



März 2022

Hintergrund

Wie wird Inflation berechnet?

Verfasser: Desiree Sauer, Vice President, Investment Strategist

Editor: Werner Krämer, Managing Director, Macro-Economic Analyst

©2022. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag).
Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen ("Lazard") wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen ("Lazard") ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handel eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswerten oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com/globaldisclosures über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Wie wird Inflation berechnet?

- Eine lange Zeit war Inflation kein Thema mehr an den Kapitalmärkten. Das änderte sich 2021: Weltweit kam es zu beunruhigend hohen Inflationsszahlen, wie sie seit Jahrzehnten nicht mehr gesehen wurden.
- Hohe Inflationsszahlen sind schlecht für die Beschäftigung und für das Wirtschaftswachstum. Sie sorgen einerseits für einen Kaufkraftverlust und andererseits für Planungsunsicherheiten bei Unternehmen und Haushalten.
- Die Ursachen der rasant steigenden Inflationssraten lassen sich grob in drei Kategorien einteilen: Sonder-/ Basiseffekte, pandemiebedingte Ursachen und strukturelle Effekte. Die pandemiebedingten Ursachen und die Sondereffekte sind kurzfristiger Natur und haben keinen langfristigen Einfluss auf die Inflationssrate. Anders ist das bei den strukturellen Effekten.
- Für die Zentralbanken ist die Inflationsszahl ein maßgeblicher Indikator ihrer Geldpolitik. Daher sollte der Inflationssindex die tatsächlichen Preise für die Verbraucher so genau wie möglich widerspiegeln. Jedoch halten viele Verbraucher die offiziell veröffentlichten Inflationsszahlen für nicht repräsentativ. Das ist einerseits auf eine verzerrte Wahrnehmung zurückzuführen. Andererseits kann es tatsächlich zu (großen) Abweichungen der individuellen Inflationssrate von der veröffentlichten Rate kommen, wenn sich die individuellen Konsumgewohnheiten (stark) von den Gewohnheiten des durchschnittlichen Haushaltes unterscheiden.
- Weltweit ist die Grundlage der Inflationssberechnung ein Warenkorb bestehend aus verschiedenen Gütern und Dienstleistungen, welche den Konsumgewohnheiten eines durchschnittlichen Haushaltes entsprechen sollen. Die Güter und die Dienstleistungen, welche Bestandteil des Warenkorbs sind, sowie deren jeweilige Gewichtungen unterscheiden sich von Land zu Land. Dasselbe gilt für die Berechnungsmethoden.
- In der Eurozone wird der sogenannte Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) berechnet. Um eine Vergleichbarkeit sicherzustellen, wenden im Euroraum alle Länder dieselbe Berechnungsmethode an - dies wird durch das vorangestellte Wort „Harmonisiert“ signalisiert. Der Warenkorb der Eurozone umfasst etwa 700 Waren und Dienstleistungen. Für jede Komponente werden monatlich mehrere Preise erfasst und so ein Durchschnittspreis ermittelt. Sogenannte Preisermittler erfassen etwa 1,8 Millionen Preise im gesamten Euroraum in über 200.000 Verkaufsstellen.
- In den USA wird der sogenannte Consumer Price Index (CPI) berechnet. Dafür werden monatlich etwa 94.000 Preise ermittelt.
- Anders als in den USA werden die Kosten für selbstgenutztes Wohnen (Eigentum) in der Eurozone nicht berücksichtigt. Im Warenkorb enthalten sind lediglich die laufenden Kosten wie Instandhaltung, Reparaturen und Miete. In der Europäischen Union liegt die durchschnittliche Wohneigentumsquote jedoch bei etwa 70 % - das heißt, dass die „impliziten“ Wohnkosten von 70 % der Bevölkerung nicht mit in die Inflationssrate einfließen.
- Aufgrund der zentralen Bedeutung des Wohnens, plant die Europäische Zentralbank die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum nun doch in ihrer Berechnung zu berücksichtigen. Zur Ermittlung gibt es verschiedene Methoden: Den Nettoerwerbsansatz, Mietäquivalenzansatz und den Nutzerkostenansatz, jedoch ist keiner der Ansätze in seiner jetzigen Form mit dem Rahmenwerk der EZB konform.
- Es ist am wahrscheinlichsten, dass der Nettoerwerbsansatz in einer „abgewandelten Form“ angewendet wird. Das ist die von der EZB präferierte Methode. Problematisch ist bei der Anwendung bei Wohneigentum jedoch die Abgrenzung der Konsum- und Investmentkomponente. Kosten der Vermögensbildung (Investments) dürfen laut Rahmenwerk nicht berücksichtigt werden. Unklar ist bisweilen, wie man den Vermögenscharakter einer Immobilie herausrechnen kann. Daher unterstützt die EZB weitere Forschungsprojekte.
- Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin) hat in einer Studie untersucht, wie sich der Einbezug von selbstgenutztem Wohnen auf die Inflationsszahlen historisch ausgewirkt hätte. Die Autoren sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die Inflationssrate zwischen 2010 und 2021 im Schnitt 0,27 Prozentpunkte höher gelegen hätte, im Zeitraum von 2015 bis 2021 im Schnitt 0,29 Prozentpunkte. Auf europäischer Einzelländerbasis sind die Effekte sehr unterschiedlich ausgefallen.
- Es ist begrüßenswert, dass die EZB zukünftig selbstgenutztes Wohnen mit in ihre Berechnungen mitaufnimmt. Bis zum Einbezug sind jedoch noch einige Hürden (EZB-Rahmenwerk, Entwicklung der passenden Methode) zu überwinden.

Wie wird Inflation berechnet?

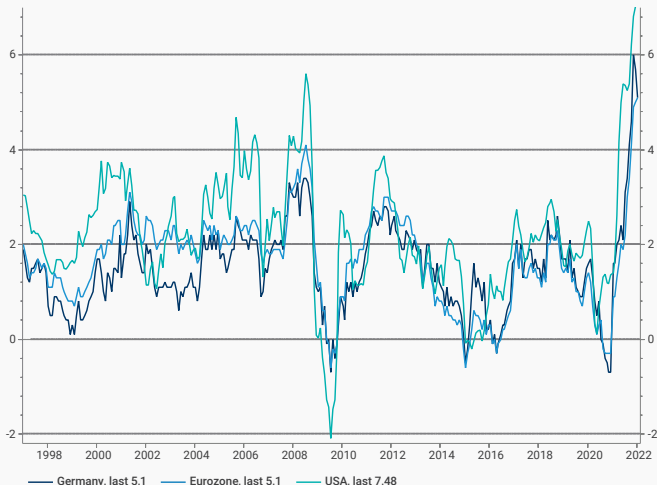
Inflationsraten in den Schlagzeilen

Eine lange Zeit war Inflation kein Thema mehr an den Kapitalmärkten. Das änderte sich 2021: Weltweit kam es zu beunruhigend hohen Inflationsszahlen, wie sie seit Jahrzehnten nicht mehr gesehen wurden (vgl. Abbildung 1).

Hohe Inflationsszahlen sind schlecht für die Beschäftigung und für das Wirtschaftswachstum. Sie sorgen einerseits für einen Verlust der Kaufkraft; das heißt die Menge an Waren und Dienstleistungen, die sich die Haushalte leisten können, sinkt. Das wirkt sich insbesondere negativ auf die Bevölkerungsgruppe mit niedrigem Einkommen aus, da der Warenkorb dieser Gruppe in der Regel zu großen Teilen aus lebensnotwendigen Waren besteht. Neben dem Kaufkraftverlust sorgen hohe Inflationsraten andererseits für Planungsunsicherheiten bei Unternehmen und Haushalten bezüglich ihrer Ausgaben und Investitionen.¹

Abbildung 1:
Verbraucherpreisinflation USA, Deutschland und Eurozone

CPI Inflation: USA, Germany and Eurozone



Stand 25. Februar 2022

Quelle: Refinitiv Datastream

Die Ursachen der rasant steigenden Inflationsraten lassen sich grob in drei Kategorien unterteilen:

- 1. Sonder-/Basiseffekte:** Die Preise im Jahr 2020 waren aufgrund von Sondereffekten (vorübergehende Senkung der Mehrwertsteuer in Deutschland, gesunkene Energiepreise im Zuge der wirtschaftlichen Schwäche) besonders niedrig, daher waren die Inflationsraten 2021 dann sehr hoch.
- 2. Pandemiebedingte Ursachen:** Da die Lieferketten und die Produktion durch die Ausbreitung von COVID-19 gestört wurden kam/kommt es zu einem verknappten Angebot.

- 3. Strukturelle Effekte:** Zu den strukturellen Effekten zählen jene Effekte, die auch nach Pandemieende erhalten bleiben (könnten). Hierzu zählen die Arbeitskräfteknappheit und die damit verbundenen Lohnkostensteigerungen. Auch der Klimawandel zählt aufgrund der hohen Kosten für die Energiewende zu den strukturellen Effekten. Um die globale Erwärmung auf einem „sicheren“ Niveau zu halten, muss der Übergang zu niedrigen oder „net-zero“ Treibhausgasemissionen beschleunigt werden. Dies führt (a) zu steigenden Metallpreisen (Übergang zur klimafreundlichen Energieerzeugung sorgt für eine Angebotsknappheit der dafür benötigten Metalle wie Kupfer, Platin oder Silber), (b) steigenden Energiekosten und (c) der Einführung einer CO₂-Steuer (Beispiel für die Internalisierung negativer, externer Effekte der Produktion) - was als „Greenflation“ bezeichnet wird.

Die pandemiebedingten Ursachen und die Sondereffekte sind kurzfristiger Natur und haben keinen langfristigen Einfluss auf die Inflationsrate. Anders ist das bei den strukturellen Effekten. Hier ist der Ausblick ungewiss. Als Konsens unter Ökonomen gilt jedoch, dass die Inflationsraten im nächsten Jahrzehnt sowohl in den USA als auch in der Eurozone ein höheres Niveau als vor der Pandemie aufweisen werden - auch wenn diese nicht auf dem hohen Niveau von 2021 verharren werden.

Individuelle versus veröffentlichte Inflationsrate

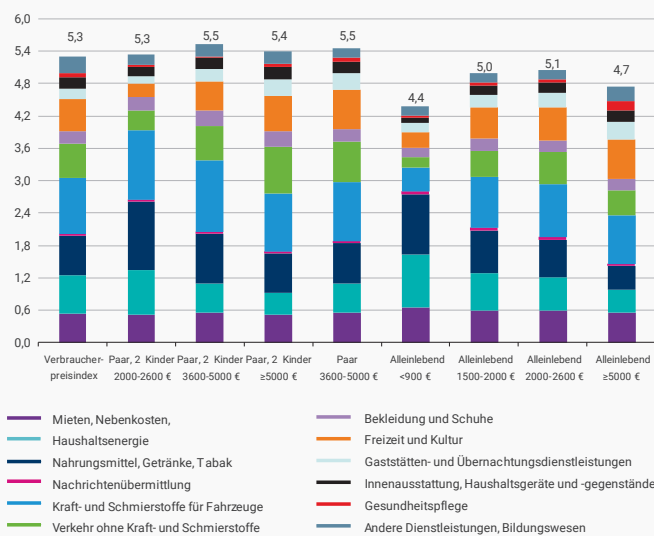
Für die Zentralbanken ist die Inflationszahl ein maßgeblicher Indikator ihrer Geldpolitik. Das vorrangige Ziel der Zentralbanken liegt in der Gewährleistung der Preisstabilität, denn diese ist zentral für die Schaffung von Arbeitsplätzen und für das Wirtschaftswachstum. Da die Inflationsrate für die Geldpolitik maßgeblich ist, sollte der Inflationsindex die tatsächlichen Preise für die Verbraucher so genau wie möglich widerspiegeln.

Jedoch halten viele Verbraucher die offiziell veröffentlichten Inflationsszahlen für nicht repräsentativ. So haben sie das Gefühl, von stärkeren Preiserhöhungen betroffen zu sein, als es die veröffentlichten Zahlen widerspiegeln. Das ist einerseits auf eine verzerrte Wahrnehmung zurückzuführen, da (a) die Preissteigerungen von Gütern des täglichen Bedarfs (zum Beispiel Nahrungsmittel) stärker wahrgenommen werden, (b) stabile Preise und/oder Preissenkungen kaum Beachtung erhalten, (c) seltene Zahlungen oder Zahlungen per Bankeinzug weniger wahrgenommen werden, (d) das Gedächtnis bezüglich der Preise der Konsumenten weiter zurückgeht als ein Jahr (bei der Inflationsberechnung ist ein Jahr die Grundlage) und (e) Qualitätsverbesserungen zu Preiserhöhungen führen können.²

Andererseits kann es tatsächlich zu (großen) Abweichungen der individuellen Inflationsrate von der veröffentlichten Rate kommen, wenn sich die individuellen Konsumgewohnheiten (stark) von den Gewohnheiten des durchschnittlichen Haushaltes unterscheiden.³ Zur Ermittlung der Gewichtung von Waren und Dienstleistungen werden die durchschnittlichen Ausgabegewohnheiten der privaten Haushalte herangezogen, auf individueller Ebene sind die Ausgabepreferenzen jedoch recht unterschiedlich.

In mehreren Studien konnte bereits nachgewiesen werden, dass die Einkommensverhältnisse und die Größe eines Haushaltes die tatsächliche (individuelle) Inflationsbelastung bestimmen. So zeigte die Studie des IMK Inflationsmonitor des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung, dass kinderlose Paare und Paare mit Kindern im Dezember 2021 die höchste Inflationsbelastung trugen, Alleinstehende (insbesondere jene mit hohem oder geringem Einkommen) die geringste (siehe Abbildung 2).⁴

Abbildung 2: Haushaltsspezifische Inflationsraten und Inflationsbeiträge im Dezember 2021*



Quelle: IMK INFLATIONSMONITOR, Stand: Dezember 2021

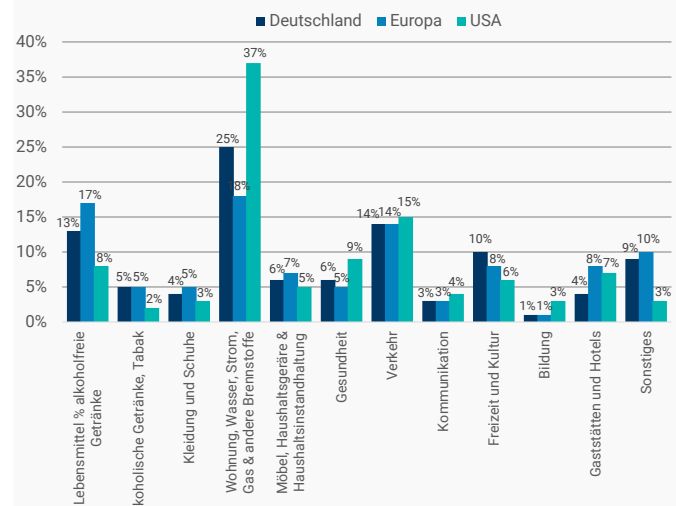
*Die Angaben für den Haushaltstyp „Paar mit 2 Kindern“ mit einem Nettoeinkommen von 2000-2600 € sind teilweise wegen einer geringen Haushaltszahl mit Angaben sehr unsicher.

In dieser Kurzpublikation liegt ein besonderer Fokus auf den unterschiedlichen Berechnungen der Inflationsrate in den USA und in der Eurozone. So ist es anders als in der Eurozone in den USA gängige Methode das selbstgenutzte Wohneigentum als Komponente im Warenkorb zu berücksichtigen. Wohnkosten machen jedoch einen erheblichen Anteil der Ausgaben von Haushalten aus. Daher plant nun auch die Europäische Zentralbank die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum ab 2026 in ihrer Berechnung zu berücksichtigen.⁵

Eurozone versus USA – Gemeinsamkeiten und Unterschiede

Weltweit ist die Grundlage der Inflationsberechnung ein Warenkorb bestehend aus verschiedenen Gütern und Dienstleistungen, welche den Konsumgewohnheiten eines durchschnittlichen Haushaltes entsprechen sollen. Die Güter und die Dienstleistungen, welche Bestandteil des Warenkorbs sind, sowie deren jeweilige Gewichtungen unterscheiden sich von Land zu Land (vergleiche Abbildung 3). Dasselbe gilt für die Berechnungsmethoden: Es gibt unterschiedliche Preisindizes, die zur Berechnung herangezogen werden können. Zu den bekanntesten Preisindizes gehören der Paasche Index und der Laspeyres Index. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone wird die Inflation anhand des Laspeyres Index gemessen.⁶

Abbildung 3: Unterschiedliche Gewichtung der Warenkörbe USA, Eurozone, Deutschland



Stand: Gewichtungen für 2021.

Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics, EZB

Die US-Gewichtungen wurden an die EZB-Kategorien angepasst. In den USA gibt es acht Hauptkategorien, in Europa zwölf.

In der Eurozone wird der sogenannte Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) berechnet. Um eine Vergleichbarkeit sicherzustellen, wenden im Euroraum alle Länder dieselbe Berechnungsmethode an - dies wird durch das vorangestellte Wort „Harmonisiert“ signalisiert. Aufgrund der länderspezifischen Konsumgewohnheiten gibt es jedoch Unterschiede in der Zusammensetzung und in der Gewichtung des Warenkorbes. Um längerfristige Änderungen im Konsumverhalten der Gesellschaft zu erfassen, erfolgt eine regelmäßige Anpassung der Zusammensetzung und Gewichtung.⁷ Die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, die Produktgewichte für den HVPI jedes Jahr zu aktualisieren.

Der Warenkorb der Eurozone umfasst etwa 700 Waren und Dienstleistungen. Für jede Komponente werden monatlich mehrere Preise erfasst und so ein Durchschnittspreis ermittelt. Sogenannte Preisermittler erfassen etwa 1,8 Millionen Preise im gesamten Euroraum in über 200.000 Verkaufsstellen. Um die jeweiligen Gewichtungen zu ermitteln werden private Haushaltsumfragen durchgeführt.⁸

In den USA wird der sogenannte Consumer Price Index (CPI) berechnet. Dafür werden monatlich etwa 94.000 Preise ermittelt. Die Ausgabenposten werden im CPI in mehr als 200 Kategorien eingeteilt. Etwa zwei Drittel der Preiserhebungen erfolgen durch persönliche Besuche von Preisermittlern in Geschäften. Die restlichen Daten werden telefonisch oder über die Website der Verkaufsstelle erhoben. Wie in der Eurozone werden die Produktgewichte jedes Jahr aktualisiert. Grundlage der Gewichtung ist ähnlich wie in der Eurozone eine Umfrage zu den Verbraucherausgaben (Consumer Expenditure Survey).⁹

Sowohl in der Eurozone als auch in den USA werden bestimmte Waren und Dienstleistungen bei der Berechnung nicht berücksichtigt. In beiden Regionen werden Investitionsgüter wie Aktien, Anleihen und Immobilien ausgeschlossen, da die Kosten der Vermögensbildung (Investments) nicht mit in die Inflationsrate miteinfließen sollen. Daher werden auch Lebensversicherungen nicht berücksichtigt.¹⁰

Wie bereits eingangs erwähnt, werden die Kosten für selbstgenutztes Wohnen (Eigentum) in der Eurozone, anders als in den USA, nicht berücksichtigt. Im Warenkorb enthalten sind lediglich die laufenden Kosten wie Instandhaltung, Reparaturen und Miete.¹¹ Einer der Gründe für die Nichtberücksichtigung liegt in dem Motiv für den Immobilienkauf. Immobilien werden nicht allein aus Wohngründen gekauft werden, sondern auch aus Investitionsgründen und dienen daher der Vermögensbildung.¹²

In der Europäischen Union liegt die durchschnittliche Wohneigentumsquote jedoch bei etwa 70 % - das heißt, dass die „impliziten“ Wohnkosten von 70 % der Bevölkerung nicht mit in die Inflationsrate einfließen.¹³ Das Problem der „Unterrepräsentierung“ im Verbraucherindex wurde bereits 2016 adressiert und es gab erste Bestrebungen den von Eurostat erstellten und zurückgerechneten Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum (Owner-Occupied House Price Index – OOHPI) in den Verbraucherindex aufzunehmen. Dies wurde 2018 von der Europäischen Kommission abgelehnt. Einerseits, da wie oben erwähnt Kosten der Vermögensbildung nicht Einzug erhalten sollen (Investment-Komponente), andererseits aufgrund der vierteljährlichen Berechnung des OOHPIs (Inflationszahlen werden monatlich berechnet).¹⁴

Anders als in der Eurozone werden in den USA die Kosten für selbstgenutztes Wohnen in die Berechnung mit einbezogen. Hier dient der Mietäquivalenzansatz (Owners' Equivalent Rent) als Grundlage. Die Mietäquivalenz ist eine Schätzung der impliziten Miete, die Eigennutzer zahlen müssten, wenn sie ihre eigene Immobilie selbst mieten würden.¹⁵ Die eigentümeräquivalente Miete machte in den USA 2021 etwa 24 % des Warenkorbes aus.

Das erklärt die gravierenden Gewichtungsunterschiede zwischen der Eurozone und den USA in der Rubrik „Wohnung, Wasser, Strom, Gas und andere Brennstoffe“ (vergleiche Abbildung 3). Obwohl Wohnen für die meisten Haushalte einer der größten Kostenfaktoren darstellt, ist in der Eurozone die Miete gerade einmal mit 7 % gewichtet.

Die Gewichtung ist aus zwei Gründen so niedrig: Erstens, aufgrund der hohen Quote an Immobilienbesitzern in der Eurozone, die derzeit keinerlei Berücksichtigung finden und zweitens, da Mietraum im Allgemeinen kleiner und daher günstiger ist als das selbstgenutzte Wohneigentum.¹⁶

Aufgrund der zentralen Bedeutung des Wohnens plant die Europäische Zentralbank die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum nun doch in ihrer Berechnung zu berücksichtigen. Allerdings kann aus den oben genannten Gründen der OOHPI nicht als Grundlage dienen. Eurostat arbeitet derzeit an der Umsetzung eines neuen Konzeptes.¹⁷

Zur Ermittlung gibt es verschiedene Methoden: Den Mietäquivalenzansatz, den Nettoerwerbsansatz und den Nutzerkosten-Ansatz. Der Mietäquivalenzansatz (Schätzung der impliziten Miete), wie er in den USA angewandt wird, kommt für die Berechnung in der Eurozone nicht in Frage, denn laut EZB-Rahmenwerk müssen die im Index berücksichtigten Kosten auf tatsächlichen Transaktionen beruhen.¹⁸

Das spricht wiederum für den Nettoerwerbsansatz, denn dieser quantifiziert die Wohnkosten für selbstgenutztes Wohneigentum auf der Basis tatsächlicher Kaufpreise. Es werden alle Ausgaben, die mit dem Erwerb von Wohnraum und von Waren und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Wohneigentum entstehen, erfasst.¹⁹

Nach dem Nettoerwerbsansatz werden die Preise so gemessen, dass sie die Veränderung der Anschaffungskosten der Waren und Dienstleistungen widerspiegeln. Der Ansatz schließt alle Käufe von „gebrauchten“ Wohnunterkünften aus (nur neu gebaute Wohnunterkünfte werden berücksichtigt): Wohnraum, welcher von anderen Haushalten erworben wird, wird nicht berücksichtigt, jedoch die mit dem Wohnen verbundenen Kosten (z. B. Reparaturen) und die Kosten, die mit der Eigentumsübertragung verbundenen sind (z. B. Steuern).²⁰

Ein Vorteil bei diesem Ansatz ist, dass er bereits bei anderen Warenkorbbestandteilen, wie zum Beispiel Autos oder Waschmaschinen, angewandt wird. Problematisch ist bei der Anwendung bei Wohneigentum jedoch die Abgrenzung der Konsum- und Investmentkomponente.²¹

Die dritte Methode zur Ermittlung von selbstgenutztem Wohnen ist der Nutzerkosten-Ansatz. Hier werden alle tatsächlichen Ausgaben der Haushalte erfasst (Reparaturen & Instandhaltung, Versicherungen, Gebühren im Zusammenhang mit Kauf und Bau, Hypothekenzinsen, Abschreibungen und die Opportunitätskosten alternativer Anlagen). Darüber hinaus werden die Kapitalgewinne herausgerechnet.

Die Tatsache, dass die Methode auf tatsächlichen Transaktionen beruht ist ein Vorteil. Dennoch wird dieser Ansatz nicht zur Anwendung kommen, da auch dieser nicht mit dem

Rahmenwerk der EZB konform ist. Die Einbeziehung der Finanzierungskosten (Hypothekenzahlungen) führen zu einer Inkonsistenz der Behandlung anderer Warenkorbbestandteile, bei denen die Kreditkosten für den Erwerb nicht berücksichtigt werden. Darüber hinaus werden die Hypothekenzahlungen von den aktuellen Zinssätzen beeinflusst. Die Einbeziehung würde daher das Instrumentarium der Geldpolitik, nämlich die Zinssätze mit ihrem Ziel (die Preise) vermischen. Schließlich kann die Behandlung von Kapitalgewinnen in diesem Index zu einigen undurchschaubaren Ergebnissen führen: Ein Anstieg der Immobilienpreise und damit höhere Kapitalgewinne würden zu einer niedrigeren Inflation führen, da diese Gewinne aus dem Index herausgerechnet werden.²²

Es gilt am wahrscheinlichsten, dass der Nettoerwerbsansatz in einer „abgewandelten Form“ angewendet wird. Das ist die von der EZB präferierte Methode. Um das Problem der Investitionskomponente zu beheben, unterstützt die EZB weitere Forschungsprojekte.²³ Unklar ist bisweilen, wie man den Vermögenscharakter einer Immobilie herausrechnen kann.

Im Allgemeinen wird die Umsetzung in vier Schritten geschehen. Zunächst steht die Erstellung eines Index für interne Zwecke und notwendige gesetzliche Änderungen im Vordergrund. In der zweiten Stufe wird ein „experimenteller“ Harmonisierter Verbraucherpreisindex veröffentlicht, der das selbstgenutzte Wohnen berücksichtigt. Dies wird voraussichtlich ab 2023 möglich sein. Für Stufe drei, die voraussichtlich ab 2026 umgesetzt werden kann, wird ein vierteljährlicher Index bereitgestellt mit dem Ziel in Schritt Vier die Kosten für selbstgenutztes Wohnen dann monatlich zur Verfügung zu stellen.²⁴

Welchen Effekt hätte eine Einbeziehung der Wohnkosten?

Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin) hat in einer Studie untersucht, wie sich der Einbezug von selbstgenutztem Wohnen auf die Inflationszahlen ausgewirkt hätte. Die Autoren sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die Inflationsrate zwischen 2010 und 2021 im Schnitt 0,27 Prozentpunkte höher gelegen hätte, im Zeitraum von 2015 bis 2021 im Schnitt 0,29 Prozentpunkte.

Auf europäischer Einzelländerbasis sind die Effekte sehr unterschiedlich ausgefallen. In Ländern mit einer hohen Wohneigentumsquote, dazu zählen zum Beispiel Spanien und die Niederlande, ist die Auswirkung groß. So hätte die Einbeziehung des selbstgenutzten Wohnens in Spanien zwischen den Jahren 2010 und 2021 die Inflationsrate im Schnitt um 0,90 Prozentpunkte höher ausfallen lassen. In Ländern, die eher ein Mietermarkt sind, dazu zählen zum Beispiel Deutschland und Frankreich, ist der Effekt auf die Inflationsrate hingegen vernachlässigbar.²⁵

Zusammenfassung und Fazit

2021 kam es weltweit zu beunruhigend hohen Inflationszahlen. Hohe Inflationszahlen wirken sich negativ auf das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung aus. So sorgen diese einerseits für einen Kaufkraftverlust bei den Verbrauchern und andererseits für Planungsunsicherheiten bei Unternehmen und Haushalten.

Die Ursachen der rasant steigenden Inflationsraten lassen sich grob in drei Kategorien einteilen: (1) Sonder-/Basiseffekte, (2) pandemiebedingte Ursachen und (3) strukturelle Effekte. Die pandemiebedingten Ursachen und die Sondereffekte sind kurzfristiger Natur und haben keinen langfristigen Einfluss auf die Inflationsrate. Anders ist das bei den strukturellen Effekten. Hier ist der Ausblick ungewiss.

Für die Zentralbanken ist die Inflationszahl ein maßgeblicher Indikator ihrer Geldpolitik, denn die Gewährleistung von Preisstabilität gehört zu den wichtigsten Aufgaben einer Zentralbank. Daher sollte der Inflationsindex die tatsächlichen Preise für die Verbraucher so genau wie möglich widerspiegeln. Jedoch halten viele Verbraucher die offiziell veröffentlichten Inflationszahlen für nicht repräsentativ. Das ist einerseits auf eine verzerrte Wahrnehmung zurückzuführen. Andererseits kann es tatsächlich zu (großen) Abweichungen der individuellen Inflationsrate von der veröffentlichten Rate kommen, wenn sich die individuellen Konsumgewohnheiten (stark) von den Gewohnheiten des durchschnittlichen Haushaltes unterscheiden.

Die weltweite Grundlage der Inflationsberechnung ist ein Warenkorb bestehend aus verschiedenen Gütern und Dienstleistungen. Diese sollen den Konsumgewohnheiten eines durchschnittlichen Haushaltes entsprechen. Die Güter und die Dienstleistungen, welche Bestandteil des Warenkorbs sind, sowie deren jeweilige Gewichtungen unterscheiden sich von Land zu Land. Dasselbe gilt für die Berechnungsmethoden.

In der Eurozone wird der sogenannte Harmonisierte Verbraucherpreisindex berechnet. Um eine Vergleichbarkeit sicherzustellen, wenden im Euroraum alle Länder dieselbe Berechnungsmethode an - dies wird durch das vorangestellte Wort „Harmonisiert“ signalisiert. Der Warenkorb der Eurozone umfasst etwa 700 Waren und Dienstleistungen. Für jede Komponente werden monatlich mehrere Preise erfasst und so ein Durchschnittspreis ermittelt. Sogenannte Preisermittler erfassen etwa 1,8 Millionen Preise im gesamten Euroraum in über 200.000 Verkaufsstellen. In den USA wird der sogenannte Consumer Price Index (CPI) berechnet. Dafür werden monatlich etwa 94.000 Preise ermittelt.

Anders als in den USA werden die Kosten für selbstgenutztes Wohnen (Eigentum) in der Eurozone nicht berücksichtigt. Im Warenkorb enthalten sind lediglich die laufenden Kosten wie Instandhaltung, Reparaturen und Miete. In der Europäischen Union liegt die durchschnittliche Wohneigentumsquote jedoch bei etwa 70 % - das heißt, dass die „impliziten“ Wohnkosten von 70 % der Bevölkerung nicht mit in die Inflationsrate einfließen.

Aufgrund der zentralen Bedeutung des Wohnens, plant die Europäische Zentralbank die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum nun doch in ihrer Berechnung zu berücksichtigen. Zur Ermittlung gibt es verschiedene Methoden: Den Nettoerwerbsansatz, Mietäquivalenzansatz und den Nutzerkostenansatz, jedoch ist keiner der Ansätze mit dem Rahmenwerk der EZB konform.

Es ist am wahrscheinlichsten, dass der Nettoerwerbsansatz in einer „abgewandelter Form“ angewendet wird. Das ist die von der EZB präferierte Methode. Problematisch ist bei der Anwendung bei Wohneigentum jedoch die Abgrenzung der Konsum- und Investmentkomponente. Kosten der Vermögensbildung (Investments) dürfen laut EZB-Rahmenwerk nicht berücksichtigt werden. Unklar ist bisweilen, wie man den Vermögenscharakter einer Immobilie herausrechnen kann. Daher unterstützt die EZB weitere Forschungsprojekte.

Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin) hat in einer Studie untersucht, wie sich der Einbezug von selbstgenutztem Wohnen auf die Inflationszahlen historisch ausgewirkt hätte. Die Autoren sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die Inflationsrate zwischen 2010 und 2021 im Schnitt 0,27 Prozentpunkte höher gelegen hätte, im Zeitraum von 2015 bis 2021 im Schnitt 0,29 Prozentpunkte. Auf europäischer Einzelländerbasis sind die Effekte sehr unterschiedlich ausgefallen.

Es ist begrüßenswert, dass die Einbeziehung von selbstgenutztem Wohnen zukünftig auch in der Eurozone Anwendung findet. Jedoch sind bis zum Einbezug noch einige Hürden (EZB-Rahmenwerk, Entwicklung der passenden Methode) zu überwinden. Um das Vertrauen der Bevölkerung zu genießen, sollte die Inflationszahl die tatsächlichen Preise so genau wie möglich widerspiegeln. Die Kosten für selbstgenutztes Wohnen stellen einerseits eine Konsumausgabe dar. Andererseits schwächt die Nichtberücksichtigung, aufgrund der wie oben beschrieben sehr stark abweichenden länderspezifischen Mieterquoten, die Vergleichbarkeit der Inflationsraten innerhalb der Eurozone. Auch die Vergleichbarkeit mit anderen Ländern hinkt, denn viele Volkswirtschaften (USA, Kanada, Großbritannien, Japan und viele mehr) inkludieren bereits selbstgenutztes Wohnen in ihre Inflationsberechnungen.

Verfasser: Desiree Sauer

E-Mail: desiree.sauer@lazard.com

Literaturverzeichnis

- ¹ F. Rumler, M. Silgoner: THEMENBLATT 4, PREISSTABILITÄT – INFLATION – DEFLATION, Österreichische Nationalbank, Juni 2021
- ² EZB: Was ist Inflation?, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.de.html>
- ³ Österreichische Nationalbank: Schwerpunktthema – Inflation aktuell Q2/17: Verschiedene Warenkörbe zur Inflationmessung in Österreich, Q2 2017
- ⁴ S. Tober: Haushaltsspezifische Teuerungsraten: Wie stark unterscheidet sich die Belastung durch Inflation?, IMK INFLATIONSMONITOR, IMK Policy Brief Nr. 114, Januar 2022
- ⁵ G. Dany-Knedlik, A. Papadia: Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohnen im Preisindex kann Glaubwürdigkeit der EZB stärken, DIW Berlin, Dezember 2021 / J. Mallien, J. Olk: Neue Inflationsberechnung der EZB: Spanien wäre besonders betroffen, Handelsblatt, 07. Dezember 2021
- ⁶ EZB: Measuring inflation – the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), Measuring inflation – the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) (europa.eu), U.S. Bureau of Labor Statistics: Performance Comparisons of Laspeyres Indexes with Geometric Mean Indexes in the U.S. Consumer Price Index : U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov)
- ⁷ Duden Wirtschaft von A bis Z: Grundlagenwissen für Schule und Studium, Beruf und Alltag. 6. Aufl. Mannheim: Bibliographisches Institut 2016. Lizenzausgabe Bonn: Bundeszentrale für politische Bildung 2016
- ⁸ EZB: Was ist Inflation?, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.de.html>
- ⁹ U.S. Bureau of Labor Statistics: Handbook of Methods – Consumer Price Index, <https://www.bls.gov/opub/hom/cpi/pdf/cpi.pdf>
- ¹⁰ U.S. Bureau of Labor Statistics, ebenda, Eurostat: HICP methodology, HICP methodology - Statistics Explained (europa.eu)
- ¹¹ G. Dany-Knedlik, A. Papadia (Dezember 2021): ebenda
- ¹² G. Dany-Knedlik, A. Papadia (Dezember 2021): ebenda
- ¹³ D. Gros, F. Shamsfakhr: Housing and the Cost of Living, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, November 2021, Directorate-General for Internal Policies
- ¹⁴ G. Dany-Knedlik, A. Papadia: Owner-Occupied Housing Costs and Monetary Policy: Goals and Challenges for the Euro Area, Monetary Dialogue Papers, November 2021
- ¹⁵ U.S. Bureau of Labor Statistics: Handbook of Methods – Consumer Price Index, <https://www.bls.gov/opub/hom/cpi/pdf/cpi.pdf>
- ¹⁶ D. Gros, F. Shamsfakhr: Housing and the Cost of Living, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, November 2021
- ¹⁷ EZB, ebenda/ J. Mallien, J. Olk, ebenda
- ¹⁸ G. Dany-Knedlik, A. Papadia (Dezember 2021): ebenda
- ¹⁹ EUROPEAN COMMISSION EUROSTAT: Technical manual on Owner-Occupied Housing and House Price Indices, Technical manual on Owner-Occupied Housing and House Price Indices (europa.eu), 2017
- ²⁰ EUROPEAN COMMISSION EUROSTAT: ebenda
- ²¹ EZB: Wirtschaftsbericht, Ausgabe 5/2021, EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 5 / 2021 (bundesbank.de)
- ²² G. Dany-Knedlik, A. Papadia (November 2021) ebenda
- ²³ EZB: Wirtschaftsbericht, Ausgabe 5/2021, EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 5 / 2021 (bundesbank.de)
- ²⁴ EZB: Wirtschaftsbericht, Ausgabe 5/2021, EZB, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 5 / 2021 (bundesbank.de)
- ²⁵ G. Dany-Knedlik, A. Papadia (Dezember 2021), ebenda / J. Mallien, J. Olk, ebenda

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund Juni 2019

„Multi Asset Strategien - ein Überblick“

Standpunkt August 2019

„Ein Ausweg aus dem Anlage-Dilemma: Nachranganleihen“

Hintergrund September 2019

„Blockchain und Kryptowährungen – Hype oder Idee, deren Zeit gekommen ist?“

Hintergrund Oktober 2019

„Shareholder, Stakeholder, Bondholder – Für wen ist das Unternehmen da?“

Viewpoint January 2020

„Scandinavian Bonds – The „Ultimate“ Security“

Hintergrund März 2020

„Aufbau einer zusätzlichen Aktienquote in Zeiten niedriger Zinsen und boomender Märkte“

Hintergrund Mai 2020

„Emerging Markets Corporate Bonds“

Standpunkt September 2020

„Gold – Assetklasse für ein „Zeitalter der Angst““

Standpunkt Dezember 2020

„Going Global“ – ein erfolgreiches Konzept“

Hintergrund Februar 2021

Aktualisierung: „Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2021

„Die Welt im Wandel – Investieren in die Zukunft“

Standpunkt Mai 2021

„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

Hintergrund September 2021

„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardassetmanagement.com>

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardassetmanagement.com

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29

LAZARD
ASSET MANAGEMENT