

Herborn, Alexander; Schnabl, Gunther

Article

Wohnimmobilienpreise, Inflationsmessung und Geldpolitik im Euroraum

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Herborn, Alexander; Schnabl, Gunther (2022) : Wohnimmobilienpreise, Inflationsmessung und Geldpolitik im Euroraum, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 102, Iss. 5, pp. 402-407, <https://doi.org/10.1007/s10273-022-3196-2>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/262882>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Alexander Herborn, Gunther Schnabl

Wohnimmobilienpreise, Inflationsmessung und Geldpolitik im Euroraum

Die Niedrigzinspolitik der EZB hat in vielen Ländern des Euroraums zu einem starken Anstieg der Wohnimmobilienpreise beigetragen. In einigen Mitgliedstaaten mündeten diese Übertreibungen am Wohnimmobilienmarkt bereits in Finanz- und Schuldenkrisen. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) von Eurostat, auf den die EZB ihre Geldpolitik ausrichtet, berücksichtigt die Wohnimmobilienpreise nicht. In der jüngsten Strategieüberprüfung der EZB wurde die Integration von selbstgenutztem Wohneigentum in den HVPI auf der Grundlage eines neuen Index von Eurostat in Aussicht gestellt. Der Beitrag untersucht mit Fokus auf Deutschland den Einfluss von selbstgenutztem Wohneigentum auf die offiziell gemessenen Inflationsraten und zeigt die Schwächen des geplanten Ansatzes auf.

Trotz der expansiven Grundausrichtung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ist seit der Euroeinführung die auf der Grundlage des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation lange moderat geblieben, während die Vermögenspreise, einschließlich Immobilien, stark angestiegen sind (Schnabl, 2018). Die in den europäischen Verordnungen verankerte Ausrichtung der Inflationsmessung auf Konsumausgaben sowie praktische Messprobleme verhinderten nach Ansicht der EU-Kommission und der EZB bisher eine Berücksichtigung des eigengenutzten Wohnens bei der Inflationsmessung (EU-Kommission, 2018). Das statistische Ausklammern der Wohnimmobilienpreise hat zu niedrigeren offiziell ausgewiesenen Preissteigerungsraten geführt (excluded goods bias) und damit der lockeren Geldpolitik der EZB Vorschub geleistet (Israel und Schnabl, 2020; Schnabl und Sepp, 2020). Die Vermögenspreise sind relativ zu den Konsumentenprei-

sen stark angestiegen (vgl. Abbildung 1), was sich nicht mit den üblichen Fundamentalfaktoren erklären lässt.

Wohnimmobilienbesitz stellt zwar eine Form der Vermögensanlage dar, weshalb er bei einer konsumbasierten Inflationsmessung ausgeschlossen bleiben würde. Doch sogar die von Eigentümer:innen selbst bewohnten Häuser und Wohnungen bleiben in der EU bei der Inflationsmessung weitgehend außen vor, obwohl diese pro rata temporis¹ dem Konsum dienen und in vielen anderen Ländern wie den USA, der Schweiz oder Japan berücksichtigt werden (Dany-Knedlik und Papadia, 2021). Auch viele nationale Verbraucherpreisindizes (VPI) in der EU, die zusätzlich zum HVPI erstellt werden, berücksichtigen die Veränderungen der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum (Nickel et al., 2021). Steigen die Wohnimmobilienpreise schneller oder langsamer als die im HVPI vertretenen Güter (z. B. wie in Deutschland seit 2012), kommt es zu Verzerrungen bei der Preismessung. Bei starker Immobilienpreis-inflation wird die Konsumgüterinflation zu niedrig gemessen (z. B. Mersch, 2020).

Die EZB (2021) hat in ihrer jüngsten Strategieüberprüfung eingeräumt, dass der HVPI den Kaufkraftverlust der privaten Haushalte besser abbilden würde, wenn die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum einfließen würden.² Nach Dany-Knedlik und Papadia (2021) würde dieser Schritt die Glaubwürdigkeit der EZB erhöhen. Die EZB (2021) hat zuletzt eine Anpassung der Inflationsmessung auf der Grundlage des seit 2010 verfügbaren Preisindex für selbstgenutztes Wohnen (Owner-Occupied Housing

© Der/die Autor:in 2022. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Alexander Herborn ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik der Universität Leipzig.

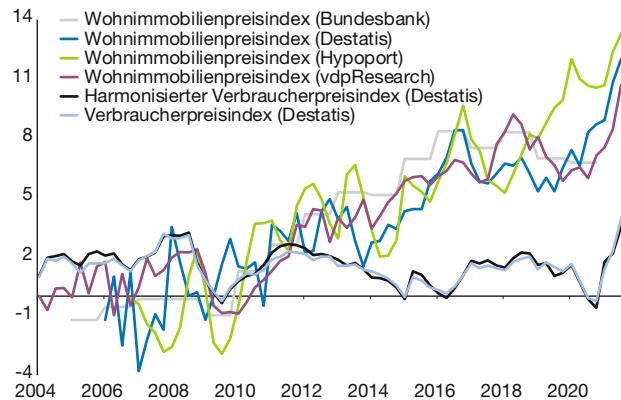
Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Leiter des Instituts für Wirtschaftspolitik der Universität Leipzig.

¹ Der Kaufpreis verteilt über die Nutzungsdauer.

² Siehe auch Bloomberg (2021) für die USA.

Abbildung 1
Wohnimmobilien- und Konsumgüterinflation in Deutschland

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Quellen: Deutsche Bundesbank, Destatis, Hypoport, vdpResearch. Die Daten von Destatis, Hypoport und vdpResearch sind Quartalsdurchschnitte, die der Deutschen Bundesbank Jahresdurchschnitte. Daten von Q1/2004 bis Q3/2021.

Price Index, OOHPI) von Eurostat vorgeschlagen. Sie folgt damit der späten Einsicht, dass unter Berücksichtigung von eigengenutztem Wohnen die offiziell gemessenen Inflationsraten schon seit geraumer Zeit höher liegen würden und die Preissteigerungsraten von Wohnimmobilien in ihre Kommunikation eingebunden werden sollten (Schnabel, 2022). Der Beitrag untersucht die Gründe, Vorteile und Schwächen des neuen Ansatzes.

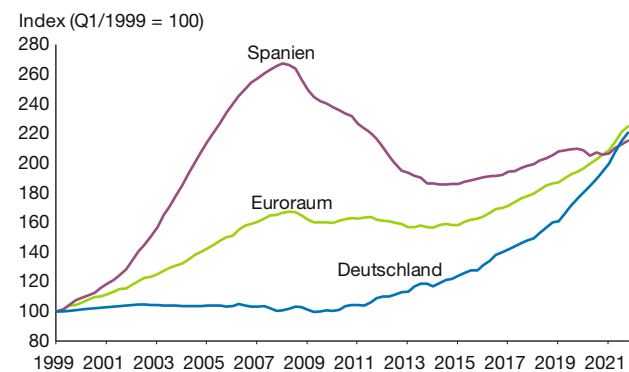
Wohnimmobilienpreise und Inflationsmessung

Die Preisänderungen von eigengenutztem Wohnen sind für die vergangene und zukünftige Geldpolitik der EZB aus drei Gründen von besonderer Relevanz.

Erstens sind seit Einführung des Euros, nicht zuletzt aufgrund der zunehmend expansiven Geldpolitik der EZB, in unterschiedlichen Teilen der Währungsunion die Immobilienpreise und damit auch die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum stark angestiegen (Schnabl, 2018). Zunächst führten die Zinssenkungen der EZB in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase zwischen 2003 und 2008 in einigen südlichen Euroländern wie Spanien sowie in Irland und dem Baltikum zu stark steigenden Preisen.³ Nachdem diese Übertreibungen in die europäische Finanz- und Schuldenkrise geführt hatten, trugen die geldpolitischen Rettungsaktionen maßgeblich unter anderem in Deutschland zu steigenden Wohnimmobilienpreisen bei (vgl. Abbildung 2 sowie Kajuth et al., 2016). Die Entwicklung ist keineswegs auf be-

³ Teilweise in Verbindung mit einer gelockerten Ausweisung von Baupland (Oxley et al., 2009).

Abbildung 2
Wohnimmobilienpreisentwicklung in Deutschland, Spanien und dem Euroraum



Quelle: Oxford Economics. Daten von Q1/1999 bis Q4/2021.

stimmte Ballungszentren begrenzt, sondern findet sich im Umland von Großstädten und in vielen Bereichen des ländlichen Raums. Damit sind wachsende Risiken für die Finanzstabilität verbunden (Deutsche Bundesbank, 2022).

Zweitens werden im HVPI Wohndienstleistungen, welche aus gemieteten und selbstgenutzten Wohnimmobilien bezogen werden können, teilweise ausgeklammert. Zwar werden für angemietete und eigengenutzte Häuser und Wohnungen die Ausgaben für kleinere Reparaturen und laufende Posten wie Heizung, Müllabfuhr, Strom und Wasser erfasst, nicht aber die Kosten des Erwerbs. Preisveränderungen des Gutes „Wohnen“ werden nur in Form der – in vielen Fällen staatlich kontrollierten – Kaltmieten berücksichtigt. Dies zeigt einmal mehr die Problematik staatlich administrierter Preise bei der Inflationsmessung. Da seit 1999 im Euroraum die Wohnimmobilienpreise im Durchschnitt mehr als doppelt so stark angestiegen sind wie die Mieten (vgl. Tabelle 1), wurde die Inflation im Durchschnitt deutlich niedriger gemessen.⁴

Drittens haben die statistischen Ämter in der EU durch das Ausklammern des selbstgenutzten Wohnens das Gewicht des Gutes Wohnens im HVPI reduziert. Im deutschen HVPI etwa betrug 2021 der Anteil des Wohnens (d.h. der Kaltmieten) ca. 10 %, im Gegensatz zu ca. 20 % im nationalen VPI, der eigengenutztes Wohnen einschließen soll.⁵ Die anderen großen Euroländer Frankreich, Italien und Spanien berück-

⁴ Die Übertreibungen auf den Immobilienmärkten vieler südlicher Euroländer und Irland zwischen 2003 und 2008 führten in die europäische Finanz- und Schuldenkrise. In deren Folge fielen die Wohnimmobilienpreise in den Krisenländern in der Tendenz zunächst wieder (vgl. Tabelle 1 und Abbildung 2).

⁵ Das niederländische Statistikamt weist im nationalen VPI das eigengenutzte Wohnen explizit getrennt von den Mieten aus. 2021 betrug das Gewicht 16 % im Vergleich zu einem Gewicht von 8 % für die Mieten.

Tabelle 1

Durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von Mieten, Wohnimmobilienpreisen und OOHPI*

	Mieten	Wohnimmobilien in %	OOHPI
2010 bis 2020			
Deutschland	1,38	5,16	3,05
Frankreich	0,71	1,58	1,50
Italien	0,63	-1,61	0,60
Spanien	0,38	-0,54	0,84
Niederlande	2,65	2,51	1,67
Euroraum	1,29	2,08	1,84
Euroraum (1999 bis 2020)	1,55	3,27	

Da Wohnimmobilienpreise von Eurostat für alle Euroländer erst ab 2010 verfügbar sind, wurde die Preisentwicklung im Euroraum von 1999 bis 2020 mit dem Preisindex für Wohnimmobilien der EZB erfasst. Dieser Index geht von einer starren Zusammensetzung des Euroraums von 19 Mitgliedstaaten aus und beruht auf nicht harmonisierten Quellen.

* Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum

Quellen: Eurostat, EZB.

sichtigen selbstgenutztes Wohneigentum nicht in den nationalen VPIs (Nickel et al., 2021). Im spanischen VPI war das Wohnen in den eigenen vier Wänden bis 1992 enthalten. Dieser Teilindex wurde jedoch wegen als zu hoch angesehener geschätzter Ausgaben, wohl wegen des Wohnimmobilienbooms, herausgenommen (Arévalo und Ruiz-Castillo, 2006).

OOHPI von Eurostat und angestrebte Änderungen der EZB

Mit der Strategieüberprüfung der EZB im Jahr 2021 wurde die Diskussion, wie selbstgenutztes Wohneigentum bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden soll, nach einer langen Phase des Stillstands wiederbelebt. Noch 2018 hatten die EU-Kommission und die EZB eine Einbeziehung des neu erarbeiteten OOHPIs von Eurostat in den HVPI abgelehnt, da die Frequenz zu gering sei und eigengenutzte Häuser und Wohnungen teilweise auch als Investitionsobjekt gesehen werden können (EU-Kommission, 2018).

Das führt zu der Frage des Verfahrens zur Messung der Preisänderungen von selbstgenutztem Wohneigentum. Das Statistische Bundesamt misst die Preisveränderungen im VPI nach dem Mietäquivalenzprinzip (Hagenkort-Rieger und Sewald, 2021). Diese Methode berechnet die kalkulatorische Miete, die die Eigenheimbesitzer:innen zahlen müssten, wenn sie Mieter:innen ihrer selbst genutzten Wohnimmobilie wären. Das erklärt, warum in Abbildung 1 der Verbraucherpreisindex und der Harmonisierte Verbraucherpreisindex für Deutschland stark korreliert sind. Dieser Ansatz ist aus praktischer Sicht allerdings dann problematisch, wenn – wie in Deutschland seit 2012 – die Verände-

rungsdaten von Mieten und der Preise von selbstgenutztem Wohneigentum stark divergieren (vgl. Tabelle 1).

Die EZB schlägt vor, selbstgenutztes Wohneigentum unter Hilfenahme des Nettoerwerbskonzepts zu erfassen. Dieses basiert auf den Transaktionspreisen, die Haushalte beim Erwerb eines neuen Hauses oder Wohnung entrichten (EZB, 2021). Allerdings geht die EZB davon aus, dass der Kaufpreis einer Wohnimmobilie eine Konsum- und eine Investitionskomponente enthält. Bei der Preismessung sollten die Konsumelemente aus den Kaufpreisen isoliert werden, da nur diese für die Geldpolitik von Bedeutung seien.⁶

Seit 2014 erstellen die nationalen Statistikämter der EU und von Eurostat rückwirkend seit dem Jahr 2010 auf der Grundlage des Nettoerwerbsansatzes den OOHPI. „Der OOH-Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum stützt sich auf das Konzept des „Nettoerwerbs“; mit diesem werden sowohl Änderungen der Preise gemessen, die von den Verbrauchern für den Kauf von Wohnraum, der neu von Haushalten gekauft wird, gezahlt werden, als auch Änderungen in Bezug auf andere Kosten im Zusammenhang mit dem Eigentum an Wohnraum und der Übertragung desselben“ (Art. 25 Durchführungsverordnung (EU) 2020/1148).

Damit selbstgenutztes Wohneigentum in den HVPI integriert werden kann, muss nach Ansicht der EZB der rechtliche Rahmen in den europäischen Verordnungen und die Methodik überarbeitet werden. Sie hat deshalb einen Fahrplan vorgelegt, nach dem ab 2026 ein entsprechender Index („HVPI-H“) auf Quartalsbasis erstellt werden soll (EZB, 2021). Bis dahin ist vorgesehen, dass der vorliegende Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum eine ergänzende Rolle bei der Einschätzung der zukünftigen Inflation spielt.

Probleme des Ansatzes der EU bzw. der EZB

Interne Berechnungen der EZB verweisen darauf, dass die Inflationsrate im Euroraum zwischen 2018 und 2020 um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte höher gelegen hätte, wenn selbstgenutztes Wohneigentum in Form des OOHPI berücksichtigt worden wäre (Nickel et al., 2021). Für den aktuellen Zeitraum hat Schnabel (2022) einen Wert von 0,3 Prozentpunkten genannt. Dany-Knedlig und Papadia (2021) errechnen, dass für einen um den OOHPI erweiterten HVPI die Inflation im Euroraum zwischen 2011 und 2014 niedriger und zwischen 2015 und 2021 höher gelegen hätte. Für Deutschland wäre seit 2011 die Inflationsrate durch die Integration um durchschnittlich 0,27 Prozentpunkte pro Jahr höher ausgewiesen worden. Die Autoren folgern daraus,

6 Zur Bedeutung von Vermögenspreisen für die Inflationsmessung siehe Cecchetti et al. (2002); Bjørnland und Jacobsen (2010); Goodhart und Hofmann (2008) sowie Greiber und Setzer (2007).

dass sich bei einer um selbstgenutztes Wohneigentum erweiterten Inflationmessung die Ausgestaltung der Geldpolitik der EZB nicht maßgeblich verändert hätte.

Die Dimension der Abweichung hängt jedoch von der Qualität und dem Umfang der Datenbasis zur Messung der Preisänderungen von selbstgenutztem Wohneigentum ab. In Deutschland lag seit 2012 nicht nur der Preisanstieg bei Wohnimmobilien deutlich über dem Anstieg der Mieten. Abbildung 3 zeigt auch, dass je nach statistischer Quelle die Wohnimmobilieninflation deutlich divergieren kann. Der Preisanstieg für neue Wohnimmobilien lag von 2011 bis 2020 nach Berechnungen der Deutschen Bundesbank bei durchschnittlich 7,2 % pro Jahr, nach Angaben von Destatis bei 4,6 %.

Der nach den Vorgaben der EU-Kommission von Destatis berechnete OOHPI für Deutschland weist von 2011 bis 2020 einen durchschnittlichen Anstieg von nur 3,1 % pro Jahr aus. Der entsprechende Wert des Index der Forschungsabteilung des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdpResearch) liegt hingegen bei 5,0 %. Die Diskrepanz zwischen dem Index von vdpResearch und Destatis steigt über die Zeit hinweg an. Im Juni 2021 lag der Unterschied bei immerhin 4,2 Prozentpunkten.

Dies führt zu der Frage, nach welcher Methode die Preise der als relevant identifizierten Preisrepräsentanten für selbstgenutztes Wohnen von Destatis im Detail gemessen werden, und wie die Preismesszahlen auf nationaler und europäischer Ebene zu einem OOHPI aggregiert werden. Nach Eurostat (2017) soll der OOHPI die Transaktionspreise für den Erwerb von Wohnraum (einschließlich Erwerbsnebenkosten wie Grunderwerbssteuer, Notar- und Maklergebühren) (O.1.1) und für das Eigentum an Wohnraum wie z. B. größere Reparaturarbeiten (O.1.2) enthalten (vgl. Tabelle 2). 2021 lag in Deutschland in diesem Index das Gewicht für den Erwerb von Wohnraum bei ca. 90 % und für das Eigentum an Wohnraum bei ca. 10 %.

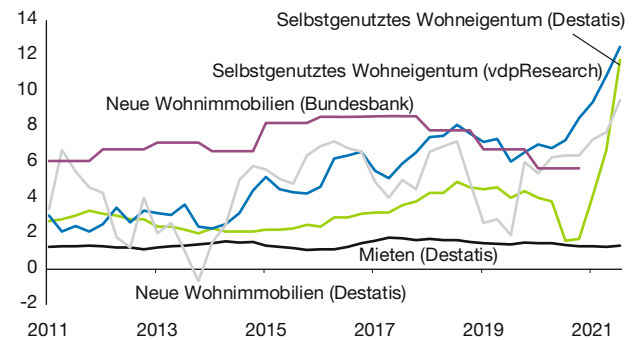
Die größte Unterkategorie im OOHPI für Deutschland ist die Kategorie „selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen“ (O.1.1.1.2). 2021 lag das Gewicht dieser Kategorie bei 70,5%.⁷ Das liegt darin begründet, dass von Bauunternehmen für Haushalte errichtete Gebäude als selbstgebauter Wohnraum betrachtet werden und Verkäufe von bestehenden Wohnimmobilien zwischen den Haushalten bei der Messung unberücksichtigt bleiben (Eurostat, 2017).⁸ Für den Preisindex für selbstgebauten Wohnraum und grö-

7 In Frankreich lag das Gewicht bei 43,6 %, in Italien bei 45,4 %, in Spanien bei 9,6 % und in den Niederlanden bei 20,5 %.

8 Dadurch, dass Immobilientransaktionen zwischen den Haushalten (ebenso wie Grundstücke) ausgeklammert werden, wird auch das Gewicht von selbstgenutztem Wohnen im Preisindex reduziert.

Abbildung 3
Preisindizes für Wohnen in Deutschland

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Quellen: Destatis, Bundesbank, vdpResearch. Die Daten von Destatis und vdpResearch sind Quartalsdurchschnitte, die der Bundesbank Jahresdurchschnitte. Daten von Q1/2011 bis Q3/2021.

ßere Renovierungen werden hauptsächlich Bauleistungspreise herangezogen (Brunßen und Diehl-Wolf, 2018).

Im Ergebnis wird der deutsche OOHPI maßgeblich durch die Entwicklung der Baupreise statt durch die Wohnimmobilienpreise getrieben (vgl. Abbildung 4). Denn der Preisindex für die „Käufe von neuem Wohnraum“, der die Inflation von neuen Wohnimmobilien widerspiegeln soll, hat nur ein Gewicht von rund 11 %.⁹ Dadurch werden zwar de facto die Kosten für das mit dem Gebäude verbundene Grundstück weitgehend aus dem OOHPI herausgerechnet. Dies ist nötig, sofern der Grundstücksanteil als Investition betrachtet wird. Die Preise für neue Wohnimmobilien waren jedoch in Deutschland für den Zeitraum seit 2010 weitgehend mit den Baupreisen unkorreliert.

Erst 2021 ist ein Aufholen der Baupreise zu erkennen. Im Übrigen ist es durchaus fraglich, ob die Grundstückspreise ausgeklammert werden sollten. In den effektiv geleisteten Ausgaben für das Gut Wohnen spielen nämlich die Grundstückskosten eine wichtige Rolle. Es sollte daher aus methodischen Gründen darauf geachtet werden, dass in einem erweiterten HVPI Gleiches nicht ungleich behandelt wird. Wenn in die Preismessung bei Mieten, Hotelübernachtungen und Camping die Grundstückspreise derzeit schon mit einfließen, dann sollte dies auch bei selbstgenutzten Immobilien der Fall sein.¹⁰

Für den gesamten Euroraum ist die Diskrepanz zwischen den Baupreisen und den Immobilienpreisen aus zwei Gründen weniger stark ausgeprägt. *Erstens* sind seit Einführung des

9 Da in Deutschland seit 2012 die Preise für Bauland und Wohnimmobilien stärker gestiegen sind als die Baupreise, würde sich aus diesem Ansatz eine geringere gemessene Gesamtinflation ergeben.

10 Dies wäre auch der Fall, wenn die Preismessung konsequent auf die Kapitalnutzungskosten abstellen würde.

Tabelle 2
Struktur des OOHPI in Deutschland (2021)

Nr.	Kategorie	Gewicht in %
O.1.1	Käufe von Wohnraum	89,1
O.1.1.1	Neuer Wohnraum	81,7
O.1.1.1.1	Käufe von neuem Wohnraum	11,3
O.1.1.1.2	Selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen	70,5
O.1.1.2	Bestehender Wohnraum, neu von Haushalten gekauft	0,0
O.1.1.3	Sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Kauf von Wohnraum	7,3
O.1.2	Eigentum an Wohnraum	10,9
O.1.2.1	Größere Reparaturen und Instandhaltung	8,8
O.1.2.2	Versicherungen im Zusammenhang mit Wohnraum	1,5
O.1.2.3	Sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Eigentum am Wohnraum	0,6

Quelle: Eurostat.

Euros die Entwicklungen auf den Wohnimmobilienmärkten in einzelnen Ländern nicht synchron verlaufen. Nach Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise wurde der vom deutschen Wohnimmobilienmarkt ausgehende Inflationsdruck zunächst durch fallende Wohnimmobilienpreise in anderen Euroländern abgedämpft (vgl. Tabelle 1 und Abbildung 1).¹¹ *Zweitens* orientiert sich das Gewichtungsschema des OOHPIs in einigen Euroländern wie Spanien und den Niederlanden stärker an den Wohnimmobilienpreisen. Grundsätzlich schwankt jedoch der Preisindex für selbstgenutzte Wohnimmobilien für den gesamten Euroraum seit 2010 deutlich weniger als der Preisindex für Wohnimmobilien (vgl. Abbildung 5).

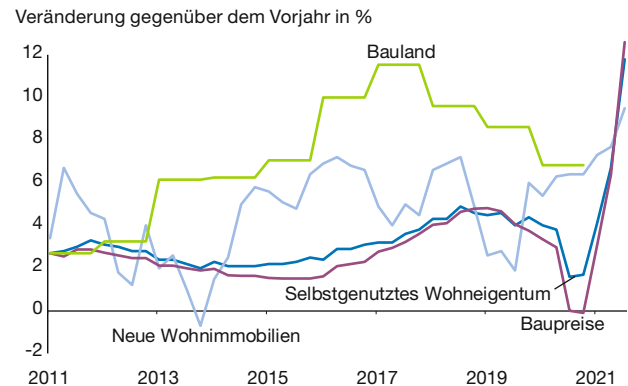
Schlussfolgerung

Die Tatsache, dass selbstgenutztes Wohneigentum bisher im Euroraum bei der Preismessung im HVPI nicht berücksichtigt wurde, hat zu Verzerrungen bei der Inflationsmessung geführt. Die EZB will deshalb mehr als 20 Jahre nach Einführung des Euros auf der Grundlage des Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum (OOHPI) von Eurostat das Wohnen in den eigenen vier Wänden bei der Inflationsmessung berücksichtigt sehen. Insbesondere in Deutschland, aber auch im Euroraum, bildet der OOHPI die Preisschwankungen von Wohnimmobilien jedoch nur (sehr) bedingt ab.

Die vorläufigen Schlussfolgerungen von Nickel et al. (2021) sowie von Dany-Knedlik und Papadia (2021), dass die Nicht-

¹¹ Ebenso wurde im Zeitraum zwischen 2003 und 2008 der von den Wohnimmobilienmärkten der südlichen Euroländer ausgehende Inflationsdruck durch stabile Wohnimmobilienpreise in Deutschland für den gesamten Euroraum abgedämpft.

Abbildung 4
Veränderungsrate der Indizes für Bauland, Baupreise und selbstgenutztes Wohneigentum in Deutschland



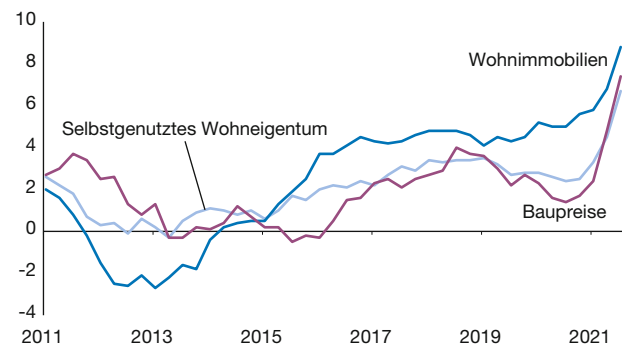
berücksichtigung des selbstgenutzten Wohneigentums die offiziellen Inflationsraten nur geringfügig reduziert habe (und damit die geldpolitischen Entscheidungen nicht maßgeblich beeinflusst habe), sind mit Vorsicht zu betrachten. Insbesondere die Berücksichtigung direkter Maße für die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien dürfte spätestens seit 2015 im Durchschnitt zu höheren offiziell gemessenen Inflationsraten geführt haben. Die EZB hätte mit einer weniger expansiven Geldpolitik maßgeblich zu einer Mäßigung der Übertreibungen auf den Wohnimmobilienmärkten beitragen können. Dies gilt sowohl für den südlichen Euroraum, Irland und das Baltikum vor 2008 als auch für Deutschland seit 2012.

Werden z. B. Schwankungen von Preisen von selbstgenutzten Wohnimmobilien bei der Inflationsmessung nicht ausreichend berücksichtigt, dann wirkt die Geldpolitik der EZB aus zwei Gründen prozyklisch. *Erstens* führt eine zu gering gemessene Inflation bei einem von der EZB verfolgten Inflationspunktziel zu einer zu expansiven Geldpolitik. Es kommt zu Übertreibungen auf den Wohnimmobilienmärkten, die in einschneidende Krisen münden können. *Zweitens* hält die Zentralbank im Falle von platzenden Immobilienblasen die Zinsen zu hoch, was die Krisen verstärkt. Wenn die Zentralbank letzteren Effekt antizipiert, kann dies dazu führen, dass Zinserhöhungen, die zu sinkenden Immobilienpreisen führen würden, vermieden werden und so die Preise auf Dauer künstlich hochgehalten werden.

Das hat aus zwei Gründen negative Verteilungseffekte. *Erstens* senken anhaltende niedrige Zinsen die Anreize für Unternehmen Effizienzgewinne und Innovationen voranzubringen (Schnabl, 2018). Der aus dieser „Zombifizierung“ resultierende negative Effekt auf die Produktivität hat negative Auswirkungen auf das Lohnniveau. *Zweitens* haben stetig steigende Wohnimmobilienpreise positive interpersonelle Umverteilungseffekte zugunsten der Grundstücks- und Im-

Abbildung 5 Veränderungsrate der Indizes für selbstgenutztes Wohneigentum, Wohnimmobilien und Baupreise

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Selbstgenutztes Wohneigentum = OOHPI, Wohnimmobilien = HPI. Daten von Q1/2011 bis Q3/2021 im Euroraum.

Quelle: Eurostat.

mobilenbesitzer und auf Kosten derer, die noch Wohnimmobilien erwerben wollen. Da der Lohndruck beim Einstieg in das Arbeitsleben besonders stark ist und insbesondere junge Menschen noch Wohnimmobilien erwerben wollen, sind speziell sie die Verlierenden der bei selbstgenutztem Wohneigentum verzerrten Inflationsmessung im Euroraum.

Bei methodisch wichtigen Umstellungen im HVPI-Konzept ist eine hohe Transparenz erforderlich. Die Objektivität fördert nicht nur die allgemeine Akzeptanz, sondern sollte auch durch die Bereitstellung der neuen Datensätze von Seiten der statistischen Behörden von wissenschaftlicher Seite konstruktiv-kritisch begleitet werden können. Aus analytischer und geldpolitischer Sicht sind für die Beurteilung eines Integrationsansatzes von Immobilienpreisen die Repräsentativität der neuen Gütergruppe, die Saisonalität und Volatilität des Teilindex, die (A-)Synchronität mit dem Konjunkturzyklus sowie das Trendverhalten der Preisbildung auf den Immobilien-Teilmärkten von Bedeutung.

Literatur

Arévalo, R. und J. Ruiz-Castillo (2006), On the Imputation of Rental Prices to Owner- Occupied Housing, *Journal of the European Economic Association*, 4(4), 830-861.

- Bjørnland, H. und D. Jacobsen (2010), The Role of House Prices in the Monetary Policy Transmission Mechanism in Small Open Economies, *Journal of Financial Stability*, 6(4), 218-229.
- Bloomberg (2021), Bill Ackman Says Official Stats Understate 'Raging' Inflation, 11.12.2021.
- Brunßen, F. und E.-M. Diehl-Wolf (2018), Preisindizes für selbst genutztes Wohneigentum, *WISTA*, 5, 68-79.
- Cecchetti, S., H. Genberg und S. Wadhvani (2002), Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework, *NBER Working Paper*, 8970.
- Dany-Knedlik, G. und A. Papadia (2021), Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohnen im Preisindex kann Glaubwürdigkeit der EZB stärken, *DIW Wochenbericht*, 49, 795-802.
- Deutsche Bundesbank (2022), *Monatsbericht Februar*.
- Durchführungsverordnung (EU) 2020/1148 der Kommission vom 31. Juli 2020 zur Festlegung der methodischen und technischen Spezifikationen nach der Verordnung (EU) 2016/792 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf harmonisierte Verbraucherpreise.
- EU-Kommission (2018), Bericht der Kommission an das europäische Parlament und den Rat zur Eignung des Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum für die Einbeziehung in den Erfassungsbereich des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI).
- Eurostat (2017), Technical Manual on Owner-Occupied Housing and House Price Indices.
- EZB (2021), An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy.
- Greiber, C. und R. Setzer (2007), Money and Housing: Evidence for the Euro Area and the US, Deutsche Bundesbank, *Discussion Paper*, 12.
- Goodhart, C. und B. Hofmann (2008), House prices, money, credit, and the macroeconomy, *Oxford Review of Economic Policy*, 24(1), 180-205.
- Hagenkört-Rieger, S. und N. Sewald (2021), Theoretische und Praktische Ansätze der Inflationsmessung in Zeiten der Corona-Pandemie, *WISTA*, 1, 19-33.
- Israel, K.-F. und G. Schnabl (2020), Alternative Measures of Price Inflation and the Perception of Real Income in Germany, *CESifo Working Paper*, 8583.
- Kajuth, F., T. A. Knetsch und N. Pinkwart (2016), Assessing House Prices in Germany: Evidence from a Regional Data Set, *Journal of European Real Estate Research*, 9(3), 286-307.
- Mersch, I. (2020), Asset Price Inflation and Monetary Policy. Keynote speech at the celebration of INVESTAS' 60th anniversary.
- Nickel, C., L. Álvarez, G. Zevi, A. Fröhlung und C. Willeke (2021), Inflation Measurement and its Assessment in the ECB's Monetary Policy Strategy Review, *ECB Occasional Paper*, 265.
- Oxley, M., T. Brown, V. Nadin, L. Qu und L. Tummers (2009), Review of European Planning Systems, Centre for Comparative Housing Research, Leicester Business School, De Montfort University.
- Schnabel, I. (2022), Finding the Right Sequence. Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at a virtual policy panel on "Unwinding QE" at the first annual Bank of England Agenda for Research (BEAR) conference.
- Schnabl, G. (2018), The Failure of ECB Monetary Policy from a Mises/Hayek Perspective, in A. Godart-van der Kroon und P. Vonlanthen (Hrsg.) (2018), *Banking and Monetary Policy from the Perspective of Austrian Economics*, Springer, 127-152.
- Schnabl, G. und T. Sepp (2020), Die Inflationsmessung erzeugt die Illusion der stabilen Kaufkraft, *Wirtschaftsdienst*, 100(11), 838-841, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2020/heft/11/beitrag/die-inflationsmessung-erzeugt-die-illusion-der-stabilen-kaufkraft.html> (17. März 2022).

Title: Housing Prices, Inflation Measurement and Monetary Policy in the Euro Area

Abstract: The ECB's low interest rate policy has contributed to a sharp increase in residential property prices in many euro area countries. In some member states, exuberance in the housing market has led to financial and debt crises. The Eurostat's Harmonized Index of Consumer Prices (HICP), the ECB's basis for its monetary policy, does not take residential property prices into account. In the recent policy review, the ECB envisaged the integration of owner-occupied housing into the HICP based on a new index from Eurostat. Focusing on Germany, this article examines the impact of owner-occupied housing on officially measured inflation rates and highlights the weaknesses of the ECB's envisioned approach.