

Johannes Schwanitz

Inflationsberechnung: Zinspolitik der EZB wird als Inflationstreiber statistisch nicht erfasst

In zehn aufeinanderfolgenden Schritten hat die EZB den Leitzins seit Juli 2022 auf mittlerweile 4,5 % angehoben. Damit glaubt die EZB, auf die drastischen Preissteigerungen bei vielen Verbrauchsgütern durch Angebotsengpässe wegen der COVID-19-Pandemie, anschließender normalisierender Nachfrage sowie durch die Gas- und Rohölknappheit 2022 wegen der russischen Invasion in die Ukraine reagieren zu können. Die Überlegung dahinter ist, die Kosten für Kredite so zu erhöhen, dass Unternehmen sich bei Investitionen zurückhalten und Privatpersonen weniger Produkte und Dienstleistungen kaufen. Die dann sinkende Nachfrage soll den Preisdruck verringern und Preise stabil halten oder sogar reduzieren.

Im Sinne dieser Kausalkette scheinen die in ihrem Tempo historisch einmaligen Zinserhöhungen ihre beabsichtigte Wirkung zu entfalten. Die EZB sieht sich auf dem richtigen Weg: „Die Finanzierungsbedingungen haben sich weiter verschärft und dämpfen zunehmend die Nachfrage“ (EZB, 2023). Die konjunkturelle Bremse greift aber zunehmend auch ausgerechnet bei solchen Investitionen, die für eine Senkung der Energiepreise dringend benötigt werden. So hat beispielsweise der schwedische Energieversorger Vattenfall sein 1,4-Gigawatt-Windpark-Projekt in der Nordsee unter anderem wegen gestiegener Kapitalkosten gestoppt. Die Finanzierung solcher Vorhaben ist einfach zu teuer geworden. Gleiches gilt auch für viele anstehende energetische Sanierungsmaßnahmen im Gebäudesektor.

Die ökonomische Sinnhaftigkeit, auf eine durch einen historischen Angebotsschock induzierte Preissteigerung mit einem nachfragereduzierenden Zinsschock zu reagieren, soll hier nicht weiter betrachtet werden. Trotz einer so fundamentalen Entscheidung für Wirtschaft und Wohlstand wird erstaunlich wenig kontrovers über die sogenannte Zinswende diskutiert. Allzu schnell aber wird von den Akteuren auf vermeintliche „Lehrbuchmeinungen“ verwiesen, nach denen hohe Preise grundsätzlich und pauschal mit hohen Zinsen bekämpft werden – ein Prinzip, das wie ein Dogma unabhängig von den wirtschaftlichen Konstellationen behandelt wird. Viele Expert:innen weisen au-

ßerdem zu Recht auf die häufig unzureichende Differenzierung zwischen Preisschock und echter Inflation in der Diskussion hin. Diese auch unter Ökonomen teilweise bewusst bespielte Unschärfe birgt die Gefahr eines reaktiven „Übersteuerns“ mit vermeidbaren wirtschaftlichen Kosten sowie erheblichen Risiken für die Finanzstabilität und das Vertrauen in die Institutionen. Aktuell reibt sich die Politik erstaunt die Augen über konjunkturelle Einbrüche, obwohl genau das der in Kauf genommene Kollateralschaden der Zinspolitik ist – und dieses sogar mit offizieller Ansage.

Kreditzinsen als indirekter Preis-/Inflationstreiber

Im Rahmen der Geldpolitik spielt der sogenannte Zinskanal eine zentrale Rolle. Insbesondere in Deutschland, wo das Finanzsystem stark auf Kreditinstitute ausgerichtet ist, ist die Transmission von Leitzinsänderungen über die Banken an Unternehmen von großer Bedeutung. Die Geschwindigkeit und die Intensität hängen dabei von der Höhe und der Fristigkeit der zinswirksamen Verbindlichkeiten ab. Bei den deutschen Unternehmen machten diese 2022 im Durchschnitt ca. 40 % der Bilanzsumme aus, wobei auf Laufzeiten unter einem Jahr 27 % entfielen (Deutsche Bundesbank, 2023). Weiterhin versuchen Banken natürlich, Anpassungsreaktionen zu ihrem Vorteil zu nutzen, indem sie bei steigenden Zinsen auf ihrer Aktivseite schneller und stärker als auf ihrer Passivseite reagieren (vice versa bei sinkendem Zinsniveau). Diese dynamischen Margenausweitungen im Sinne eines Windfalls-Profits lassen sich empirisch mit dem Elastizitätsdiagramm relativ einfach nachweisen (Schwanitz, 1996).¹ Insgesamt scheinen die Banken seit der Zinswende durch asymmetrische Zinsreaktionen eher zu ihren Profiteuren zu gehören. In einer Studie von PwC aus 2022 heißt es

1 Ein interaktives Dashboard mit Zinszeitreihen und Elastizitätsdiagrammen findet sich hier: <https://public.tableau.com/app/profile/johannes.schwanitz/viz/ZinsdashboardgesamtV22/Story1> (6. März 2024).

dazu: „Unsere Analyse zeigt, dass die Zinswende für Banken auch eine Ertragswende bedeutet. 2023 rechnen wir mit einem Ertragszuwachs im deutlich zweistelligen Milliardenbereich“ (PwC, 2022).

Die gestiegenen Zinserträge lassen sich mittlerweile auch den Gewinn- und Verlustrechnungen der Unternehmen entnehmen (vgl. Tabelle 1). So stieg die Belastung der Wirtschaft bereits im Jahr 2022 durch erhöhten Zinsaufwand um 13,7 Mrd. Euro auf 77,9 Mrd. Euro. Damit liegt die Rate mit +21,2 % an dritter Stelle nach den in der Öffentlichkeit regelmäßig problematisierten Steigerungen des Materialaufwands (+28,2 %) und den Abschreibungen auf Forderungen, Wertpapiere und Beteiligungen (+34,3 %) (Deutsche Bundesbank, 2023).

Die Bundesbank erwartet, dass zwei Drittel des Zinsanstiegs innerhalb eines Jahres durch die Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten zu den geänderten Zinsbedingungen an die Unternehmen weitergegeben werden. Weiter heißt es dazu: „Aus dieser Perspektive könnten das Gastgewerbe, der Handel mit Kraftfahrzeugen, der Energiesektor, der Bereich Verkehr und Lagerei und der Einzelhandel – bei denen der Anteil an Bankverbindlichkeiten in Relation zur Bilanzsumme überdurchschnittlich war – die Auswirkungen der Zinswende besonders stark spüren“ (Deutsche Bundesbank, 2023). Und tatsächlich finden sich diese Branchen mit ihren Gütern und Dienstleistungen auf den ersten Rängen bei den Steigerungen der Verbraucherpreise. Die Zinswende hinterlässt offenbar durch alle Wertschöpfungsstufen hindurch ihre Spuren und führt durch Kostenweitergabe letztlich auch zu Preissteigerungen für die Konsumenten.^{2,3}

Kreditzinsen als direkter Preis-/Inflationstreiber

Die steigenden Kreditzinsen führen aber auch zu einem massiven „Stottern“ des bislang zuverlässigen Wachstumsmotors Bauwirtschaft. Mit einem Investitionsvolumen von 474,6 Mrd. Euro und ca. 2,6 Mio. Beschäftigten 2022 ist diese Schlüsselbranche durch die reduzierte Nachfrage neuer Immobilienkredite regelrecht zusammengebrochen: „Der Feind der Immobilien ist der Zins“ titelte die FAZ am 31. August 2023 und beschreibt damit die Sicht von Investoren auf diesen für Wohlstand und sozialen Frieden so wichtigen Sektor (FAZ, 2023). So sind die Zinsen für

Tabelle 1
Erfolgsrechnung der Unternehmen

Erfolgsrechnung der Unternehmen				Veränderung gegenüber Vorjahr (in %)	
	2020	2021	2022	2021	2022
Aufwendungen					
Materialaufwand	4.182,9	4.837,6	6.200,8	15,7	28,2
Personalaufwand	1.161,7	1.217,8	1.328,7	4,8	9,1
Abschreibungen	213,4	213,8	227,7	0,2	6,5
auf Sachanlagen	189,6	191,2	197,3	0,8	3,2
sonstige	23,8	22,6	30,3	-4,9	34,3
Zinsaufwendungen	69,7	64,2	77,9	-7,9	21,2
Betriebssteuern	4,6	4,9	4,5	7,8	-7,7
Übrige Aufwendungen	925,2	972,7	1.116,4	5,1	14,8

Quelle: Deutsche Bundesbank (2023, 63).

einen Hauskredit mit 10-jähriger Zinsbindung von Januar bis Oktober 2022 teilweise um über 400 % gestiegen. Damit liegt die Preisbeschleunigung um ein Vielfaches höher als z. B. bei der Nettokaltmiete mit 3,5 % oder bei anderen Preisen, die mit den Verbraucherpreisindizes (VPI) gemessen werden. Die Top 3 im gleichen Zeitraum sind übrigens: Zucker +72 %, Pauschalreisen im Inland +68 % und an der Spitze Kohlebriketts mit +91 %. Aber mit einem Anteil von nur 0,001 % bei der Berechnung der Inflationsrate fallen Letztere aber kaum ins Gewicht.

Kein Wunder also, dass sich die ca. 7,3 Mio. Haushalte mit Wohnungsbaukrediten – entsprechend 18 % von insgesamt ca. 41 Mio. Haushalten (Grabka und Bartz, 2022) – große Sorgen über die dramatischen Steigerungen ihrer Finanzierungskosten machen. Bei vielen, vor allem jungen Familien, haben die niedrigen Kreditzinsen häufig die teuren Mieten abgelöst – ein im Entscheidungszeitpunkt vor einigen Jahren absolut rationales und tragfähiges Kalkül. Mittlerweile grassieren Existenzängste bei vielen (Neu-)Besitzern von Immobilien, wie in den Medien aktuell mehrfach berichtet wird. Denn anders als bei sonstigen Ausgabenpositionen, wie Energie oder Lebensmitteln, lassen sich diese individuellen „Inflationsraten“ so gut wie gar nicht reduzieren.

Welchen Anteil und damit Bedeutung haben aber nun Mieten und Zinsen für die Finanzierung von selbst genutztem Wohneigentum bei der Berechnung der Inflationsrate? Für die Mieten ist das eindeutig: Sie gehen mit ca. 18 % als mit Abstand größte Position in das Wägungsschema (Warenkorb) für die Ermittlung der Verbraucherpreise und damit für die Berechnung der Inflationsrate ein. Zinsen für Immobilienkredite und auch alle anderen Verbraucherkredite werden dagegen überhaupt nicht erfasst – sie finden keinerlei Berücksichtigung in der Inflationsrate. Diesen

2 „Da die gesamten Aufwendungen ähnlich stark wie die Erträge stiegen, veränderte sich das Jahresergebnis vor Steuern im Vergleich zum Vorjahr kaum. Dies legt nahe, dass die Unternehmen die gestiegenen Kosten größtenteils an die Abnehmer weitergaben“ (Deutsche Bundesbank, 2023).

3 Eine detaillierte Analyse kann über das frei zugängliche Dashboard erfolgen. Alle VPI sowie Inflationsraten können hier analysiert werden: <https://public.tableau.com/app/profile/johannes.schwanitz/viz/InflationsrateDV262020V04/Story1> (6. März 2024).

Tabelle 2

Erweiterung von VGR und Wägungsschema um Kreditzinsen für selbst genutzte Immobilien

(1)	(2)	(3) VGR		(5)	(6)	(7) Wägung	(8)
SEA-Nr.	Gegenstand der Nachweisung	2020 (Mrd. Euro)	2020 (%)	2020 (%)	inkl. Zinsen (Mrd. Euro)	inkl. Zinsen (%)	inkl. Zinsen Zins- wende (Mrd. Euro)
CC01	Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke	195	12	12	196	12	195
CC02	Alkoholische Getränke und Tabakwaren	59	4	4	58	3	59
CC03	Bekleidung und Schuhe	65	4	4	69	4	65
CC04	Wohnung, Wasser, Strom, Gas, Brennstoffe	420	26	26	426	25	420
	darunter: Tatsächliche Mietzahlungen	123	8	8	123	8	123
	darunter: Unterstellte Mietzahlungen	160	10	10	160	10	160
neu:	Zinsen für Immobilienkredite				30	2	60
CC05	Möbel, Leuchten, Geräte u.a. Haushaltszubehör	117	7	7	111	7	117
CC06	Gesundheit	88	5	6	91	5	88
CC07	Verkehr	216	13	14	227	14	216
CC08	Post und Telekommunikation	38	2	2	38	2	38
CC09	Freizeit, Unterhaltung und Kultur	157	10	10	171	10	157
CC10	Bildungswesen	14	1	1	15	1	14
CC11	Gaststätten- und Beherbergungsdienstleistungen	67	4	5	78	5	67
CC12	Andere Waren und Dienstleistungen	209	13	10	163	10	209
		1.644	100	100	1.674	100	1.704
						„Inflationsrate“	1,8%

Quelle: https://www.statistischebibliothek.de/mir/receive/DESerie_mods_00002708, eigene Berechnungen.

Sachverhalt kennen übrigens die weitaus meisten Volkswirte nicht. Man muss sich auch erst die Mühe machen, in den 275 Einzelpositionen danach zu suchen. Genau genommen sind es sogar 687 Güter und Dienstleistungen auf der untersten Erfassungsebene, wie z. B. „Flugticket, Mittelamerika, Business“ mit einem Anteil von 0,2 % der Inflationsrate. Wenn also die Verzinsung der insgesamt ca. 1,5 Billionen Euro Immobilienkredite in Deutschland in Zukunft auch durch Anschlussfinanzierungen für viele Verbraucher über 400 % steigt, müsste die individuelle Inflationsrate eines typischen (Neu-)Immobilienbesitzers weit über der jetzigen Statistik liegen.

Warum aber werden die Verbraucherzinsen nicht in den VPI und damit nicht in die Inflationsrate aufgenommen? Die offizielle, eher formale Begründung ist, dass Zinsen und Kreditkosten als Finanzierungskosten betrachtet und nicht als Konsumausgaben klassifiziert werden. Tatsächlich gibt es sogar ein EU-seitiges Verbot für ihre Aufnahme in den Index. Aus Sicht des Autors ist dieses Argument jedoch ökonomisch nicht haltbar: Sowohl Mietzinsen (ein früher gebräuchlicher Ausdruck für Mieten) als auch Kreditzinsen sind Zahlungen für die zeitlich begrenzte Nutzung von Ressourcen. Bei Mietzinsen zahlt man für die Nutzung einer Immobilie, während man bei Kreditzinsen Ausgaben für die Nutzung von geliehenem Geld für Wohnzwecke tätigt. Mieten und Zinsen für Kredite können also durchaus äquivalent betrachtet werden.

Für eine Berücksichtigung weiterer Verbraucherkredite, wie Raten- oder Überziehungskredite, kann analog argumentiert werden, da die Banken mit solchen Produkten das immaterielle Gut Zeitpräferenz eines jetzigen Konsums gegenüber der Zukunft befriedigen.

Vorschlag für eine näherungsweise Quantifizierung der Zinsausgaben

Folgt man dieser Argumentation wäre die Aufnahme der Preise/Zinssätze für Verbraucherkredite (Immobilienkredite, Ratenkredite, Dispositionskredite) in den Warenkorb und damit in die VPI-Berechnung nur konsequent. Dazu müssen in einem ersten Schritt die Zinsausgaben für das gesamte Kreditvolumen unter Berücksichtigung von Bestands- und Neugeschäft ermittelt werden, so wie derzeit schon bei anderen Positionen mit länger laufenden Verträgen verfahren wird – wie etwa beim Erdgas. Erfreulicherweise lassen sich durch die hohen regulatorischen Anforderungen an das Melde- und Berichtswesen sämtliche „Zinssätze und Volumina für die Bestände und das Neugeschäft der deutschen Banken“ in den Monatsberichten der Bundesbank im statistischen Teil VI direkt entnehmen.

In einem zweiten Schritt müssen die Kreditzinsen in das Wägungsschema aufgenommen werden. Dazu sollte man sich noch etwas genauer mit der „Revision des Verbraucherpreisindex“ im Jahr 2023 und der damit einhergehen-

den Umstellung der amtlichen Verbraucherpreisstatistik auf das Basisjahr 2020 (vorher 2015) befassen. Hier werden nämlich zur Berechnung der Gewichte im Wägungsschema nicht wie bisher direkt die Daten von amtlichen Haushaltsbefragungen verwendet, sondern primär Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) (Statistisches Bundesamt, 2023).

Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, dass in der VGR die „Systematik der Einnahmen und Ausgaben der privaten Haushalte in der für den Verbraucherpreisindex geltenden Fassung“ (vgl. Tabelle 2, SEA Spalte 1) sowohl bei Art der Positionen im Wägungsschema als auch bei den Anteilen in hohem Maße übereinstimmen. Größere Abweichungen gibt es nur in der Position CC12 „Andere Waren und Dienstleistungen“.

Insgesamt wurden im VPI-Basisjahr 2020 Konsumausgaben der privaten Haushalte in Höhe von 1.644 Mrd. Euro getätigt (Spalte 3). Das bedeutet, dass ein Anteil von 1 % ca. 16 Mrd. Euro Ausgaben entsprechen. Für einen Bestand an Wohnungskrediten in Höhe von ca. 1.500 Mrd. Euro fallen bei einer durchschnittlichen Verzinsung von 2 % ca. 30 Mrd. Euro Zinsausgaben an. Diese werden in Spalte (6) mit einem Anteil von 2 % mit aufgenommen, so dass sich eine neue, geringfügig veränderte Wägung inklusive Zinsen für eigene Immobilien in Spalte (7) ergibt.

In Spalte (8) wird nun simuliert, wie eine vollständige Durchdringung des Kreditbestands mit den gestiegenen Kreditzinsen nach der Zinswende in Höhe von durchschnittlich 4 % eine Verdoppelung der Zinsausgaben von 30 Mrd. auf 60 Mrd. Euro bewirkt (Spalte 8). Die Zinslast würde damit bereits fast der Hälfte aller in Deutschland gezahlten Mieten (123 Mrd. Euro) entsprechen. Bei einer unterstellten einperiodigen „Inflationsrate“ würde diese einen Wert von 1,8 % erreichen bei einer Konstanz aller anderen Preise und Ausgaben. Der Preissteigerungseffekt läge durch die Zinswende allein nahe an der 2 %-Zielinflation der EZB. Würde man die ebenfalls von Preissteigerungen von teilweise über 50 % betroffenen sonstigen Konsumentenkredite mit dem Kreditvolumen von ca. 491 Mrd. Euro (Stand Ende 2023) mit einbeziehen, ergäbe sich eine weitere durch die Zinspolitik verursachte direkte Ausgabensteigerung von ca. 6 Mrd. Euro.

Fazit

Mit diesem Beitrag wird ein Ansatz vorgestellt, die indirekten und direkten Einflüsse der EZB-Zinspolitik auf ausgabenrelevante Positionen von Verbrauchern vor dem Hintergrund der Inflationsberechnung zu analysieren. Der Vorschlag einer Quantifizierung der für Millionen Haushalte hochgradig relevanten Immobilienzinsen sieht vor, das Wägungsschema durch diese Ausgaben zu ergänzen, so dass ein VPI mit Einfluss auf eine erweiterte Inflationsrate berechnet werden kann. Das darf natürlich nicht dazu führen, dass die EZB in einem Zirkelschluss mit weiteren Leitzinsänderungen auf ihre eigenen Maßnahmen reagiert. Diese Gefahr ist möglicherweise schon jetzt durch die durch alle Wertschöpfungsstufen von den Unternehmen weitergegeben Zinskosten virulent. Daher wäre eine „Nachrichtliche Ausweisung“ dieser Position möglicherweise zweckmäßiger.

Das Ziel sollte darin bestehen, sämtliche durch die aktuelle Zinspolitik der EZB verursachten Preiserhöhungen auszuweisen und im Sinne eines Verursacherprinzips transparent zu machen, damit Konsequenzen sowie Kollateralschäden in Öffentlichkeit und Politik datengestützt diskutiert werden können.

Literatur

- Deutsche Bundesbank (2023), *Monatsbericht Dezember 2023*, 61 ff.
- EZB – Europäische Zentralbank (2023), Erklärung zur Geldpolitik – Pressekonzferenz, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2023/html/ecb.is230914-686786984a.de.html> (6. März 2024).
- FAZ – Frankfurter Allgemeine Zeitung (2023), <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wohnen/investor-tilman-hickl-feind-der-immobilien-ist-der-zins-19141318.html> (6. März 2024).
- Grabka, M. und B. Bartz (2022), Einkommen und Kreditschulden privater Haushalte, 102/3, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2022/heft/3/beitrag/einkommen-und-kreditschulden-privater-haushalte.html> (6. März 2024).
- PwC – PricewaterhouseCoopers GmbH (2022), Zinswende bringt Milliarden für Banken – Eine Analyse zur Ertragswende, <https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/banken/die-steigenden-zinsen-sind-ein-segen-fuer-deutsche-banken.html#download> (6. März 2024).
- Schwanitz, J. (1996), Elastizitätsorientierte Zinsrisikosteuerung in Kreditinstituten, *Schriftenreihe des Zentrums für Ertragsorientiertes Bankmanagement*, begründet und herausgegeben von H. Schierenbeck und B. Rolfes.
- Statistisches Bundesamt (2023), Preise, Verbraucherpreisindex für Deutschland, Wägungsschema für das Basisjahr 2020.

Title: *The Calculation of Inflation: The ECB's Monetary Policy is not Statistically Captured as an Inflation Driver*

Abstract: *After ten consecutive increases in the prime rate by the European Central Bank's (ECB), the question arises: What significance do these measures have, both indirectly for the interest rates increased at all value-added levels on the corporate side, and for households? While the prices for rents, being the largest component, are factored into inflation calculations, the dramatically increased interest rates for real estate loans – specifically for owner-occupied housing – are not considered at all. In this article, an extension of the calculation scheme is demonstrated to make transparent the direct effect of the prime rate increase on real estate owners' expenses.*