



939 Bericht von Geraldine Dany-Knedlik

Für nachhaltige Inflationsdynamik im Euro- raum müsste sich Arbeitsmarkt weiterhin sehr positiv entwickeln

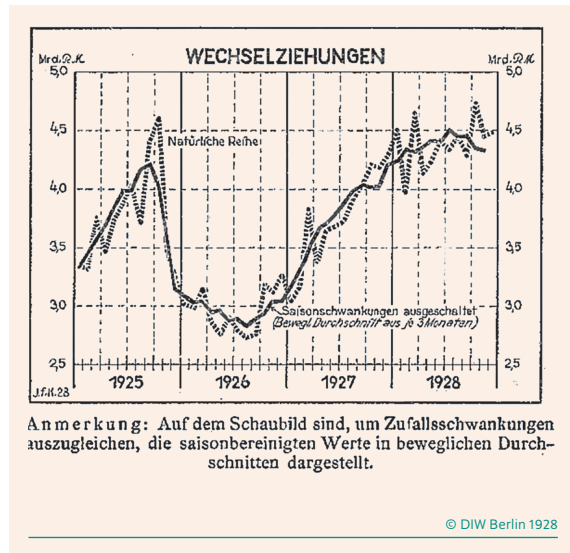
- Inflation legt seit Mitte 2018 vor allem wegen steigender Energiepreise zu
- Kerninflation aber weiterhin niedrig
- Effekt von Lohndynamik auf Kerninflation gering

948 Interview mit Geraldine Dany-Knedlik

952 Kommentar von Dorothea Schäfer

Sparkassen als nächster Krisenherd? Wohl eher nicht!

Entwicklung von Wechselkrediten



Die Neubeausspruchung von Wechselkredit ist von November auf Dezember geringfügig gestiegen. Die Wechselziehungen liegen mit 4487 Millionen Reichsmark im Dezember nur um 44 Millionen Reichsmark über November. Diese Bewegung war geringer, als saisonmäßig für Dezember zu erwarten war. Nach Ausschaltung der Saisonschwankungen ergibt sich daher ein, wenn auch geringer, konjunktureller Rückgang, der, wie das Schaubild zeigt, nun schon seit August vorigen Jahres anhält. In diesem konjunkturellen Rückgang der Wechselziehungen kommt einmal die verminderte Umsatztätigkeit in der Produktionswirtschaft und darüber hinaus das geringere Bedürfnis der Unternehmungen, ihre Umsätze mit Wechselkredit zu finanzieren, zum Ausdruck.

Aus dem Wochenbericht Nr. 43 vom 23. Januar 1929

IMPRESSUM



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V.

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

www.diw.de

Telefon: +49 30 897 89-0 Fax: -200

85. Jahrgang 24. Oktober 2018

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan;
Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Dr. Stefan Liebig;
Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Dr. Claus Michelsen; Prof. Johanna Möllerström, Ph.D.;
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Jürgen Schupp; Prof. Dr. C. Katharina Spieß

Chefredaktion

Dr. Gritje Hartmann; Mathilde Richter; Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Jakob Mieth

Redaktion

Renate Bogdanovic; Dr. Franziska Bremus; Rebecca Buhner;
Claudia Cohnen-Beck; Dr. Daniel Kemptner; Sebastian Kollmann;
Matthias Laugwitz; Dr. Alexander Zerrahn

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg

leserservice@diw.de

Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

Gestaltung

Roman Wilhelm, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit
Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den
Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter
unter www.diw.de/newsletter

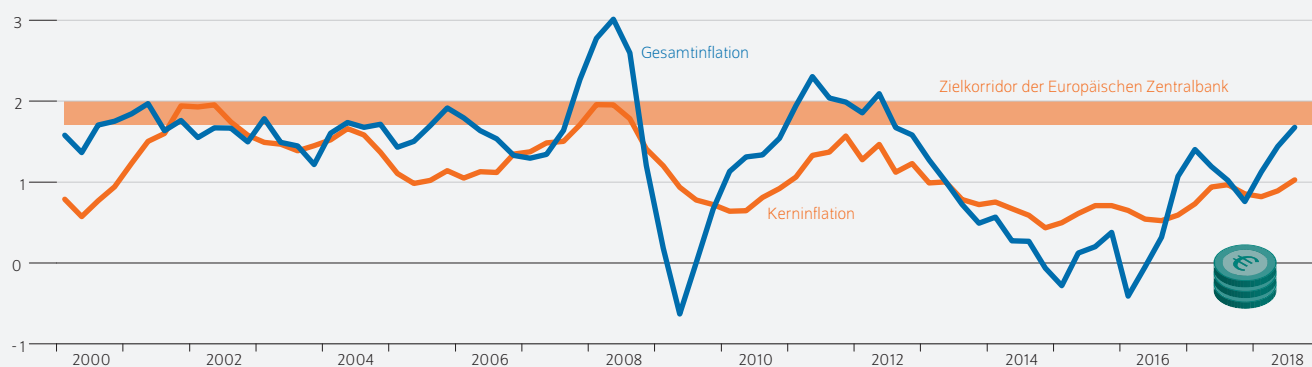
Für nachhaltige Inflationsdynamik im Euroraum müsste sich Arbeitsmarkt weiterhin sehr positiv entwickeln

Von Geraldine Dany-Knedlik

- DIW-Studie analysiert Gründe für lange Phase der niedrigen Inflation im Euroraum seit der Staatsschuldenkrise
- Zu der verhaltenen Teuerung tragen vor allem geringe Inflationserwartungen, aber auch konjunkturelle sowie externe Faktoren bei
- Anstieg der Inflationsraten seit Mitte 2018 ist insbesondere von steigenden Energiepreisen bedingt; die Kerninflation ist aber weiterhin niedrig
- EZB erwartet, dass die Kerninflation von anziehenden Löhnen profitiert
- DIW-Berechnungen zeigen, dass der Effekt aber bislang recht schwach ausgeprägt war

Die steigenden Rohölpreise treiben die Gesamtinflation im Euroraum, die Kerninflationsrate bleibt sehr niedrig

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) mit und ohne Energie- und Lebensmittelkomponenten, Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

ZITAT

„Ein nachhaltiger Anstieg der Kerninflationsrate sollte erkennbar sein, bevor die EZB mit ihrer mittelfristig ausgerichteten Geldpolitik die Zinsen anhebt.“

— Geraldine Dany-Knedlik, Studienautorin —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Geraldine Dany-Knedlik
www.diw.de/mediathek

Für nachhaltige Inflationsdynamik im Euroraum müsste sich Arbeitsmarkt weiterhin sehr positiv entwickeln

Von Geraldine Dany-Knedlik

ABSTRACT

Die Inflationsrate im Euroraum lag in den vergangenen fünf Jahren deutlich unterhalb der von der Europäischen Zentralbank (EZB) angestrebten Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent zur mittelfristigen Preisstabilisierung. Verantwortlich hierfür waren, wie die vorliegende Analyse zeigt, niedrige Inflationserwartungen, hohe Arbeitslosenquoten und externe Faktoren wie niedrige Rohölpreise. Mitte dieses Jahres zog die Teuerung im Euroraum wieder deutlich an. Im Juni beschloss der EZB-Rat das Ende der Staatsanleihenkäufe bis Dezember dieses Jahres und stellte ein erstmaliges Anheben der Leitzinsen voraussichtlich nach dem Sommer 2019 in Aussicht. Dafür müsste sich aber die Inflationsdynamik nachhaltig fortsetzen. Allerdings hat sich die Kerninflation, ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise, bislang recht verhalten entwickelt. Die EZB setzt besonders auf die anziehende Lohndynamik als Treiber der Kerninflation in den kommenden Jahren. Wie die DIW-Berechnungen zeigen, bestand dieser Zusammenhang zwar bisher, war allerdings recht schwach ausgeprägt. Damit die Kerninflation in den kommenden Jahren die mittelfristige Preisstabilität stützt, müssten die Löhne weiterhin deutlich steigen.

Die Inflation im Euroraum – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) – lag in den vergangenen fünf Jahren deutlich unter der von der Europäischen Zentralbank (EZB) verfolgten Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent im Vorjahresmonatsvergleich zur Preisstabilisierung in der mittleren Frist¹. In den Jahren 2015 und 2016 war die Teuerungsrate in der Währungsunion sogar negativ. Die verhaltene Entwicklung der Teuerung birgt verschiedene makroökonomische Risiken, zum Beispiel erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, in eine Deflationsspirale abzurutschen (Kasten 1). Erst im Mai dieses Jahres zog die Inflation wieder auf 1,8 Prozent an.

In den ersten sieben Jahren der Währungsunion bewegte sich die Inflationsrate des gesamten Euroraums, welche ein nach ökonomischer Relevanz gewichtetes Mittel der Inflationsrate der einzelnen Mitgliedstaaten ist, eng um die Zwei-Prozent-Marke (Abbildung 1). Allerdings waren die Preisentwicklungen in den einzelnen Mitgliedstaaten recht heterogen. Insbesondere die Inflationsraten von Irland, Italien, Spanien und Portugal lagen bis zu Beginn der globalen Finanzkrise deutlich oberhalb des gewichteten Euroraum-Durchschnitts, wohingegen die Preisentwicklungen von Mitgliedstaaten wie Belgien, Deutschland, Frankreich, den Niederlanden und Finnland ähnlich oder leicht unterhalb der Teuerungsrate des gesamten Euroraums verliefen.

Einige Studien legen nahe, dass diese Inflationsunterschiede zwischen den Euroraummitgliedern im Zusammenhang mit makroökonomischen Ungleichgewichten innerhalb der europäischen Währungsunion stehen.² So könnte eine Fehlallokation von Kapital innerhalb der Währungsunion sowie gestiegene Lohnstückkosten und steigende Leistungsbilanzdefizite vor allem von Irland, Italien, Spanien und Portugal zu Änderungen der realen Wechselkurse geführt haben. Letzteres spiegelt sich in den heterogenen Teuerungsrate der Währungsraummitglieder wider.

¹ Die EZB hat für die Währungsunion das Ziel, die Preise in der mittleren Frist zu stabilisieren. Der EZB-Rat gibt als geldpolitische Strategie an, dass die mittelfristige Preisstabilität durch eine Inflationsrate (gemessen am HVPI) mittelfristig bei knapp unter zwei Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonatswert verfolgt werden soll. Vgl. Website der Europäischen Zentralbank.

² Siehe hierzu Virginie Coudert, Cécile Couharde und Valérie Mignon (2013): On currency misalignments within the euro area. *Review of International Economics* 21 (1), 35–48.

Veränderte Inflationsdynamik im Euroraum seit der Finanzkrise

Seit Beginn der globalen Finanzkrise veränderte sich die Inflationsdynamik im Euroraum insgesamt, aber auch in den meisten einzelnen Mitgliedstaaten. Durch die auf die Finanzkrise folgende europäische Staatsschuldenkrise haben sich die makroökonomischen Ungleichgewichte zwischen den Euroraumländern teilweise verstärkt, teilweise aber auch verringert. So ist die Preisentwicklung der Mitgliedstaaten im Vergleich zum Vorkrisenzeitraum deutlich homogener. Allerdings ist die Inflationsdynamik der einzelnen Mitgliedstaaten und somit auch des gesamten Euroraums deutlich persistenter und weist im Vergleich zum Vorkrisenzeitraum stärkere Schwankungen auf. Trotz der niedrigen Zinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen sowie der kontinuierlichen wirtschaftlichen Erholung des Euroraums ist die Preisentwicklung seit Beginn der Staatsschuldenkrise langhaltend gering und teilweise sogar negativ. Dies wirft für die Geldpolitik im Euroraum viele Fragen auf.

Die drei üblichen Verdächtigen: Erwartungen, Konjunktur und der Ölpreis

Im Rahmen der sogenannten traditionellen Phillips-Kurve³ führt die makroökonomische Theorie zur Erklärung von Inflationsentwicklungen im Kern drei 'übliche Verdächtige' an, die jeweils unterschiedliche geldpolitische Implikationen haben.

Die mittelfristigen Inflationserwartungen

Zum einen sind die Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte maßgeblich für die Entwicklung der Teuerungsrate. Da das Inflationsziel der EZB für die mittlere Frist definiert ist, sind für die Geldpolitik im Euroraum entsprechend die mittelfristigen Inflationserwartungen von Relevanz. Diese sind auch ein Indikator dafür, wie eng die Inflationserwartungen der ökonomischen Akteure mit dem Inflationsziel der Zentralbank verknüpft sind und somit auch für wie glaubwürdig die Marktteilnehmer die Zentralbank bei der Einhaltung ihres Inflationsziels halten. Da aggregierte Inflationserwartungen nicht direkt beobachtet werden können, werden üblicherweise drei Arten von Indikatoren herangezogen: umfragebasierte, marktbasierende und empirisch geschätzte (Abbildung 2).⁴

Die meisten empirischen Ergebnisse wissenschaftlicher Studien zur Inflationserwartung im Euroraum⁵ deuten aber auf eine zeitweise signifikante Abweichung der längerfristigen

Kasten 1

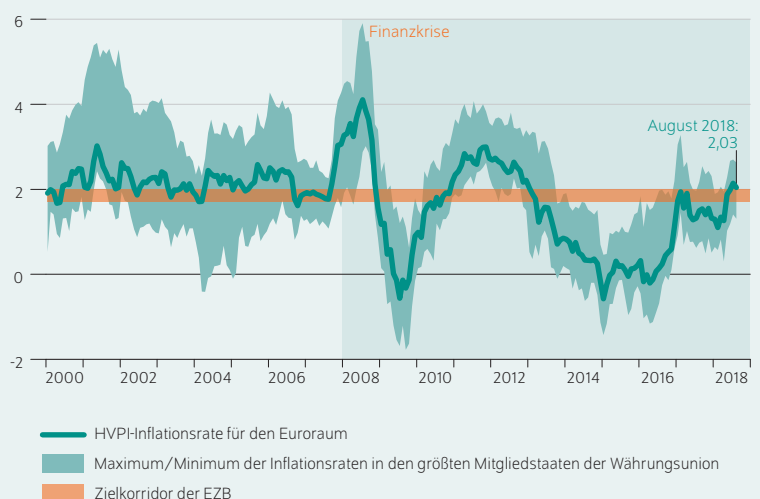
Die Bedeutung der Inflation

Im Wesentlichen sprechen drei Gründe für ein positives Inflationsziel einer Zentralbank. Erstens führen Messfehler bei der Berechnung der Inflation, insbesondere bei der Erfassung von Produktqualitätsveränderungen, dazu, dass die gemessene Inflationsrate tendenziell die tatsächliche Inflationsrate überzeichnet. Zweitens können Unternehmen bei einer steigenden Teuerung Nominallohnsenkungen nur schwer oder gar nicht gegenüber den Gewerkschaften durchsetzen. Allerdings erlaubt ein leicht inflationäres Umfeld den Unternehmen prinzipiell, die Arbeitskosten real zu verringern, indem sie etwa die Nominallöhne konstant halten, anstatt sie aufgrund der positiven Preisentwicklung anzupassen. Drittens kann eine leicht positive Inflation ein Puffer für eine durch makroökonomische Schocks ausgelöste Deflationsspirale sein. Bei einem Rückgang des Preisniveaus – beispielsweise ausgelöst durch eine plötzliche Nachfrageschwäche – könnten Marktteilnehmer ihre Kaufentscheidung in Erwartung eines weiteren Falls der Preise in die Zukunft verschieben, was die Nachfrage zusätzlich belastet und weitere Preissenkungen seitens der Unternehmen auslöst.

Abbildung 1

Inflationsentwicklung im Euroraum

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Eurostat-Datenbank; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Seit der Finanzkrise hat sich die Inflationsdynamik im Euroraum deutlich verändert.

³ Allgemein beschreibt die Phillips-Kurve den kurzfristigen Zusammenhang zwischen der Preis- beziehungsweise Lohnentwicklung und der realwirtschaftlichen Aktivität oder der Arbeitslosigkeit.

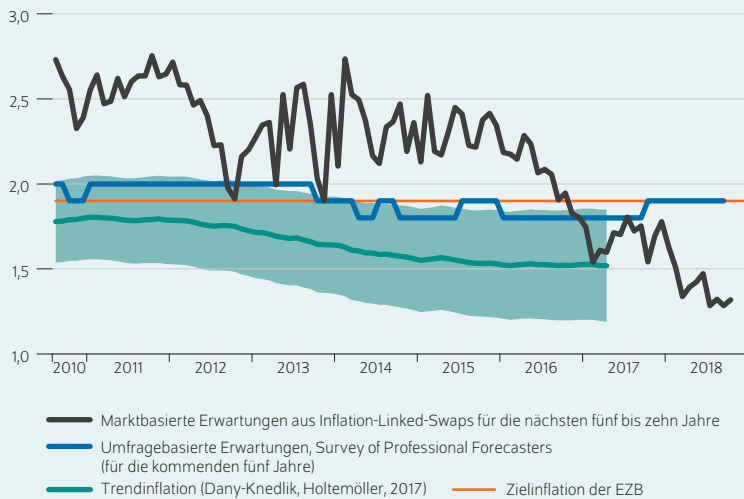
⁴ Für Vor- und Nachteile bei der Betrachtung der jeweiligen Inflationserwartungsindikatoren siehe Dieter Nautz, Laura Pagenhardt und Till Strohsal (2017): The (de-)anchoring of inflation expectations: New evidence from the euro area. The North American Journal of Economics and Finance 40, 103–115.

⁵ Vgl. Nautz, Pagenhardt und Strohsal (2017): a. a. O. oder auch Geraldine Dany-Knedlik und Oliver Holtemöller (2017): Inflation dynamics during the financial crisis in Europe: Cross-sectional identification of long-run inflation expectations, IWH Discussion Papers 10; Kerstin Bernoth, Marcel Fratzscher, Philipp König, Klara Rabe (2014): Inflationserwartungen im Euroraum sind nicht mehr fest verankert: neue Maßnahmen der EZB-Geldpolitik, DIW Wochenbericht Nr. 37, 856–867 (online verfügbar).

Abbildung 2

Indikatoren für die Inflationserwartungen im Euroraum

Umfragebasiert, marktbasiert und empirisch geschätzt, Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Bloomberg; ECB Statistical Data Warehouse; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Verschiedene Indikatoren deuten darauf hin, dass die längerfristigen Inflationserwartungen vom Inflationsziel der EZB abweichen.

Inflationserwartungen von der angestrebten mittelfristigen Inflationsrate der EZB hin, welche die anhaltend niedrige Inflation der vergangenen fünf Jahre teilweise erklären könnte. Inflationserwartungen um die zwei Prozent erleichtern das geldpolitische Tagesgeschäft erheblich, da sich die Marktteilnehmer bei der Preissetzung für in der Zukunft gültige Verträge (etwa Tarifverträge) daran ausrichten. Damit stellt sich eine entsprechende Teuerung gleichsam von selbst ein. Weichen jedoch wie zuletzt die Inflationserwartungen deutlich vom Inflationsziel ab, muss die Geldpolitik mit Hilfe ihres Instrumentenkatalogs Anreize setzen, damit die ökonomischen Akteure wieder entsprechende Preise setzen. Liegt die Inflationsrate dann wieder bei annähernd zwei Prozent, steigt auch die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik wieder an.

Die konjunkturelle Arbeitslosigkeit

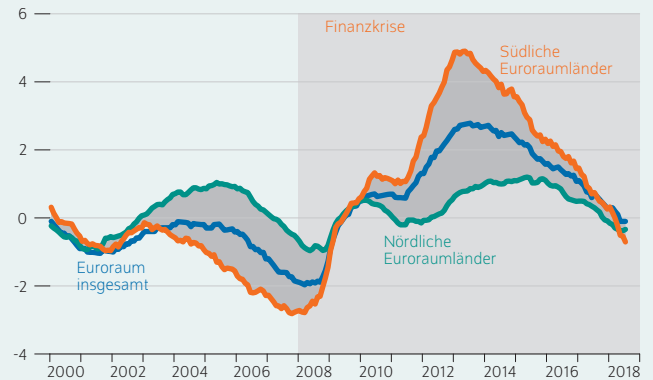
Ein weiterer erklärender Faktor der traditionellen Phillips-Kurve für die verhaltene Preisentwicklung ist die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und die daraus resultierende Lohn-dynamik. Für die Inflationsdynamik ist hier die sogenannte Arbeitslosenlücke maßgeblich. Diese entspricht der aktuellen Arbeitslosenrate abzüglich der inflationsneutralen Arbeitslosenquote⁶, also derjenigen, die sich bei konstan-

⁶ Die inflationsneutrale Arbeitslosenrate kann nicht direkt gemessen, sondern muss anhand eines latenten variablen Modells geschätzt werden. Somit unterliegen die berechneten inflationsneutralen Arbeitslosenraten sowie die daraus resultierenden Arbeitslosenlücken immer einer gewissen Schätzunsicherheit und können je nach empirischen Schätzmethoden und/oder Modellspezifikation voneinander abweichen.

Abbildung 3

Arbeitslosenlücken im Euroraum

Aktuelle Arbeitslosenraten abzüglich inflationsneutraler Arbeitslosenraten, in Prozent



Quellen: Eurostat- und AMECO-Datenbank; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Die deutlich positiven Arbeitslosenlücken nach der Finanzkrise könnten ein Grund für die Niedriginflation der letzten Jahre sein.

ter Inflation einstellt und von strukturellen Faktoren auf dem Arbeitsmarkt bestimmt ist (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU).

Während eines wirtschaftlichen Aufschwungs liegt die tatsächliche Arbeitslosenrate üblicherweise unter der inflationsneutralen Arbeitslosenrate. Damit ist die Arbeitslosenlücke negativ. Im Gegensatz dazu ist die Arbeitslosenlücke im Zuge einer Rezession positiv, da die tatsächliche Arbeitslosenrate die inflationsneutrale Arbeitslosenrate übersteigt. Ist die Arbeitslosigkeit konjunkturell außergewöhnlich hoch und liegt die Arbeitslosenlücke dementsprechend deutlich über Null, dann bedeutet dies, dass Beschäftigte eine geringere Verhandlungsmacht haben, um höhere Löhne durchzusetzen. Dadurch dürfte auch eine geringer als erwartete Preisdynamik zu beobachten sein, während in Zeiten negativer Arbeitslosenlücken die Teuerungsrate auch oberhalb der von der EZB angestrebten mittelfristigen Inflationsrate liegen kann. Die positiven Arbeitslosenlücken, die sich insbesondere in den südlichen Euroraumländern im Zuge der Staatsschuldenkrise stark vergrößert hatten, haben sich seit 2014 langsam geschlossen (Abbildung 3). Diese waren bis Anfang dieses Jahres jedoch weiterhin positiv, wodurch sich noch kein deutlicher Druck auf die Preisdynamik einstellte.

Die Rohstoffpreise

Neben den Inflationserwartungen und der Arbeitslosenlücke kann die Preisentwicklung importierter Güter, wie zum Beispiel von Rohöl, die heimische Inflation direkt beeinflussen.

Dabei können sich Veränderungen der Importpreise direkt in Preiskomponenten im Inflationsindex HVPI niederschlagen oder indirekt über die Anpassung heimischer Güterpreise. So könnte ein weiterer Grund für die lange Phase der niedrigen Inflation im Euroraum der starke Einbruch der Rohölpreise in den Jahren 2014 und 2015 sein. Da die Geldpolitik üblicherweise auf die Preisentwicklung außerhalb des Währungsgebietes kaum Einfluss hat, muss sie regelmäßig Importpreis-getriebene Veränderungen hinnehmen, auch wenn diese zu kurzfristigen Schwankungen der Inflationsrate führen. Die Europäische Zentralbank definiert aufgrund dieser Erfahrung ihr Ziel als mittelfristige Preisstabilisierung. Kurzfristige Schwankungen internationaler Preise, insbesondere Rohölpreise, sollte die Notenbanken deshalb in der Regel nicht veranlassen, ihre Politik zu ändern.

Wissenschaftliche Studien zur fehlenden Inflation im Euroraum zeigen, dass externe Faktoren – insbesondere Ölpreisschwankungen – die Inflationsentwicklungen während der Finanzkrise erklären und zum Teil auch dämpfend auf die Inflation seit der Staatsschuldenkrise gewirkt haben. Die niedrige Inflation seit 2013 ist allerdings hauptsächlich auf die großen Arbeitslosenlücken sowie niedrige langfristige Inflationserwartungen zurückzuführen (Abbildung 4). Aus geldpolitischer Sicht bedeutet dies zum einen, dass eine fortgesetzte Erholung des Arbeitsmarktes für eine nachhaltige Inflationsentwicklung in den kommenden Jahren wichtig ist. Zum anderen bedarf es einer längeren Phase, in der die Inflationsraten mit der von der EZB angestrebten mittelfristigen Preisstabilisierung konform sind, um die Inflationserwartungen wieder auf diesem Inflationsniveau zu verankern.

Endlich wieder bei zwei Prozent: Normalisierung der Inflationsdynamik?

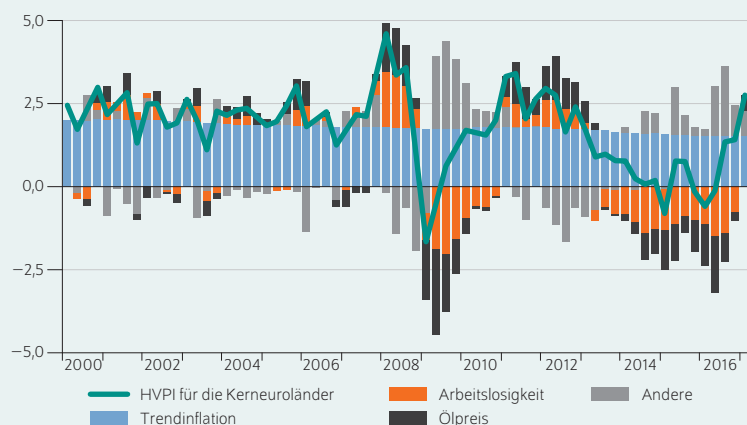
Nachdem die Inflation in der Währungsunion in den vergangenen fünf Jahren deutlich unter der Zwei-Prozent-Marke lag, zog die Inflationsrate im Mai dieses Jahres kräftig an und bewegt sich seitdem innerhalb des Zielkorridors der EZB (Abbildung 5). So lag die deutsche Inflationsrate im September bei 2,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat und die Teuerungsrate für den Euroraum bei 2,1 Prozent.

Im Juni 2018 kündigte der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) an, den Expansionsgrad der Geldpolitik zu reduzieren. Dabei soll das Anleihekaufprogramm bis zum Dezember 2018 beendet werden, allerdings werden wohl die Anleihebestände vorerst durch Ersatzkäufe für auslaufende Wertpapiere konstant gehalten werden. Zudem stellt der EZB-Rat eine mögliche erste Zinsanhebung nicht vor dem Herbst 2019 in Aussicht.⁷ Dies begründete der EZB-Rat damit, dass der wirtschaftliche Aufschwung anhält und sich die

⁷ Der EZB-Rat formulierte eine recht grobe Terminierung der Zinswende, was auch zu abweichenden Übersetzungen des Beschlusses vom 14.06.2018 führte. In der korrigierten deutschen Übersetzung des geldpolitischen Beschlusses des EZB-Rats wird der exakte Zeitpunkt eines ersten Zinsschrittes beschrieben mit „(...) die EZB-Leitzinsen (...) mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden.“ Diese Übersetzung stimmt mit dem englischen Wortlaut überein. Vgl. Protokoll der Pressekonferenz des EZB-Rats über den geldpolitischen Beschluss am 14.06.2018, (online verfügbar, abgerufen am 02.10.2018. Dies gilt für alle Online-Quellen in diesem Bericht).

Abbildung 4

Faktoren zur Inflationsentwicklung im Euroraum In Prozent



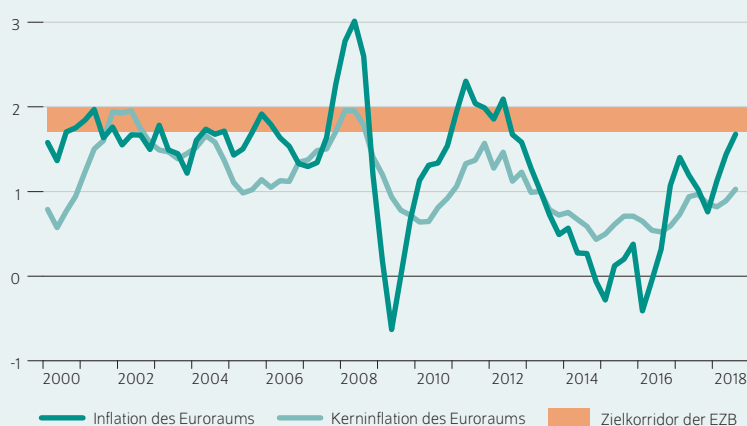
Quelle: Dany-Knedlik und Holtemöller (2017): a.a.O., Abbildung 10.

© DIW Berlin 2018

Gerade in den letzten Jahren zeigt sich, dass die Arbeitslosigkeit einen stärkeren Einfluss auf die Inflationsrate hatte als die Ölpreisentwicklung.

Abbildung 5

Gesamte Inflation und Kerninflation im Euroraum Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) mit und ohne Energie- und Lebensmittelkomponenten, Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



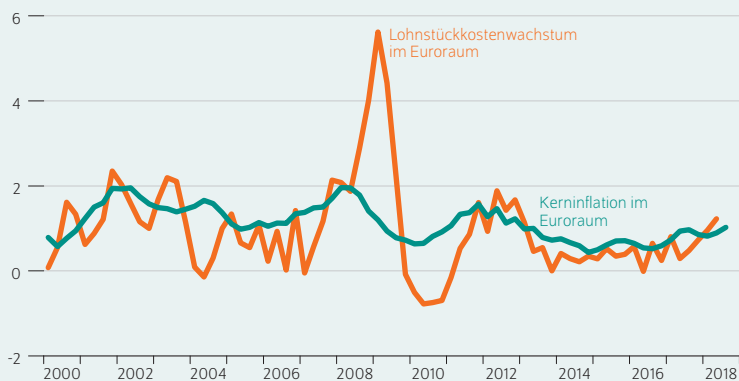
Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Trotz des Anstiegs der Inflationsrate seit Mitte dieses Jahres bleibt die Entwicklung der Kerninflation verhalten.

Abbildung 6

Lohnstückkostenwachstum und Kerninflation im Euroraum In Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Da während der Finanzkrise das Wirtschaftswachstum rapide einbrach, schossen die Lohnstückkosten kurzfristig in die Höhe. Seit verganginem Jahr steigen sie parallel zur Kerninflation.

Konsumentenpreisinflation im Euroraum auch deshalb weiterhin gemäß dem Inflationsziel von knapp unter zwei Prozent in der mittleren Frist entwickelt.

Das EZB-Inflationsniveau zur Preisstabilisierung ist zwar für die Vorjahresmonatsveränderungen des gesamten HVPI definiert, betrachtet diesen aber mittelfristig, um kurzfristige Schwankungen besonders volatiler Preise einzelner Güter, wie zum Beispiel Nahrungsmittel oder Rohöl, ignorieren zu können. Damit sich die mittelfristige Inflation innerhalb eines Korridors stabilisiert, ist eine Annäherung der sogenannten Kerninflationsrate, bei der die besonders stark schwankenden Komponenten wie Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel nicht berücksichtigt werden, an diesen Korridor besonders wichtig. Im Gegensatz zur gesamten Inflationsrate liegt die Kerninflationsrate des Euroraums weiterhin auf einem deutlich niedrigeren Niveau als vor Beginn der globalen Finanzkrise und betrug im September dieses Jahres 1,1 Prozent.

Der EZB-Rat kommunizierte wiederholt, dass die Anhebung der Leitzinsen einen deutlichen Anstieg der Kerninflation unterstellt. So geht die aktuelle, von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektion für die Währungsunion davon aus, dass die Kerninflation im Euroraum von 1,1 Prozent in diesem Jahr auf 1,8 Prozent im Jahr 2020 ansteigen wird.⁸ Trotz einer angenommenen Abschwächung der Energie- und Rohstoffpreisdynamik prognostizieren die EZB-Experten eine jährliche Gesamtinflation des Euroraums von jeweils 1,7 Prozent für die Jahre 2018 bis 2020, was gerade noch innerhalb des Inflationszielkorridors liegen dürfte.

Die Wirkung der Lohndynamik auf die Kerninflation

Die anziehende Dynamik der Kerninflation in den kommenden Jahren begründet die EZB insbesondere mit einem weiterhin anziehenden Lohnwachstum. Ob ein Anstieg der nominalen Löhne einen gesonderten Effekt auf die (Kern-) Inflation hat, ist auch ein Thema in der aktuellen wissenschaftlichen Debatte über die Erklärungsfaktoren zur Inflationsentwicklungen in den USA. Im Vergleich zu vorherigen Krisen verzeichnete die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten im Verlauf der Finanzkrise nur einen sehr leichten Rückgang, obgleich es eine starke Rezession mit einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit gab.⁹ Ökonomen erklärten die verhalten gesunkene Teuerung damit, dass das Lohnwachstum nur leicht zurückging, obwohl die Arbeitslosigkeit deutlich stieg.¹⁰

Im Euroraum entwickelte sich das nominale Lohnwachstum in den vergangenen fünf Jahren recht verhalten. Dies kann einerseits an Unsicherheiten über die zukünftige konjunkturelle Lage liegen. Zum anderen wirken die global vernetzten Arbeitsmärkte lohndämpfend. Im Zuge eines sich fortsetzenden wirtschaftlichen Aufschwungs sind die Löhne jedoch ab Mitte des vergangenen Jahres deutlich gewachsen. Stiegen die nominalen Lohnstückkosten im Euroraum um 0,3 Prozent im zweiten Quartal 2017, legten sie bis Mitte 2018 kontinuierlich zu – um zuletzt 1,2 Prozent. (Abbildung 6).

Inwieweit sich ein Anstieg des Lohnwachstums bislang auf die Kerninflation im Euroraum auswirkte, wird hier anhand eines empirischen Modells gesondert untersucht (Kasten 2). Insbesondere wird der Effekt eines exogenen Anstiegs einer Lohnwachstumslücke (oder auch Lohnstückkostenlücke) und einer Senkung der Arbeitslosenlücke betrachtet. Die Lohnwachstumslücke stellt die Differenz zwischen dem Wachstum der Lohnstückkosten und dem langfristigen Wachstumstrend der Arbeitsproduktivität dar. Sie spiegelt somit jenes Lohnwachstum wider, welches sich abweichend von langfristig zu erwartenden Lohnzuwächsen entsprechend dem langfristigen Arbeitsproduktivitätswachstum realisiert. Die Schätzergebnisse zeigen, dass eine plötzliche Senkung der Arbeitslosenlücke um 0,1 Prozent, welche als positiver Nachfrageschock interpretiert werden kann, die Lohnstückkostenlücke nach fünf Quartalen signifikant um 0,1 und die Kerninflationsrate um 0,04 Prozentpunkte anhebt. Somit ist der quantitative Effekt auf die Kerninflation eher schwach ausgeprägt. Zudem steigt die Kerninflationsrate verglichen mit der Lohnstückkostenlücke in einem Verhältnis von ca. 2:1 (Abbildung 7).

⁹ Vgl. Mark W. Watson (2014): Inflation persistence, the NAIRU, and the great recession. The American Economic Review, 104 (5), 31–36.

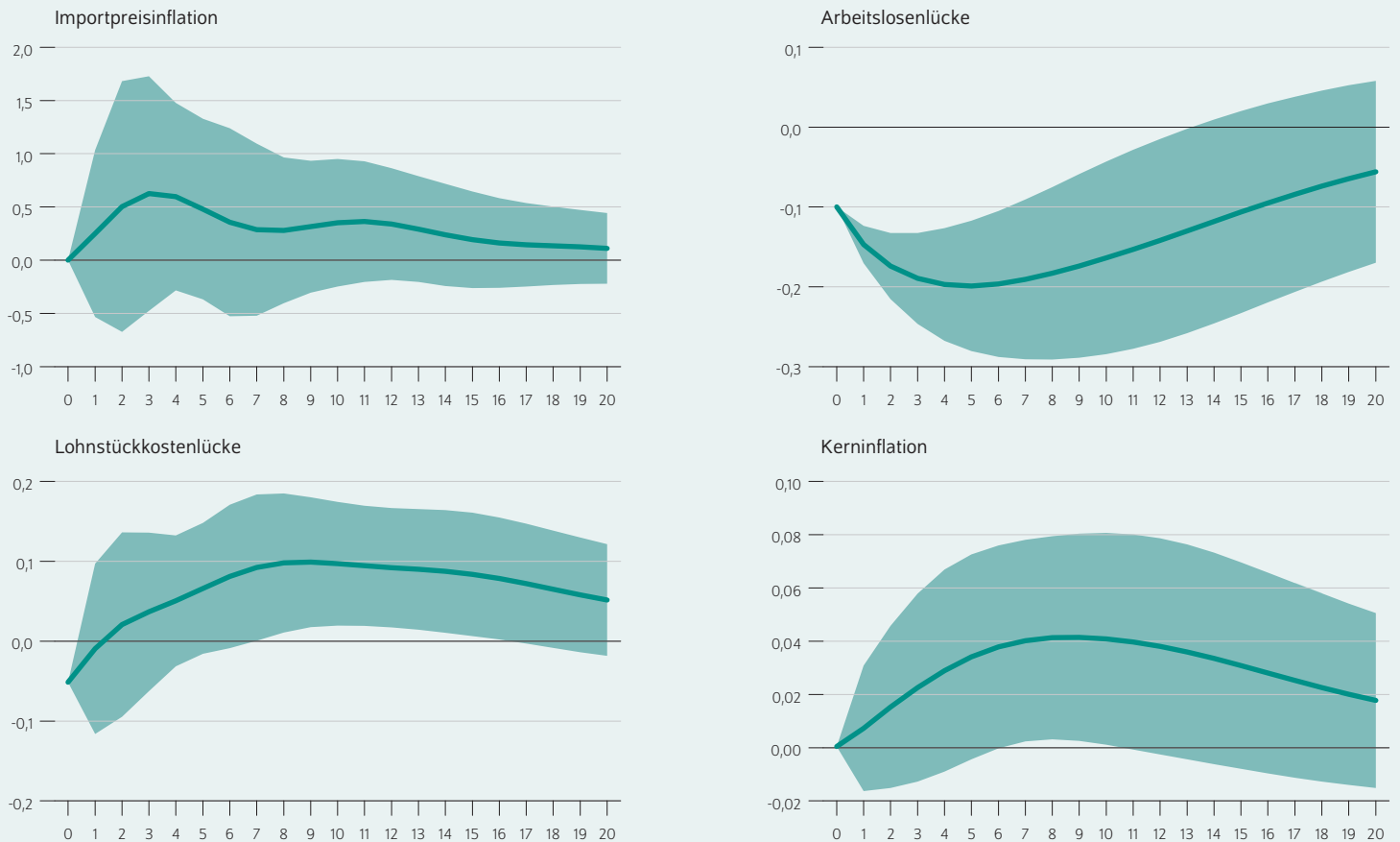
¹⁰ Vgl. Mark C. Daly und Bart Hobijn (2014): Downward nominal wage rigidities bend the Phillips curve. Journal of Money, Credit and Banking, 46, 51–93.

⁸ Vgl. ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2018 (online verfügbar).

Abbildung 7

Impulsantwortfolgen einer exogenen Senkung der Arbeitslosenlücke

Effekte einer Senkung um 0,1 Prozent, in Prozentpunkten nach Quartalen



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Eine plötzliche Senkung der Arbeitslosenlücke lässt die Lohnstückkostenlücke stärker ansteigen als die Kerninflation.

Die Wirkung eines exogenen Anstiegs der Lohnwachstums­lücke, welcher als plötzlicher Anstieg der Verhandlungsmacht der Beschäftigten verstanden werden kann, ist zwar statistisch signifikant, aber ebenfalls quantitativ gering (Abbildung 8). Erhöht sich die Lohnwachstums­lücke unerwartet auf ein Prozent, so steigt die Kerninflation im Euroraum signifikant um 0,05 Prozentpunkte. Der positive Zusammenhang zwischen der Lohnentwicklung und der Kerninflationsrate aufgrund einer guten konjunkturellen Lage oder auch aufgrund einer verbesserten Verhandlungsposition der Beschäftigten kann damit zwar gezeigt werden, die Stärke des Zusammenhangs ist jedoch quantitativ recht gering. Somit ist abzuwarten, ob die vergangenen und zukünftigen positiven wirtschaftlichen Impulse seitens des Arbeitsmarktes stark genug sind, um die Kerninflation soweit anzukurbeln, dass diese der von der EZB angestrebten Inflationsrate zur Stabilisierung der Preise in der mittleren Frist entspricht.

Fazit: Zinsen sollten nur bei stärker anziehender Kerninflationsrate angehoben werden

Leitzinssenkungen bis auf null Prozent und der Einsatz eines ganzen Instrumentariums unkonventioneller Maßnahmen dürften die Konjunktur in den vergangenen Jahren gestützt haben und führten zu seit 2014 sinkenden Arbeitslosenraten. Bislang schlägt sich diese Entwicklung aber nicht in einem Anstieg der Kerninflationsraten auf das mittelfristige Zielniveau der EZB nieder. Neben den geringen Inflationserwartungen ist dafür auch eine – zumindest bis zur Mitte des vergangenen Jahres – geringe Lohndynamik verantwortlich. Aktuell sind die Inflationsraten zwar wieder auf das Zielniveau der EZB gestiegen, die Entwicklung der letzten Monate wird aber vor allem von Rohstoffpreisentwicklungen getrieben. Da diese häufig kurzfristig schwanken, sind die aktuellen Inflationsraten noch kein Indiz dafür, dass die mittelfristige Preisstabilisierung nun wieder nachhaltig

Kasten 2

Schätzmethodik zur Wirkung eines exogenen Lohnwachstumsanstiegs auf die Kerninflation im Euroraum

Angelehnt an aktuelle empirische Studien zu dieser Thematik¹ wird ein Vektorautoregressives (VAR) Modell mit vier Variablen mit einer Lag-Ordnung von zwei geschätzt. Das VAR-Modell erlaubt die Wechselwirkung zwischen den einzelnen Variablen statistisch aufzufangen. Die Variablen umfassen Euroraumdaten auf Quartalsbasis vom vierten Quartal 2000 bis zum zweiten Quartal 2018. Zur Erfassung der sich gegenseitig bedingenden Kerninflation und des Lohnwachstums enthält das Modell Determinanten der Preis- und Lohn-Phillips-Kurve.² Dazu gehört die **Importpreis-inflation**, welche den Einfluss von sämtlichen Preisen internationaler Güter, wie Rohöl aber auch Konsumgüter, auf die heimische Preis- und Lohnentwicklungen approximieren soll. Die Importpreis-inflation des Euroraums stammt vom CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis. Als weitere Variable enthält das Modell die **Arbeitslosenlücke**, welche sich aus der Arbeitslosenrate des Euroraums (Eurostat) abzüglich der lohninflationneutralen Arbeitslosenrate berechnet (Schätzung der Europäischen Kommission AMECO-Datenbank). Die Arbeitslosenlücke bildet den Kern der jeweiligen Phillips-Kurve ab, also den kurzfristigen Zusammenhang zwischen Löhnen beziehungsweise Güterpreisen und der konjunkturellen Entwicklung. Zuletzt enthält das Modell noch die **Lohnwachstumslücke** und die **Kerninflationsrate**.³ Wie im Text bereits beschrieben, berechnet sich die Lohnwachstumslücke aus dem nominalen Lohnstückkostenwachstum abzüglich des Wachstumstrends der Arbeitsproduktivität.⁴ Die Betrachtung der Lohnwachstumslücke anstelle der einfachen Lohnstückkosten berücksichtigt, dass sich die Lohnstückkosten in der längeren Frist gemäß der Arbeitsproduktivität entwickeln. Die Lohnstückkosten sowie die Arbeitsproduktivität basieren auf Arbeitsstunden und entstammen der Eurostat-Datenbank. Die Schätzung des Modells erfolgte über die Methode der kleinsten Quadrate.⁵

¹ Siehe hierzu Ekaterina V. Peneva und Jeremy B. Rudd (2017): The passthrough of labor costs to price inflation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 49(8), 1777-1802.

² Siehe hierzu Douglas Staiger, James H. Stock und Mark W. Watson (2001): Prices, wages, and the U.S. NAIRU in the 1990s. In: *The roaring nineties: Can full employment be sustained?* Edited by Alan Krueger and Robert Solow, 3-60.

³ Alle Wachstumsraten beziehen sich auf das Vorjahresquartal.

⁴ Der Wachstumstrend der Arbeitsproduktivität wurde mit einem HP-Filter errechnet.

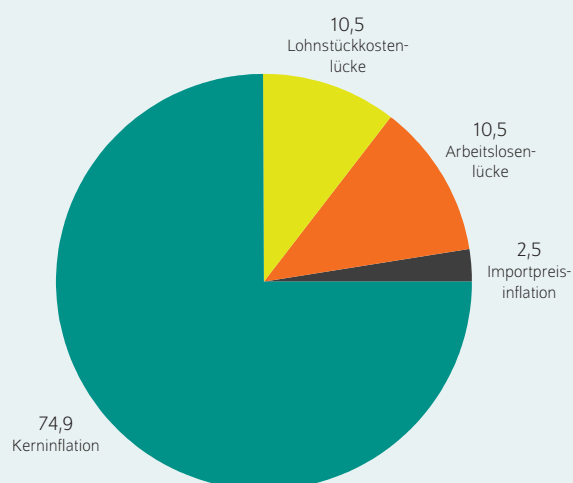
⁵ Die exogenen Schocks wurden über eine Cholesky-Zerlegung rekursiv identifiziert, wobei die Reihenfolge der Variablen wie oben angegeben ist.

Insgesamt werden vier exogene Schocks identifiziert, wobei eine Zerlegung der Varianz der Kerninflation in die Beiträge der einzelnen Schocks zeigt, dass die Kerninflation über eine Periode von fünf Jahren hauptsächlich von exogenen Schocks der Arbeitslosenlücke, der Lohnstückkostenlücke sowie eigene unvorhergesehenen Schocks getrieben wird und nur zu einem sehr geringen Teil von der Importpreis-inflation (Abbildung). Der exogene Anstieg der Kerninflationsrate lässt sich als angebotsseitiger Produktivitätsschock interpretieren, wobei die Arbeitslosenlücke und die Kerninflationsrate ansteigen.

Abbildung Kasten

Varianzzerlegung der Kerninflationsrate

Anteil der verschiedenen Indikatoren an der Kerninflation, Mittelwert über 20 Quartale in Prozent



© DIW Berlin 2018

Neben dem eigenen Beitrag erklären die Arbeitslosen- und die Lohnstückkostenlücke die Kerninflation.

erreicht ist. Angesichts der nun stärker anziehenden Löhne erwartet die EZB allerdings, dass auch die Verbraucherpreise unabhängig von den Rohstoffpreisen stärker ansteigen werden. Die Berechnungen zeigen jedoch, dass dieser Zusammenhang in der Retrospektive zwar bestand, aber

recht schwach ausgeprägt war. Daher sollte zunächst ein nachhaltiger Anstieg der Kerninflationsrate erkennbar sein, bevor die mittelfristig ausgerichtete Geldpolitik weitere restriktive Impulse, etwa durch einen Zinsanstieg, setzt.

Abbildung 8

Impulsantwortfolgen eines exogenen Anstiegs der Lohnstückkostenlücke

Effekte eines Anstiegs um ein Prozent, in Prozentpunkten nach Quartalen



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Ein plötzlicher Anstieg der Lohnstückkostenlücke hat einen zwar positiven, aber recht schwachen Effekt auf die Kerninflationsrate.

Geraldine Dany-Knedlik ist wissenschaftliche Mitarbeiterin in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | gdanyknedlik@diw.de

JEL: E5, E31, E24

Keywords: inflation dynamics, inflation expectations, passthrough unit labour costs, monetary policy, euro area

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 43/2018:

www.diw.de/diw_weekly





INTERVIEW MIT GERALDINE DANY-KNEDLIK

„Die Löhne müssen noch deutlicher steigen, um die Kerninflationsrate anzukurbeln“

Dr. Geraldine Dany-Knedlik, wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin

1. Frau Dany-Knedlik, trotz der Nullzinspolitik und einer Reihe weiterer Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) blieb die Inflation im Euroraum in den letzten Jahren unter der Zielmarke von zwei Prozent. Wo sehen Sie dafür die wesentlichen Ursachen?

Die wesentlichen Ursachen sehe ich in den drei üblichen Verdächtigen für die Bestimmung der Inflation, die insgesamt die Inflationsraten im Euroraum treiben. Der erste Faktor sind die Inflationserwartungen der Unternehmen, die sich insbesondere in dem Zeitraum von 2013 bis Ende 2016 verringert haben. Der zweite übliche Verdächtige ist die Arbeitslosenlücke, also die Differenz zwischen der tatsächlichen Arbeitslosenquote und der langfristigen Arbeitslosigkeit. Im Zuge der Staatsschuldenkrise hatten wir relativ hohe Arbeitslosenquoten und auch positive Arbeitslosenlücken im Euroraum. Das hat dazu beigetragen, dass wir im Euroraum für eine lange Zeit eine sehr niedrige Inflationsrate hatten. Der dritte Faktor sind die Rohstoffpreise. Zwischen 2014 und 2015 gab es einen starken Verfall der Rohölpreise. Dies hat als Teilkomponente ebenfalls zur niedrigen Gesamtinflation beigetragen.

2. In diesem Jahr wurde die Zwei-Prozent-Marke bereits erreicht. Ist damit eine Trendwende eingeleitet?

Wir haben von April bis Mai dieses Jahres einen sehr großen Anstieg der Konsumentenpreis-inflation im Euroraum erlebt. Im April lagen die Konsumentenpreise noch bei 1,3 Prozent im Vorjahresvergleich, im Mai dann schon bei 1,9 Prozent und im weiteren Verlauf dieses Jahres stieg die Inflationsrate sogar auf 2,1 Prozent. Noch ist nicht ganz klar, ob dies nur eine kurzfristige Fluktuation ist oder sich längerfristig eine höhere Inflationsrate einstellt. Das liegt daran, dass die Rohölpreiskomponente für die gesamte Inflationsrate eine sehr volatile Komponente darstellt. Für eine nachhaltige Entwicklung ist auch die Dynamik der Kerninflation, die um Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigt ist, maßgeblich.

3. Welches Bild zeigt sich, wenn man die Rohstoffpreise unberücksichtigt lässt und nur die Kerninflation betrachtet?

Die Kerninflation lag in den vergangenen Jahren lediglich

um die 1,2 Prozent. Im Vergleich dazu lag die Kerninflation vor der globalen Finanzkrise, von 2000 bis 2008, deutlich höher, im Schnitt bei knapp unter zwei Prozent. Ein wichtiger determinierender Faktor für die Kerninflationsrate ist die Lohndynamik. Diese hat seit Mitte letzten Jahres deutlich angezogen. Jetzt würde man vermuten, dass bei anziehender Lohndynamik auch eine anziehende Kerninflation zu beobachten ist. In unserer Studie wird dieser Zusammenhang quantifiziert und er ist signifikant. Allerdings ist er quantitativ relativ gering. Das heißt, man müsste jetzt in der Zukunft mit deutlich steigenden Löhnen rechnen, um einen entsprechenden Anstieg der Kerninflation zu sehen. Ein Faktor, der die Löhne antreiben könnte, wären zum Beispiel auch positive Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt, also sinkende Arbeitslosenraten.

4. Es wird viel darüber diskutiert, ob und wann die EZB eine Zinswende einleitet. Wäre es an der Zeit, die Niedrigzinspolitik zu beenden?

Für die Erreichung der mittelfristigen Preisstabilität im Euroraum wäre es aus Sicht der EZB noch nicht an der Zeit. Die EZB geht davon aus, dass die Effekte der Rohstoffpreise in den kommenden Jahren abflachen werden. Sie geht zudem davon aus, dass die Kerninflation, die zurzeit bei ungefähr 1,1 Prozent liegt, auf 1,8 Prozent im Jahr 2020 ansteigt und damit die mittelfristige Stabilisierung der Konsumentenpreise erreicht wird. Das heißt, derzeit sieht die EZB keinen deutlichen Anstieg der Kerninflation, der dafür sprechen würde, dass sich die Inflationsrate in der mittleren Frist stabil entwickelt und um die zwei Prozent einpendelt. Entsprechend des von uns geschätzten Zusammenhangs zwischen Lohndynamik und Kerninflation würden wir unterstellen, dass ein weiterhin deutlicher Anstieg der Löhne realisiert werden muss, damit diese Kerninflationsrate von ungefähr 1,8 Prozent auch erreicht werden kann.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview

Im Bericht „Lebenszufriedenheit von Geflüchteten in Deutschland ist deutlich geringer, wenn ihre Kinder im Ausland leben“ (DIW Wochenbericht Nr. 42) wurden in Tabelle 3 auf Seite 911 versehentlich zwei Zeilen vertauscht. Wir bitten diesen Fehler zu entschuldigen. Die korrigierte Tabelle 3 ist nachfolgend abgedruckt, die geänderten Zahlen sind farblich hervorgehoben.

Tabelle 3

Aufenthaltssorte von EhepartnerIn und Kindern nach Deutschland Geflüchteter

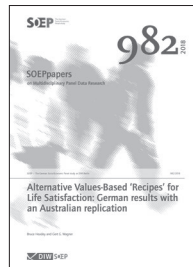
Anteile in Prozent

	Alle			Verheiratete		
	Total	Männer	Frauen	Total	Männer	Frauen
Aufenthaltssort EhepartnerIn						
Keine/n EhepartnerIn	57	65	31	0	0	0
EhepartnerIn im Ausland	12	13	7	27	38	10
EhepartnerIn in Deutschland	31	21	62	73	62	90
Minderjährige Kinder						
Kein/e Kind/er	60	70	29	21	23	17
Mindestens ein Kind im Ausland	9	10	5	17	25	4
(Alle) Kind/er in Deutschland	30	20	65	62	51	79

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von SOEP v33.1, Geflüchtete im Alter von 18 bis 49 Jahren (Erhebungszeitpunkt 2016).

SOEP Papers Nr. 982

2018 | Bruce Headey, Gert G. Wagner



Alternative Values-Based 'Recipes' for Life Satisfaction: German Results with an Australian Replication

In most research on Life Satisfaction (LS), it is assumed that the covariates of high and low LS are the same for everyone, or at least everyone in the West. In this paper, analysing data from the German Socio-Economic Panel, with a limited replication based on Australian panel data, we estimate models of alternative 'recipes' for LS. There appear to be at least four distinct 'recipes', which are primarily based on the values of different population sub-sets. These values are: altruistic values, family values, materialistic values and religious values. By a 'recipe' for LS we mean a linked set of values, behavioural choices and domain

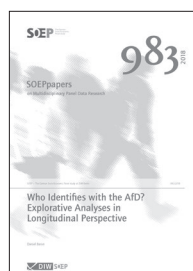
satisfactions, which appear to be held together by a person's values, and which prove to have substantial effects on LS. Our German and Australian evidence indicates that individuals who follow recipes based on altruistic, family or religious values record above average long term LS, whereas the materialistic values 'recipe' is associated with below average LS.

www.diw.de/publikationen/soeppapers



SOEP Papers Nr. 983

2018 | Daniel Baron



Who Identifies with the AfD? Explorative Analyses in Longitudinal Perspective

Recently, international scholars found two factors that account for partisanship with right-wing populist parties: feelings of economic insecurity and perceived cultural threat. When explaining increasing partisanship with the Alternative für Deutschland (Alternative for Germany, AfD), the first successful right-wing populist party on the state level in Germany, results remain somewhat unclear, especially when it comes to longitudinal analyses. Based on social psychological explanations of party identification and data from the German Socio-Economic Panel 2014 till 2016, this research problem will be tackled throughout this

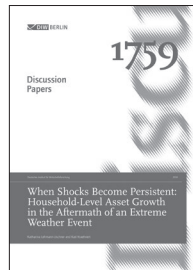
paper. Descriptive analyses show that party identifications among AfD-partisans as well as among partisans of other established parties in the German Bundestag remain stable throughout the observation period. There is a trend of increasing feelings of cultural threat among partisans of all parties, not only of the AfD. To test both explanatory variables, fixed effects and pooled OLS-regressions were used. Only the cultural threat indicator proves to be a significant predictor for strong identification with the AfD.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



Discussion Papers Nr. 1759

2018 | Katharina Lehmann-Uchner, Kati Krähnert



When Shocks Become Persistent: Household-Level Asset Growth in the Aftermath of an Extreme Weather Event

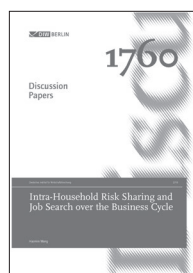
With the increasing frequency and intensity of extreme weather events due to climate change, assessing the potential long-term effects of these events for affected households is critically important. This study analyzes to what extent a one-off extreme weather event can have persistent effects on household-level asset growth. Our focus is on the effect of a once-in-50-year winter disaster on post-shock livestock accumulation among pastoralists in Mongolia. Building on a unique household panel dataset with three waves that we link to secondary climate and livestock census data, we investigate post-shock livestock dynamics 2–5 years after the disaster occurred. Using a Hausman-Taylor estimator, we show that the extreme event has a significant, negative, economically large, and persistent effect on households' asset growth rates. When analyzing potential underlying mechanisms, we find that households seek to mitigate the shock effect by reducing their livestock offtake to preserve their asset level. This effort is counteracted by a large, negative, and persistent shock effect on livestock fertility. In addition, the intensity of the extreme weather event is a strong predictor for abandoning the herding economy, which leads to lower overall welfare. Taken together, our findings suggest that most households are unable to fully offset the effects of the extreme weather event through their own herd management behavior. Findings are robust to using various measures of shock intensity derived from different data sources.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



Discussion Papers Nr. 1760

2018 | Haomin Wang



Intra-Household Risk Sharing and Job Search over the Business Cycle

This paper studies the extent to which working couples can insure one another against cyclical fluctuations in the labor market and examines the implications of joint household decision-making for cyclical fluctuations in the unemployment rate. For this purpose, I provide a dynamic life-cycle model of households that make joint savings and job search decisions in the presence of aggregate shocks. I show that two key mechanisms are at play. The first is the added-worker effect, which leads to counter-cyclical search intensity because workers increase search intensity when their spouse becomes unemployed. The second is the comparative advantage effect, according to which couples' job search efforts are coordinated based on the relative returns to search of each spouse. I estimate the model using data from the US Current Population Survey, and find that joint household decision-making contributes to the counter-cyclicality of women's unemployment rate, but not for men. Moreover, joint household decision-making lowers the welfare costs of cyclicity.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere





DOROTHEA SCHÄFER

Sparkassen als nächster Krisenherd? Wohl eher nicht!

Dorothea Schäfer ist Forschungsdirektorin für Finanzmärkte am DIW Berlin.
Der Kommentar gibt die Meinung der Autorin wieder.

Volkswirtinnen und Volkswirte können ein Lied davon singen, wie schwer Auslöser und Zeitpunkt einer Finanzkrise vorherzusagen sind. Das hindert die Öffentlichkeit nicht daran, ausführlich über den nächsten Krisenauslöser zu spekulieren. Manche sagen nun, die Sparkassen sollen es sein. Wie bitte? Jene kommunalen Kreditinstitute, die auf dem Höhepunkt der Finanzkrise viel zur Stabilisierung der Bankenlandschaft in Deutschland beigetragen haben? Hat ihnen die Bundesbank nicht erst jüngst attestiert, dass sie 2017 die Erträge aus dem Bankgeschäft entgegen dem Trend leicht verbesserten?

Ertragssituation und Kundenvertrauen spielen für die düstere Prophezeiung allerdings keine Rolle, dafür aber Spekulationen über die Qualität der Sparkassenaufsicht und die Folgen von plötzlich hochschnellenden Zinsen eine umso größere. Kommunalpolitikerinnen und -politikern wird die Fähigkeit abgesprochen, ihre kommunalen Sparkassen zu beaufsichtigen. Grund: Sie kommen zumeist nicht aus der Finanzbranche. Aber haben die vielen „Profis“ in den Aufsichtsräten von strauchelnden Großbanken Bankenrettungen mit vielen Milliarden Euro vermeiden können? Für Aufsichtsqualität ist nicht entscheidend, ob Kontrollierende und Beaufsichtigte vom selben Schlag sind. Manchmal ist das sogar von Nachteil. Entscheidend ist vielmehr, ob die Kontrolleurinnen und Kontrolleure gewillt sind, unbequeme Fragen zu stellen und hartnäckig auf nachvollziehbaren Antworten zu bestehen. Zudem haben Kommunalpolitikerinnen und Kommunalpolitiker Zugang zu Fachleuten, deren Rat sie heranziehen können. Das Versagen der Aufsichtsgremien bei mancher Landesbank als Indiz für schlechte Kontrolle bei den Sparkassen heranzuziehen, ist unzulässig. Kommunale Sparkassen können nicht mit international tätigen Landesbanken in einen Topf geworfen werden.

Sparkassen und Kreditgenossenschaften „ernähren“ sich vor allem vom Brot- und Buttergeschäft des Bankgewerbes, der langfristigen Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen. Laut Bundesbank machten langfristige Kredite 2017 bei den Sparkassen 58 Prozente und bei den Kreditgenossenschaften gut 55 Prozente der Bilanzsumme aus. Gleichzeitig

ist bei diesen Banken der Anteil der Kundeneinlagen an der Gesamtfinanzierung traditionell sehr hoch. Entsteht daraus nun ein Klumpenrisiko für den ganzen Bankensektor, weil die Sparkassen bei einem Zinssprung womöglich keine konkurrenzfähigen Einlagezinsen mehr bieten können? Auch das ist höchst spekulativ. Die Sparkassen haben ihre Abhängigkeit von den Zinsmargen bereits verringert. Laut Bundesbank konnte der Sektor 2017 den Einnahmerückgang im Kreditgeschäft durch eine Steigerung des Provisionseinkommens (Gebühren aus Zahlungsverkehr, Wertpapierprovisionen etc.) mehr als ausgleichen. Die Gesamtkapitalrentabilität war bei allen Instituten aus dem Sparkassen- und Genossenschaftssektor positiv.

Unerwartete Zinssprünge sind ohnehin nicht sehr realistisch, denn die Europäische Zentralbank weiß nur zu genau, dass ein starker, schneller Zinsanstieg Gift wäre, und zwar für alle Banken des Euroraums, die vor allem vom Kredit- und Einlagegeschäft leben. Sie dürfte daher nichts unversucht lassen („whatever it takes“), um einen sanften Zinsanstieg hinzubekommen. Vermutlich lauert die Gefahr auch an ganz anderer Stelle. Die Großbanken sind nach wie vor stark von kurzfristiger Kapitalmarktfinanzierung abhängig. Wenn Geldmarktfonds das Überrollen ihrer kurzfristigen Termingelder verweigern, wie in der Finanzkrise öfters der Fall, ist die Bank – und bei großen Banken dann auch das gesamte System – gefährdet. Demgegenüber ist das systemische Risiko, das von den Sparkassen ausgeht, eher gering. Weil dem Sektor weiterhin großes Vertrauen entgegengebracht wird, dürfte die Fliehkraft der Kundeneinlagen gering sein, selbst wenn die Zinsen steigen. Die Sparkassen in Deutschland als Auslöser für die nächste Finanzkrise? Ganz ehrlich, wohl eher nicht.