



MAKROANALYSE 18/4/2016

Vermögenspreisinflation und die Entwicklung des Vermögens deutscher Haushalte

Ein Vergleich der PHF-Studie der Deutschen Bundesbank
mit dem Flossbach von Storch Vermögenspreisindex

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- Die Bundesbankstudie „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) dokumentiert ein nominales Wachstum des Vermögens deutscher Haushalte von 8,1 % im Zeitraum 2010 bis 2014.
- Vermögenspreise gemessen am Flossbach von Storch Vermögenspreisindex haben im gleichen Zeitraum um 18,5 % zugelegt.
- Die Differenz der Wachstumsraten ist neben qualitativen Veränderungen auch auf Unterschiede in der Erhebungsmethodik, auf die Beobachtbarkeit von Marktpreisen für private Haushalte sowie Veränderungen im Bestand zurückzuführen. Aussagen über eine reale Veränderung des Vermögens deutscher Haushalte lassen sich daher aus der Differenz nicht ableiten.

Den jüngsten Ergebnissen der Studie „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) der Deutschen Bundesbank ist zu entnehmen, dass das Vermögen deutscher Haushalte im Zeitraum 2010 bis 2014 um 8,1 % gestiegen ist.¹ Die nominale Bilanz des durchschnittlichen deutschen Haushalts hat sich in dem Zeitraum sowohl ausgeweitet als auch in seiner Zusammensetzung geändert. Beispielsweise hat sich der Bestand an Immobilienvermögen im Besitz des durchschnittlichen deutschen Haushalts um 5,6 % erhöht, das Betriebsvermögen ist um 21,9 % angestiegen und der Wert des Aktienvermögens hat um 27,5 % zugenommen.

Diesen Ergebnissen steht eine Preisentwicklung der Vermögensgüter gegenüber, welche sich deutlich von der beobachteten Veränderung des Bestands absetzt. Im gleichen Zeitraum beträgt die Vermögenspreisinflation für den durchschnittlichen deutschen Haushalt 18,5 %. Immobilienpreise sind um 16,5 % angestiegen, Preise für Betriebsvermögen sogar um 50,3 % und Aktienpreise haben um 35,0 % zugelegt.²

Die Abweichungen zwischen den beiden Wachstumsraten haben verschiedene Ursachen. Im Vordergrund stehen hierbei methodische Unterschiede der beiden Studien. Während die

¹ Siehe hierzu Monatsberichte April 2013 und März 2016 der Deutschen Bundesbank.

² Siehe hierzu „Das Rekordjahr der Vermögenspreise“, Flossbach von Storch Research Institute, Februar 2016.



PHF-Studie auf einer Umfrage basiert, handelt es sich bei dem FvS Vermögenspreisindex um eine reine Preiserhebung, die von qualitativen und quantitativen Veränderungen abstrahiert. Bestandsveränderungen wie Investitionen und Veräußerungen, Finanztransaktionen, Arbeits- und Kapitaleinkommen, aber auch die Beobachtbarkeit von Marktpreisen und Unterschiede in den zugrundeliegenden Haushalten der jeweiligen Jahre schränken die Vergleichbarkeit der Wachstumsraten stark ein. Daher kann die Differenz zwischen dem Wachstum des beobachteten Bestands und der Preise nicht als reale Veränderung interpretiert werden.

Die PHF-Studie der Deutschen Bundesbank

In der Studie „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) erhebt die Deutsche Bundesbank in einem vier-Jahres-Rhythmus den Bestand und die Verteilung des Vermögens privater deutscher Haushalte. Basierend auf einer computer-gestützten Befragung von über 4.000 Haushalten wird mittels einer Hochrechnung das Vermögen des durchschnittlichen deutschen Haushalts bestimmt. Erstmals wurde die Befragung 2010 durchgeführt und im März dieses Jahres erfolgte die Veröffentlichung der Ergebnisse der zweiten Befragungswelle des Jahres 2014.

Die Ergebnisse zum Bestand der Vermögensgüter deutscher Haushalte aus der PHF-Studie wurden mittels der Wägungsmethodik des Flossbach von Storch Vermögenspreisindex in acht Vermögenskategorien überführt³. Vier der acht Kategorien entfallen auf das Sachvermögen (Immobilien, Betriebsvermögen, langfristige Verbrauchsgüter und Sammel- sowie Spekulationsgüter) und die weiteren vier auf das Finanzvermögen (Spareinlagen, Aktien, Rentenwerte und sonstiges Finanzvermögen). Vermögenswerte wie Fondsvermögen und Guthaben bei

kapitalbildenden Lebensversicherungen wurden entsprechend ihrer Gewichtung den anderen Vermögenskategorien zugeordnet. Beispielsweise fallen unter Immobilien nicht nur Immobilien, die sich im direkten Besitz des Haushalts befinden, sondern auch Immobilien, die durch Fondsbeteiligungen gehalten werden.

Ein Vergleich der jüngsten Ergebnisse mit der ersten Befragungswelle des Jahres 2010 ermöglicht die Analyse der Veränderung des Bestands der Vermögensgüter deutscher Haushalte.

Der Flossbach von Storch Vermögenspreisindex

Der Flossbach von Storch (FvS) Vermögenspreisindex erfasst die Preisentwicklung des Vermögens deutscher Haushalte. Der Index entspricht der gewichteten Preisentwicklung des Sach- und Finanzvermögens, welches sich im Besitz deutscher Haushalte befindet. Als Grundlage für die Verteilung des Haushaltsvermögens dienen die Ergebnisse der PHF-Studie des Jahres 2010. Für jede Vermögenskategorie wird eine Preiszeitreihe bestimmt, die den reinen Preisanstieg der Güter der Kategorie misst.⁴ Qualitative und quantitative Veränderungen bleiben dabei unberücksichtigt. Beispielsweise wird der Preis des Immobilienvermögens durch die Preiszeitreihen vdpResearch GmbH gemessen, einer Gesellschaft, die sich auf die Messung von Immobilienpreisen spezialisiert hat.

Vergleichbarkeit der Studien

Während die PHF-Studie den nominalen Bestand des Haushaltsvermögens misst, verbirgt sich hinter dem Vermögenspreisindex eine Preiserhebung, so dass die Zeitreihen notwendigerweise voneinander abweichen. Während eine Preisveränderung, wie sie im Vermögens-

³ Für Details zur Wägungsmethodik <http://www.fvs-ri.com/fvs-vermoegenspreisindex/methodik.html>.

⁴ Die gewählten Preiszeitreihen werden unter <http://www.fvs-ri.com/fvs-vermoegenspreisindex/methodik.html> detailliert dargestellt.



preisindex gemessen wird, ausschließlich auf Inflation zurückzuführen ist, gibt es eine Reihe von Gründen, die zu Veränderungen des nominal erhobenen Bestands der Vermögensgüter führen können. Neben qualitativen und preislichen Veränderungen kann es sich um Veränderungen im Bestand (Arbeitseinkommen, Kapitalerträge, Investitionen und Veräußerungen sowie Finanztransaktionen) handeln. Zusätzlich spielen auch die Beobachtbarkeit der Marktpreise und die Datengrundlage eine entscheidende Rolle.

Da sich Haushalte über die Zeit nicht nur verändern, sondern auch auflösen, teilen, zusammenschließen und neu gegründet werden, basieren die PHF-Ergebnisse der beiden Jahre nicht auf den identischen Haushalten. Die Berechnung der Preisveränderungen des Vermögenspreisindex unterliegt jedoch der Annahme, dass die gleichen Haushalte verfolgt werden.

Des Weiteren ist die Vergleichbarkeit durch die verschiedenen Erhebungsverfahren negativ beeinflusst. Da Angaben zum Wert des Vermögens der PHF-Studie einer Umfrage entstammen, bei der Haushalte nach dem Wert ihrer Vermögensgüter gefragt werden, ist schwer sicherzustellen, dass für die Vermögenswerte jeweils aktuelle Marktpreise genannt werden. Bei Gütern mit illiquidem Sekundärmarkt und hohen Informationsasymmetrien ist Besitzern meist nur der Preis beim Kauf bekannt (Anker-Bias). Die Ergebnisse des Vermögenspreisindex entstammen hingegen einer Preiserhebung, die sich auf Zeitreihen stützt, welche speziell zur Messung von Preisveränderungen dienen.

Veränderungen des Bestands der Vermögensgüter beeinflussen ebenfalls die Ergebnisse der PHF-Studie, nicht aber die gemessene Preisentwicklung. Veränderungen im Einkommen oder Konsumverhalten bedingen Käufe und Verkäufe von Sachvermögensgütern. Im Finanzvermögen

können Finanztransaktionen nachhaltige Veränderungen bewirken. Schichten Anleger ihre Portfolios um, so kann es zu einer nachhaltigen Veränderung im Bestand kommen. Darüber hinaus wächst und schrumpft das Haushaltsvermögen mit Einkommen und Kapitalerträgen bzw. -verlusten.

Die verbleibende Komponente kann letztendlich auf qualitative und preisliche Veränderung der Vermögensgüter eines Haushalts zurückgeführt werden. Qualitative Veränderungen entstehen durch Abnutzung und Neuinvestitionen. Im Folgenden werden die Abweichungen der einzelnen Kategorien diskutiert.

Bestand und Preise des Sachvermögens

Im Zeitraum von 2010 bis 2014 ist der Bestand des Sachvermögen deutscher Haushalte um 14.084 Euro bzw. 8,1 % angestiegen (Tabelle 1). Diesem Wachstum steht ein Preisanstieg von 21,4 % gegenüber, so dass eine Differenz von 13,4 % entsteht. Hinter dem Sachvermögen verbergen sich die Kategorien Immobilien, Betriebsvermögen, langfristige Verbrauchsgüter sowie Sammel- und Spekulationsgüter, in denen nach Erklärungen für die Abweichung zu suchen ist.

Das Immobilienvermögen deutscher Haushalte ist zwischen 2010 und 2014 um 8,0 % angestiegen. Dies deutet zum einen auf eine Wertsteigerung der bereits im Besitz befindlichen Objekte hin, kann aber auch auf Immobilienkäufe zurückgeführt werden. Gravierender sind jedoch mögliche Fehleinschätzungen des Wertes einer Immobilie durch deren Besitzer. Ohne konkrete Verkaufsabsichten haben Immobilienbesitzer meist kaum Kenntnis von dem Marktwert ihrer Objekte und geben i.d.R. einen Wert an, der sich am Kauf- bzw. an den Baukosten des Objekts orientiert. Diese können aber unter Umständen deutlich von dem Marktwert abweichen. Die reine Preisentwicklung von Immobilien beträgt



Tabelle 1: Haushaltsvermögen 2010 und 2014

	PHF Studie (Bestand in Euro)		Veränderung			
	2010	2014	Absolut	Bestand	Inflation	Differenz
Brutto Haushaltsvermögen	222.200	240.200	+18.000	+8,1%	+18,5%	-10,4%
Sachvermögen	175.409	189.494	+14.084	+8,0%	+21,4%	-13,4%
Immobilien	137.903	145.615	+7.712	+5,6%	+16,5%	-10,9%
Betriebsvermögen (netto)	28.035	34.164	+6.129	+21,9%	+50,3%	-28,4%
Langfristige Verbrauchsgüter	7.816	8.016	+200	+2,6%	-1,8%	+4,3%
Sammel- u. Spekulationsgüter	1.656	1.699	+42	+2,6%	+51,0%	-48,5%
Finanzvermögen	46.789	50.704	+3.916	+8,4%	+7,3%	+1,0%
Spar- und Sichteinlagen	25.254	26.308	+1.054	+4,2%	+0,0%	+4,2%
Aktien	8.471	10.798	+2.327	+27,5%	+35,0%	-7,5%
Rentenwerte	11.447	11.394	-54	-0,5%	+4,6%	-5,0%
Sonstiges Finanzvermögen	1.617	2.205	+588	+36,4%	-3,1%	+39,4%

Anmerkung: Die Inflation wird mittels des Flossbach von Storch Vermögenspreisindex ermittelt.

Quelle: Deutsche Bundesbank (2013, 2016), Flossbach von Storch Research Institute, Stand: April 2016.

seit 2014 hingegen +18,5 %, wodurch eine Differenz zur Entwicklung des Bestands von -10,4 % entsteht, die auf die obigen Gründe zurückzuführen ist.

Ein ähnliches Problem tritt bei der Bestimmung des Werts des Betriebsvermögens auf. Während Buchwerte von privat gehandelten Unternehmen durch jährliche Abschlüsse sichtbar sind, können Marktwerte für einzelne Unternehmen von deren Inhabern nur unter hohen Kosten ermittelt werden. So ist auch zu erklären, dass der erhobene Bestand des Betriebsvermögens, welcher auf einer Selbsteinschätzung beruht, um 21,9 % angestiegen ist, während Preise für Betriebsvermögen der kleinsten öffentlich gehandelten deutschen Unternehmen einen Preisanstieg von 50,3 % angestiegen sind.⁵

Bei langfristigen Verbrauchsgütern stehen vor allem Abnutzung, Investitionen und Veräußerungen im Vordergrund. Die Ergebnisse der

PHF-Studie legen nahe, dass die Haushalte regelmäßig in Güter wie Kraftfahrzeuge und Möbel investieren, so dass trotz Abnutzung und eines leichten Preisverfalls ein Zuwachs von 2,6 % im Bestand zu verzeichnen ist.

Die Differenz zwischen dem Bestand und der Preisentwicklung von Sammel- und Spekulationsgütern zeigt auf, wie schwer es für die Inhaber jener Güter ist, den Marktpreis anzugeben. Zwar wurde in der PHF-Studie ein Zuwachs von 2,6 % gemessen, die Preise auf den Märkten für solche Güter sind jedoch um 51,0 % angestiegen.

Bestand und Preise des Finanzvermögens

Im Gegensatz zum Sachvermögen sind die Preise von Finanztiteln für Haushalte regelmäßig durch Konto- und Depotauszüge sowie Steuerbescheinigungen sichtbar. Der Bestand an Finanzvermögen deutscher Haushalte ist um 8,4 % gestiegen, während die Preise der Finanzgüter um 7,3 % zugelegt haben. Obwohl die Differenz zwischen den Wachstumsraten nur

⁵ Im Vermögenspreisindex wird der Preis für Betriebsvermögen durch die Kursentwicklung des SDAX bestimmt.



1,0 % beträgt, kommt es in den vier Unterkategorien (Spar- und Sichteinlagen, Aktien, Rentenwerte sowie sonstiges Finanzvermögen) zu teils erheblichen Abweichungen.

Da Spar- und Sichteinlagen keiner Inflation unterliegen, kann die nominale Veränderung von +4,2 % durch Arbeitseinkommen, Kapitalerträge, Konsum sowie In- und Devestitionen in Sach- und Finanzgüter erklärt werden.

Während Aktienpreise um 35 % zugenommen haben, hat sich der Nominalbestand jedoch nur um 27,5 % erhöht. Dies bedeutet, dass die verbleibenden -7,5 % ein Anzeichen für einen Verkauf von Aktientiteln nahelegen, wie auch bei institutionellen Anlegern in diesem Zeitraum zu beobachten war. Ähnlich verhält es sich mit Rentenwerten, deren Position sich im Bestand um einen halben Prozentpunkt verkleinert hat, der Preis jedoch um 4,6 % gestiegen ist. Die Differenz, ein Rückgang von 5,0 %, ist primär auf den Verkauf von Rentenwerten in den Portfolios von Lebensversicherern und Fonds zur privaten Altersvorsorge zurückzuführen.

Der Zuwachs im Bestand des sonstigen Finanzvermögens hat sich im Zeitraum 2010 bis 2014 mit +36,4 % bedeutend geändert, die Preise

sind hingegen um 3,1 % gefallen. Die so entstehende Differenz von 39,4 % ist primär auf Umschichtungen innerhalb des Finanzvermögens und Neuinvestitionen zurückzuführen.

Des Weiteren bleibt für das Finanzvermögen anzumerken, dass Haushalte bei einer Umfrage motiviert sein könnten, ein niedrigeres Sachvermögen anzugeben als sie tatsächlich besitzen. Solch eine Handlung könnte durch Sicherheitsbedenken bei der Offenbarung ihres Vermögens begründet sein.

Fazit

Sowohl aus der PHF-Studie, als auch aus dem Vermögenspreisindex lassen sich wertvolle Schlussfolgerungen über die Entwicklung des Vermögens privater deutscher Haushalte ziehen. Leider lässt sich auf Grund von methodischen Unterschieden und besagten Problematiken keine Schlussfolgerung über die reale Entwicklung des Vermögens deutscher Haushalte ziehen. Trotz aller methodischen Unterschiede bleibt die PHF-Studie die beste Datenquelle, um das Vermögen deutscher Haushalte zu kategorisieren und als Grundlage für die Wägung des Vermögenspreisindex zu nutzen.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 18. April 2016