anhand nachhaltiger Kriterien investiert. Beim Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente sind die Einsatzmöglichkeiten von Nachhaltigkeitskriterien insoweit möglich, als sie die Wirksamkeit der Geldpolitik nicht behindern.

Nach ihrem Mandat kann die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU in dem Maß unterstützen, wie ihre eigentlichen Ziele der Preisstabilität und der Aufrechterhaltung des Zahlungsverkehrs nicht gefährdet sind.

Das bedeutet, dass im Zweifel geldpolitische Belange Vorrang haben vor Nachhaltigkeitsaspekten. In diesem Rahmen sind etwa bevorzugte Ankäufe von als nachhaltig eingestufte Anleihen zu Marktkonditionen möglich und sinnvoll und befördern damit auch die Entwicklung dieser Marktsegmente. Von Dimension und Struktur her können diese Instrumente jedoch die Durchführung der geldpolitischen Operationen der EZB nicht vollständig abdecken. Darüber hinaus darf die EZB selbst bei nachhaltigen Finanzinstrumenten die geldpolitisch übergeordneten Regeln ihres Mandats wie etwa das Verbot von Staatsfinanzierung oder die feste Quotenregelung bei Staatsanleiheankäufen nicht überschreiten.

## Disclaimer

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

## Impressum

### **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**

2. Februar 2020

### **Gestaltung**

Franz Metz, Berlin

### **Bildnachweis**

pixabay/wafr

### **Verantwortlich**

Pia Jankowski – DSGV  
Direktorin  
Leitung Volkswirtschaft, Finanzmärkte  
und Wirtschaftspolitik  
Pia.Jankowski@DSGV.DE

Dr. Reinhold Rickes – DSGV  
Abteilungsleiter  
Leitung Volkswirtschaft  
Reinhold.Rickes@DSGV.DE

### **Hinweis**

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
<https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

### **ISSN**

2509-3851