

Zur Bedeutung von Erwartungsbefragungen für die Deutsche Bundesbank

Erwartungen von Wirtschaftsakteuren haben starken Einfluss auf ihre Entscheidungen und Handlungen. Je nach Einschätzung über zukünftige Entwicklungen werden Unternehmen mehr oder weniger investieren und Haushalte mehr oder weniger sparen oder konsumieren. Für die Bundesbank haben Erwartungen insbesondere in zweierlei Hinsicht Bedeutung. Zum einen wirken Erwartungen sowohl direkt als auch mittelbar über Konsum und Investitionen auf die Entwicklung der Preise, und stabile Preise sind Hauptziel der Bundesbank und des Eurosystems. Zum anderen spielen Erwartungen eine wichtige Rolle bei Entscheidungen über riskante, oft kreditfinanzierte Käufe – wie die von Immobilien – und beeinflussen damit die Finanzstabilität, deren Wahrung ebenfalls Aufgabe der Bundesbank ist.

Angesichts dieser Relevanz von Erwartungen hat die Bundesbank im Frühling 2019 eine Pilotstudie gestartet, um Erwartungen privater Haushalte in Deutschland über eine monatliche Befragung internetbasiert zu erfassen und erste Erkenntnisse über das Potenzial von bislang für Deutschland nicht vorliegenden Erwartungsdaten zu gewinnen. Befragt wurden insgesamt mehr als 4 000 Privatpersonen zu ihren Erwartungen, insbesondere bezüglich Inflation, Zinsen, Konsum, Mieten und Immobilienpreisen. Drei Erkenntnisse verdienen besondere Beachtung:

Erstens sind die Inflationserwartungen der Privatpersonen in Deutschland relativ gut verankert: Eine deutliche Mehrheit der Befragten erwartet über die kommenden 12 Monate Inflationsraten zwischen 0 % und 3 %, wobei der Median in allen drei Befragungswellen exakt bei 2 % liegt. Zweitens enthält die individuelle Unsicherheit über Inflationserwartungen Informationen über zukünftige Änderungen der individuellen Inflationserwartungen und ist damit hilfreich für die Geldpolitik und die Inflationsprognose. Drittens liegen die von den Bürgerinnen und Bürgern erwarteten Immobilienpreissteigerungen für die kommenden 12 Monate im Durchschnitt etwa auf gleicher Höhe wie die Immobilienpreissteigerungen des vergangenen Jahres, wobei Mieter tendenziell einen stärkeren Immobilienpreisanstieg erwarten als Eigentümer. Auf regional disaggregierter Ebene zeigen sich allerdings deutlich unterschiedliche Tendenzen, die eine genauere Beobachtung verdienen.

Nach Evaluation der Pilotstudie hat die Bundesbank beschlossen, Privatpersonen in Deutschland in Zukunft regelmäßig im Monatsrhythmus zu ihren Einschätzungen und Erwartungen zu befragen. Ergebnisse daraus werden unmittelbar der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt. Damit trägt die Bundesbank zu einer Verbesserung der Informationslage bezüglich wirtschaftlicher Erwartungen in Deutschland bei und erweitert die Datengrundlage zur Erfüllung ihrer Aufgaben.

■ Einleitung

Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der Wirtschaft spielen eine wichtige Rolle bei allen wirtschaftlichen Entscheidungen – vom Kauf saisonaler Lebensmittel mit ihren starken Preisschwankungen über den Kauf langlebiger Konsumgüter bis zu milliardenschweren Investitionsentscheidungen global aufgestellter Unternehmen. Das, was Haushalte und Unternehmen erwarten, beeinflusst aber nicht nur die eigenen Entscheidungen, sondern auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung: Wenn alle Akteure stark steigende Preise erwarten, dann werden viele geplante Käufe vorziehen, solange die Preise noch nicht so stark gestiegen sind. Diese erhöhte Nachfrage wird dann in der Regel zu steigenden Preisen führen – die Erwartungen sind in diesem Fall selbsterfüllend.

Auch für die Bundesbank spielen Erwartungen in jedem ihrer fünf Kerngeschäftsfelder – Geldpolitik, Finanzstabilität, Bankenaufsicht, Zahlungsverkehr und Bargeld – eine wichtige Rolle.

Erwartungen über die Entwicklung von Zinsen und Immobilienpreisen beeinflussen die Bereitschaft, eine Immobilie zu kaufen oder einen Immobilienkredit aufzunehmen. Diese Erwartungen haben so Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems allgemein, potenziell auch auf die Stabilität einzelner Banken. Und Erwartungen wirken sich auf die Preisentwicklung aus und beeinflussen daher die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. Es verwundert deshalb nicht, dass in jüngerer Zeit ein gestiegenes Interesse von Zentralbanken an einem genaueren Verständnis der Erwartungsbildung von Haushalten verzeichnet wird.¹⁾ Dies liegt auch darin begründet, dass Zentralbanken wie die des Eurosystems ihrer auf die Zukunft ausgerichteten Kommunikation, der sogenannten Forward Guidance, eine zunehmende Bedeutung beimessen.²⁾

Obwohl Erwartungsmaße eine so bedeutende Rolle für die Geldpolitik spielen, gibt es erstaunlich wenige Daten über Haushaltserwartungen

in Deutschland.³⁾ Die Bundesbank hat daher kürzlich eine Pilotstudie für eine umfassende Haushaltsbefragung zu Erwartungen veranlasst, um das Potenzial solcher Daten für die eigene, laufende Arbeit und für die Grundlagenforschung zu prüfen. Die Pilotstudie zu Erwartungen privater Haushalte in Deutschland wurde von April bis Juni 2019 in drei aufeinanderfolgenden Befragungswellen durchgeführt (zum Befragungskonzept siehe Erläuterungen auf S. 57 f.). Sie umfasste unterschiedliche Themenblöcke. Für die Geldpolitik von besonderem Interesse sind die Höhe der erwarteten Inflationsrate, ihre Verteilung über die Haushalte hinweg, die Entwicklung der Inflationserwartung über die Zeit und die Unsicherheit, die jede befragte Person individuell der Inflationsentwicklung beimisst. Außerdem von Interesse sind Unterschiede zwischen den Erwartungen von Haushalten und denen professioneller Marktteilnehmer sowie die Bestimmungsgrößen für die Erwartungsbildung und die Beziehungen zwischen den Inflationserwartungen der Haushalte und ihrem Konsum- und Sparverhalten.

Für die Finanzstabilität stehen insbesondere Fragen zur Erwartung der Haushalte über die Entwicklung von Mieten, Immobilienpreisen und Zinsen im Fokus sowie die Bestimmungsgrößen für die diesbezügliche Erwartungsbildung. Denn diese Daten können Hinweise auf drohende abrupte Preiskorrekturen und damit auf Risiken aus Immobilienkrediten geben.

*Bestehende
Defizite bei
Befragungen zu
Haushaltserwartungen und
Bundesbank-
Pilotstudie*

¹ Hierzu finden sich eine Reihe von kürzlich gehaltenen Reden hochrangiger Notenbankmitglieder, so von Benoît Coeuré am 11. Juli 2019, von Luis de Guindos am 27. August 2019 sowie von François Villeroy de Galhau und von Jens Weidmann am 26. September 2019.

² Vgl. Rede von Jens Weidmann vom 2. Mai 2018.

³ Die bedeutendste Befragung wird im Auftrag der Europäischen Kommission durchgeführt, sie enthält u. a. sowohl qualitative als auch quantitative Angaben zu Inflationserwartungen. Siehe Internetseiten der Europäischen Kommission: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys_en. Allerdings sind die Mikrodaten der quantitativen Angaben nicht öffentlich verfügbar. Außerdem zeigen jüngere Forschungserkenntnisse, dass umfassendere Haushaltsbefragungen zusätzliche wertvolle Informationen liefern können, die die Arbeit in Zentralbanken unterstützen können, vgl.: Coibion et al. (2018) und die darin zitierten Quellen.

Befragungskonzept der Bundesbank-Pilotstudie zu Erwartungen privater Haushalte in Deutschland

In der Bundesbank-Pilotstudie wurden in drei aufeinanderfolgenden Wellen jeweils circa 2 000 Privatpersonen online über das Internet befragt, was in über 6 000 Antworten resultierte. Ein Teil der Personen wurde mehrfach befragt, sodass 4 000 Personen einbezogen wurden. Die Online-Befragung gewährleistet kurze Feldzeiten, eine schnelle Datenverarbeitung und damit eine hohe Befragungsdichte. Allerdings stellen eine möglichst umfassende Abdeckung der Bevölkerung und der Stichprobenumfang eine gewisse Herausforderung dar, insbesondere im Gegensatz zu persönlichen (Face-to-Face-) Befragungen. Die Zielpopulation der Befragung waren Personen mit einem Mindestalter von 16 Jahren, die in Deutschland leben und über Internetzugang verfügen. Die Befragung wurde von forsa mit dem vollständig offline rekrutierten Online-Panel des Unternehmens durchgeführt (forsa.omninet). Die Befragten werden telefonisch während einer forsa.omniTel-Umfrage rekrutiert, die auf einer repräsentativen Stichprobe der deutschsprachigen Bevölkerung mit einem Mindestalter von 14 Jahren basiert. Vorteil dieser telefonischen Offline-Rekrutierung ist es, dass die Online-Befragung damit auch Personen enthält, die nicht viel Zeit im Internet verbringen und im Gegensatz zu online rekrutierten Panels keine Personen einbezieht, die nur aus finanziellen Gründen an (Online-)Befragungen teilnehmen. So lassen sich Verzerrungseffekte, insbesondere Selection Bias, gut reduzieren und eine repräsentative Stichprobe der deutschen Online-Population erzielen. Die Tabelle auf Seite 58 gibt einen Überblick über den methodischen Rahmen der Bundesbank-Pilotstudie.

Die Fragebögen der Bundesbank-Pilotstudie bestehen aus einer Reihe von Kernfragen sowie aus variierenden Fragemodulen, die von der Bundesbank sowie von internen und externen Forscherinnen und Forschern vorgeschlagen wurden. Der Schwerpunkt der Fragebögen liegt auf der Abfrage von Erwartungen und der entsprechenden Kontrollvariablen, um Erkenntnisse in Bezug auf den Prozess der Erwartungsbildung zu gewinnen.¹⁾

Die Fragen zu den Erwartungen privater Haushalte sind detailliert und tragen unterschiedlichen Messgrößen sowie den Erfahrungen und Empfehlungen aus anderen Studien Rechnung. Die Fragen zu Inflationserwartungen werden in qualitativer Form (Richtung der Inflationsänderung), quantitativer Form (Punktschätzung der Inflationserwartung) und probabilistischer Form (Bewertung der Wahrscheinlichkeiten, dass die Inflation innerhalb bestimmter Spannen liegen wird) gestellt, das gleiche gilt für die erwartete Preisentwicklung von Wohnimmobilien. Die Erwartungen in Bezug auf Mieten sowie die Zinsentwicklung werden in qualitativer und quantitativer Form analysiert, letztere sowohl für Hypotheken- als auch für Sparzinsen. In ausschließlich qualitativer Form werden die Erwartungen zu allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklungen abgefragt, insbesondere zu Arbeitslosigkeit.

Die Verzerrung der Befragungsergebnisse durch Nichtteilnahme an der Befragung und durch Befragungsabbrüche – der sogenannte Non-Response-Bias – kann in gewissem Umfang durch Gewichtung korrigiert werden. Die Bundesbank-Pilotstudie enthält nur spärliche Informationen zu den Personen, die eine Teilnahme an der Befragung abgelehnt haben. Durch Vergleich des demografischen Profils der Befragten mit dem der Zielpopulation können jedoch für jede befragte Person Gewichte konstruiert werden. Für diese Befragung wurden die Gewichte so gewählt, dass die Randverteilung in Bezug auf Alter, Geschlecht, Bildungsstand und Region den Daten der für die deutsche (Online-)Population mit Mindestalter 14 repräsentativen forsa.omniTel-Omnibusbefragung entspricht.²⁾

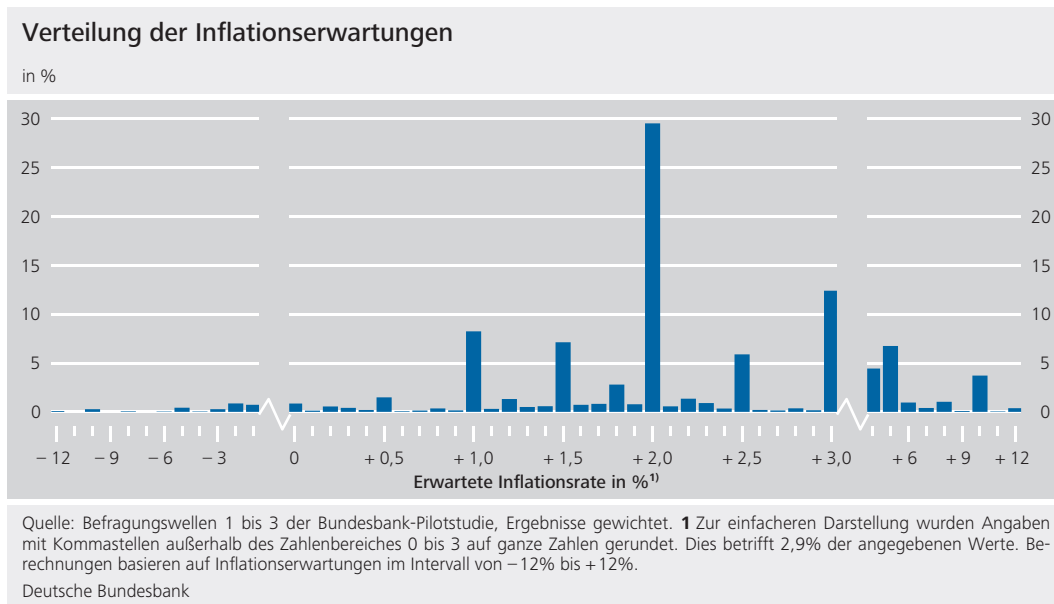
¹ Die Fragebögen sind auf der Internetseite zur Pilotstudie verfügbar, siehe: <https://www.bundesbank.de/de/bundesbank/forschung/erwartungsstudie>.

² Eine ausführlichere Darstellung und Bewertung von Methodik und Datenqualität wird im ersten Vierteljahr 2020 im Rahmen eines technischen Papiers veröffentlicht werden.

Der methodische Rahmen im Überblick

Geografische Reichweite	Deutschland
Zielpopulation	Personen mit Mindestalter 16 Jahre und Internetzugang
Befragungsunternehmen	forsa
Sampling-Rahmen	forsa.omninet-Panel, Offline-Rekrutierung über forsa.OmniTel
Stichprobe	6 652 Beobachtungen in 3 Wellen Welle 1: 2 009, Welle 2: 2 052, Welle 3: 2 591
Panel-Design	1 617 Beobachtungen von 539 Befragten in 3 Wellen 2 994 Beobachtungen von 1 497 Befragten in 2 Wellen 2 041 Beobachtungen von 2 041 Befragten in 1 Welle
Bezugszeitraum	April bis Juni 2019
Fragebogen	Von der Bundesbank und externen Forschern entwickelt, unter Verwendung einiger Fragen aus internationalen Befragungen zu den Erwartungen privater Haushalte; insgesamt 28 Fragen, 13 Kernfragen und eine variierende Anzahl spezifischer Fragen sowie: – soziodemografische und Feedback-Fragen – von forsa automatisch erhobene Paradata – in den Fragebögen umgesetzte Experimente und Stichprobenteilungen
Feldarbeit	Einzelbefragung, nicht Bestandteil einer forsa-Omnibusbefragung; Dauer der Wellen: 9 bis 15 Tage; Durchschnittliche Befragungszeit: 18 Minuten
Zeitraum der Feldarbeit	Welle 1: 30. April bis 8. Mai 2019 Welle 2: 29. Mai bis 10. Juni 2019 Welle 3: 19. Juni bis 3. Juli 2019
Prätest	Unter Bundesbank-Mitarbeitern: ~450 Befragte Durchführung vor Welle 1 durch forsa: ~50 Befragte Durchführung vor Welle 2 durch forsa: ~40 Befragte Durchführung vor Welle 3 durch forsa: ~50 Befragte
Kontaktstrategie	Telefonische Rekrutierung für das forsa.omninet-Panel; Einladung zur Teilnahme an der Bundesbank-Pilotstudie per E-Mail, keine Differenzierung des Einladungstextes zwischen Panel- und Nicht-Panel-Befragten
Befragungsmethode	Computer-assisted web interviewing (CAWI); keine Möglichkeit, zur vorherigen Frage zurückzugehen und Antworten zu korrigieren; Soft-Prompt: Antwort „Weiß nicht“ wird angezeigt, nachdem der Befragte auf „Weiter“ geklickt hat, ohne die Frage beantwortet zu haben; es ist nicht möglich, ohne eine Antwort zur nächsten Frage überzugehen
Anreize für eine Teilnahme	100 Bonuspunkte im forsa-Belohnungssystem
Befragungssprache	Deutsch
Während der Befragung verwendete Hilfsmittel	Die Befragten können Hilfsmittel zur Beantwortung der Fragen verwenden, über die Feedbackschleife werden Informationen dazu erhoben, welche Mittel genutzt wurden
Rücklaufquote	Rücklaufquote 1 gemäß Definition der American Association for Public Opinion Research (AAPOR): ¹⁾ Welle 1: 59,7% Welle 2: 58,9% Welle 3: 62,5%
Gewichtung	Gewichtungen nach Stratifikation in Bezug auf Alter, Geschlecht, Region und Bildungsstand auf Basis der forsa.omniTel-Zielpopulation; kein Trimming von Gewichten
Sprachliche Überarbeitung und Konsistenzprüfung	Konsistenzprüfungen nach Befragungen, kleinere Änderungen von forsa in Bezug auf die Kodierung fehlender Werte

¹ Die AAPOR Rücklaufquote 1 ist definiert als die Anzahl vollständiger Interviews dividiert durch die Gesamtanzahl möglicher Interviews (Summe der vollständigen, nicht vollständigen und Nicht-Interviews).



Im vorliegenden Aufsatz werden die Methodik und ausgewählte Ergebnisse der Pilotstudie dargestellt. Unter Berücksichtigung von Fragen der Datenqualität wird die Relevanz der erzielten Erkenntnisse vor dem Hintergrund der wissenschaftlichen Forschung und unter besonderer Berücksichtigung der Aufgaben der Bundesbank bewertet, bevor der Aufsatz mit einem Ausblick über die Pläne der Bundesbank zur Verwendung von Erwartungsdaten schließt.

Ein Vergleich mit Vorhersagen professioneller Prognostiker, deren Prognosen im Befragungszeitraum in einer Spanne zwischen 1,2% und 2,5% lagen,⁴⁾ macht deutlich, dass die Mehrheit der Befragten in der Bundesbank-Pilotstudie weitgehend vergleichbare Erwartungen aufweist. Und auch im Vergleich mit anderen Befragungen von Privatpersonen liefert die Bundesbank-Pilotstudie vergleichbare und sehr plausible Ergebnisse (siehe Erläuterungen auf S. 60 f.).

Erkenntnisse für die Geldpolitik und die Zentralbankkommunikation

Mehrheit der Befragten erwartet Inflationsraten zwischen 0% und 3%, der Median liegt bei 2%

Mehr als 60% der Privatpersonen in Deutschland rechnen in allen drei Befragungsmonaten von April bis Juni 2019 mit einem Anstieg der Inflationsrate im Laufe der nächsten 12 Monate. Gefragt nach der Höhe der Inflationsrate in den nächsten 12 Monaten, geht der Großteil der Privatpersonen von einer Inflationsrate zwischen 0% und 3% aus (siehe oben stehendes Schaubild). Nur einige wenige Personen rechnen mit sehr hohen Inflationsraten oder mit stark negativen Inflationsraten, also hoher Deflation. Der Median, also der Wert, der die Befragten in zwei gleich große Gruppen mit hohen oder niedrigen Inflationserwartungen teilt, liegt in allen drei Wellen bei exakt 2%.

Die Auswertung der Daten aus der Bundesbank-Pilotstudie stützt wissenschaftliche Untersuchungen, die aufzeigen, dass Erfahrungen aus der Vergangenheit die aktuellen Inflationserwartungen beeinflussen,⁵⁾ und liefert zusätzliche Erkenntnisse. Ein Beispiel hierfür sind die Erwartungen von Personen, die vor der Wiedervereinigung in der ehemaligen DDR gelebt haben. Diese rechnen in der Befragung mit einer höheren Inflationsrate als Personen, die in der BRD lebten. Zudem halten sie einen Anstieg der Inflationsrate für wahrscheinlicher. Dieser Unterschied lässt sich auf die Erfahrung eines plötz-

⁴ Tiefst- und Höchstwert der VPI-Prognose im Rahmen der von Consensus Economics im März 2019 getroffenen Prognose für Deutschland für März 2020.

⁵ Malmendier und Nagel (2016) dokumentieren Kohorteneffekte in den Inflationserwartungen und bringen diese mit der Inflationserfahrung im bisherigen Leben der Privatpersonen in Verbindung.

Vergleich der Ergebnisse der Bundesbank-Pilotstudie mit bestehenden Befragungen

Ein Teil der Statistiken, die zur Beschreibung der Erwartungen von Haushalten und Privatpersonen herangezogen werden, basiert auf Mittel- oder Durchschnittswerten, die sehr anfällig für Verzerrungen durch ungewöhnliche Antworten sind, sogenannte Ausreißer. Dies ist insbesondere dann problematisch, wenn die Befragten aufgefordert werden, eine Punktschätzung zur Inflationsentwicklung und zur Entwicklung der Preise am Wohnimmobilienmarkt abzugeben, da hier bekanntermaßen von wenigen Befragten extreme Antwortwerte genannt werden. In der Literatur werden daher üblicherweise nur Erwartungen analysiert, die um extreme Ausreißer bereinigt sind. Für Inflationserwartungen werden gängigerweise nur Beobachtungen, die im Intervall von –12 % und +12 % liegen, analysiert.¹⁾ Diese Erläuterungen vergleichen die Ergebnisse der Bundesbank-Pilotstudie und insbesondere

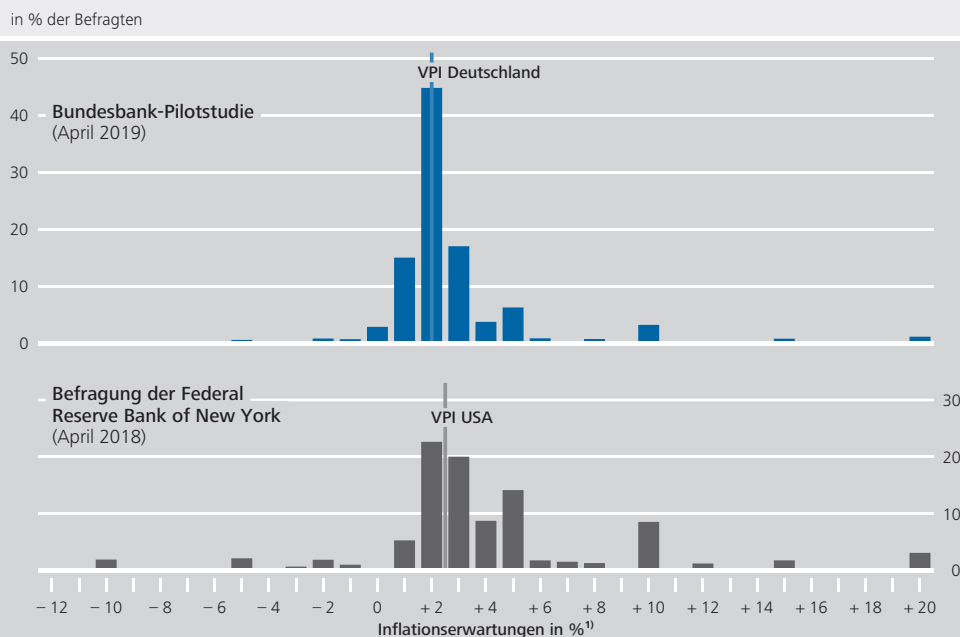
den Anteil von Ausreißern mit den Ergebnissen anderer Befragungen zu Erwartungen privater Haushalte – einerseits des Survey of Consumer Expectations der Federal Reserve Bank von New York und andererseits der Befragung von Privatpersonen im Auftrag der Europäischen Kommission, in Deutschland durchgeführt durch das Unternehmen GfK.²⁾

Wertet man Erwartungen unter –12 % und über 12 % Inflation als statistische Ausreißer, liegt deren Prozentsatz in der Bundesbank-Pilotstudie mit 4,8 % niedriger als in den

1 Siehe die Arbeiten, die auf dem Survey of Consumer Expectations der Federal Reserve Bank von New York basieren. Vgl. auch: Van der Klaauw et al. (2008).

2 Siehe: <https://www.newyorkfed.org/microeconomics/sce> bzw. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys_en.

Vergleich der Inflationserwartungen zwischen Bundesbank-Pilotstudie und der Befragung der Federal Reserve Bank of New York¹⁾



Quellen: Befragungswelle 1 der Bundesbank-Pilotstudie sowie Survey of Consumer Expectations der Federal Reserve Bank of New York (Befragungswelle April 2018). * Gezeigt wird die Verteilung der individuellen Antworten auf die quantitative Frage nach Inflationserwartungen sowie die realisierte Inflationsrate (Verbraucherpreisindex: VPI) im Befragungsmonat. 1 Berechnungen basieren auf Inflationserwartungen im Intervall von –12% bis +20%.

USA, aber auch niedriger als bei der GfK-Befragung (siehe nebenstehende Tabelle).

Das Schaubild auf Seite 60 veranschaulicht die Verteilung der Antworten in der ersten Welle der Bundesbank-Pilotstudie (Feldarbeit im April 2019) im Vergleich zu den Antworten des Survey of Consumer Expectations der Federal Reserve Bank von New York (Feldarbeit im April 2018). Angesichts der Tatsache, dass beide Studien zu Zeitpunkten durchgeführt wurden, denen eine Phase niedriger und stabiler Inflationsraten vorausging und in denen die Inflationsraten in Deutschland und den USA sehr ähnlich waren, fällt auf, dass die Bundesbank-Daten für Privatpersonen in Deutschland eine wesentlich engere Verteilung aufweisen, mit flacheren oberen und unteren Rändern.³⁾

Aufgrund der geringen Anzahl an Ausreißern ist es derzeit allerdings nicht möglich, verlässliche Erklärungsmuster für die Ausrei-

Ausreißer in Bezug auf die Inflationserwartungen im Vergleich

Befragung	GfK	Bundesbank-Pilotstudie
Zeitraum	April-Juni 2016	April-Juni 2019
Methode	CATI	CAWI
Formulierung	Preis	Inflationsrate
Mittelwert	4,5	3,4
Standardabweichung	7,2	7,6
Ausreißer in % (< -12 % und > 12 %)	5,5	4,8
Preisrückgang erwartet, % der Befragten	0,9	3,8
Anzahl Beobachtungen	2 794	6 448

Quellen: GfK EURO BUS (GfK), Bundesbank-Pilotstudie. Alle Zahlen sind gewichtet.
 Deutsche Bundesbank

ßerwerte auf Basis von soziodemografischen Profilen zu finden.

³ Beobachtungen mit Antworten von unter -12 % oder über 20 % Inflation sind nicht berücksichtigt.

lichen Inflationsanstiegs in Ostdeutschland unmittelbar nach der Wiedervereinigung zurückführen.⁶⁾

Auch andere Strukturen in den Daten der Bundesbank-Pilotstudie bestätigen Erkenntnisse der wissenschaftlichen Literatur. Eine Betrachtung unterschiedlicher soziodemografischer Gruppen zeigt, dass Männer eine geringere Wahrscheinlichkeit für einen Anstieg der Inflationsrate sehen als Frauen und im Allgemeinen auch niedrigere Inflationserwartungen haben. Ebenso haben Privatpersonen mit einem höheren Bildungsstand, Eigenheimbesitzer und Personen in Vollzeitbeschäftigung tendenziell relativ geringere Inflationserwartungen.

Interessant ist zudem, dass die Inflationserwartungen mit steigendem Einkommensniveau zurückgehen (siehe Schaubild auf S. 62). Dieser Effekt könnte mit Unterschieden in der Inflationserfahrung in Zusammenhang stehen: Aufgrund von Unterschieden in den jeweiligen

Konsumbündeln könnten einkommensschwache Haushalte einer höheren Inflation ausgesetzt sein als einkommensstarke Haushalte.⁷⁾

Nicht nur die Höhe der Inflationserwartungen, auch die Streuung der Inflationserwartungen ist von Interesse für die Geldpolitik. Das Ausmaß der Streuung und ihre Entwicklung im Zeitverlauf können bedeutende Auswirkungen auf die geldpolitische Transmission haben, wie eine aktuelle Studie darlegt.⁸⁾ Das Schaubild auf Seite 63 oben zeigt beispielhaft die durchschnittliche erwartete Inflationsrate nach Ein-

⁶ Vgl.: Goldfayn-Frank und Wohlfart (2019).

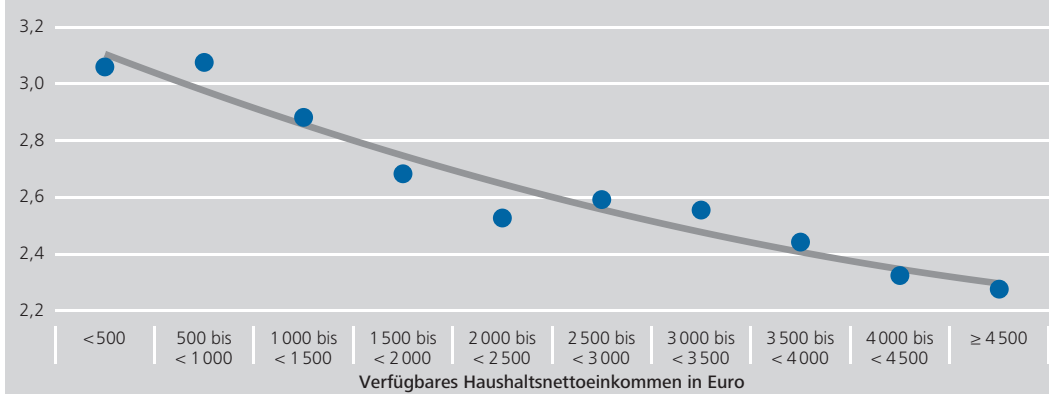
⁷ Vgl.: Kaplan et al. (2017) und D'Acunto, Malmendier, Ospina und Weber (2019). Neben unterschiedlichen Erfahrungsmustern werden in der Literatur auch Unterschiede in der Informationsrezeption und -verarbeitung als mögliche Erklärungsgründe genannt. Siehe u. a.: D'Acunto, Hoang, Paloviita und Weber (2019).

⁸ Vgl.: Falck et al. (2019). Für eine umfassende Untersuchung der Beziehung zwischen der Streuung der Inflationserwartungen von Haushalten und der geldpolitischen Transmission bedarf es allerdings einer längeren Zeitreihe.

Unterschiede nach Bevölkerungsgruppen

Erwartete Inflationsrate nach Einkommensgruppe⁹⁾

Mittelwerte in %



Quelle: Befragungswellen 1 bis 3 der Bundesbank-Pilotstudie, Ergebnisse gewichtet. * Als Einkommensmaß wird das verfügbare Haushaltsnettoeinkommen (nach Steuern und Abgaben) verwendet. Hierbei bleibt die Haushaltsgröße unberücksichtigt. Berechnungen basieren auf Inflationserwartungen im Intervall von -12% bis +12%.

Deutsche Bundesbank

kommensgruppen (über oder unter dem Median) in der oberen Grafik und die Streuung der erwarteten Inflationsraten⁹⁾ in der unteren Grafik: Personen mit einem Einkommen oberhalb des Medians haben nicht nur niedrigere Inflationserwartungen als Personen mit geringem Einkommen, ihre Inflationserwartungen liegen zudem näher beieinander.

Inflationserwartungen und individuelle Unsicherheit

Höhere individuelle Unsicherheit über die zukünftige Inflation geht mit stärkeren Erwartungsanpassungen einher

Ein weiterer wichtiger Aspekt der Inflationserwartungen ist die individuelle Unsicherheit über das Niveau der erwarteten Inflation. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob höhere Unsicherheit über zukünftige Inflation mit der Bereitschaft einhergeht, die eigene Inflationserwartung anzupassen. Um der Frage nachgehen zu können, wie sicher sich Privatpersonen in ihren Inflationserwartungen sind und in welchem Maß besonders unsichere Personen ihre Erwartungen im Zeitablauf anpassen, enthält die Bundesbank-Pilotstudie eine Frage zur subjektiven Wahrscheinlichkeitsverteilung der erwarteten Inflationsrate.¹⁰⁾

Es zeigt sich, dass Privatpersonen mit höheren Inflationserwartungen sowie Privatpersonen, die mit negativer Inflation rechnen, tendenziell

unsicherer in ihren Inflationsprognosen sind (siehe Schaubild auf S. 63 unten).¹¹⁾

Die Unterschiede im subjektiven Unsicherheitsniveau und in der Höhe der erwarteten Inflationsraten haben in der Pilotstudie deutliche Auswirkungen auf Änderungen an diesen Erwartungen. Auf Basis der Antworten von mehrfach befragten Personen ist festzustellen, dass bei Privatpersonen mit einem höheren Maß an Unsicherheit in Bezug auf die künftige Höhe der Inflationsrate eine signifikant höhere Wahrscheinlichkeit besteht, dass diese ihre Inflationsprognose von einem Monat auf den nächsten verändern. Privatpersonen mit moderaten Inflationserwartungen (in einer Größenordnung von 0 % bis 3 %) ändern diese im Durchschnitt leicht nach unten, Privatpersonen, die mit negativer Inflation rechnen, ebenfalls nach unten, Privatpersonen mit höheren Inflationserwartungen jedoch stark nach oben.

⁹ Die Streuung der Antworten der verschiedenen Personen mit niedrigerem (höherem) Einkommen wird hier und im Folgenden anhand der Standardabweichung gemessen.

¹⁰ Die Befragten wurden gebeten, die Wahrscheinlichkeit künftiger Inflationsszenarien einzuschätzen, indem sie 100 Punkte über die dargestellten Inflationsszenarien verteilen.

¹¹ Dieses Phänomen ist nicht nur in Deutschland und nicht nur bei privaten Haushalten zu beobachten: Afrouzi und Veldkamp (2019) finden bei der Untersuchung der Erwartungen von Unternehmen ähnliche Ergebnisse.

Zentralbankkommunikation kann zur Verringerung von Unsicherheit beitragen

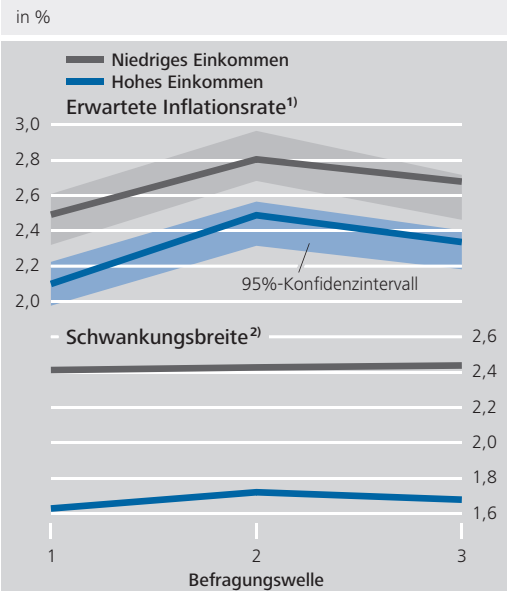
Zentralbanken präferieren es üblicherweise, wenn Inflationserwartungen möglichst stabil in der Nähe des geldpolitischen Zielwerts für die Inflationsrate liegen. Denn solange dies der Fall ist, werden Veränderungen des von der Zentralbank gesetzten geldpolitischen Zinses direkt weitergegeben auf den für Investitionen und Konsum relevanten Realzins. Abrupte Änderungen der individuellen Inflationserwartungen könnten auf eine Entankerung der Inflation vom geldpolitischen Zielwert hindeuten, der die Transmission der Geldpolitik erschweren würde und dem die Zentralbank kommunikativ entgegenzuwirken versuchen würde.¹²⁾ Auf Basis der Daten aus der Bundesbank-Pilotstudie wurden hierfür zwei wichtige Erkenntnisse generiert: Coibion, D’Acunto, Gorodnichenko und Weber zeigen erstens, dass zusätzliche Informationen die individuelle Unsicherheit hinsichtlich der Inflationserwartungen reduzieren können. Und zweitens zeigen Conrad und Glas, dass diejenigen Personen besonders unsicher sind, die sich nicht primär über klassische Medien wie Zeitungen, Fernseh- oder Radionachrichten über Geldpolitik informieren (siehe Schaubild auf S. 66).¹³⁾ Diese Erkenntnis bestärkt die Bundesbank in ihrem eingeschlagenen Kurs, zunehmend auch über soziale Medien zu kommunizieren. Weitere Forschungserkenntnisse wurden im Rahmen einer von der Bundesbank gemeinsam mit der Banque de France organisierten Konferenz zu Haushaltserwartungen vorgestellt (siehe Erläuterungen auf S. 64 f.).

Angesichts der Bedeutung fest verankerter Inflationserwartungen für die Geldpolitik könnten zeitnah zur Verfügung stehende und qualitativ hochwertige Zeitreihen zu Inflationserwartungen und der Unsicherheit darüber eine wertvolle Informationsquelle für eine Zentralbank sein.

Inflationserwartungen und Konsum- und Sparabsichten

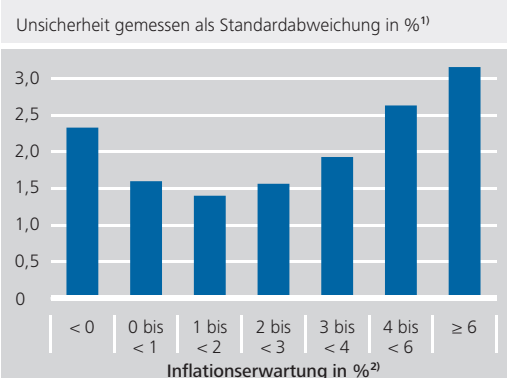
Ein anderes, für Zentralbanken wichtiges Feld betrifft den Zusammenhang von Inflations-

Inflationserwartung und Schwankungsbreite nach Einkommensgruppe^{*)}



Quelle: Befragungswellen 1 bis 3 der Bundesbank-Pilotstudie, Ergebnisse gewichtet. * Als Einkommensmaß wird das verfügbare Haushaltsnettoeinkommen (nach Steuern und Abgaben) verwendet. Teilung in niedriges und hohes Einkommen erfolgt anhand des Wertes des Median. Hierbei bleibt die Haushaltsgröße unberücksichtigt. Berechnungen basieren auf Inflationserwartungen im Intervall von -12% bis +12%. **1** Punktprognose, gemessen als Mittelwert. **2** Punktprognose, gemessen als Standardabweichung vom Mittelwert.
 Deutsche Bundesbank

Erwartete Inflationsrate und Unsicherheit



Quelle: Befragungswellen 2 und 3 der Bundesbank-Pilotstudie, Ergebnisse gewichtet. **1** Dargestellt als Standardabweichung der individuellen Verteilung aus der probabilistischen Frage zu Inflationserwartungen. **2** Die erwartete Inflationsrate basiert auf der Punktschätzung. Berechnungen basieren auf Inflationserwartungen im Intervall von -12% bis +12%.
 Deutsche Bundesbank

¹² Dass die Kommunikation der Zentralbank Auswirkungen auf die Inflationserwartungen der Haushalte haben kann, zeigen u. a.: Lamla et al. (2019); De Haan et al. (2019); Binder (2017).

¹³ Siehe Präsentationen von M. Weber und C. Conrad auf der Bundesbank-Banque de France Conference on Household Expectations sowie Coibion et al. (2019).

Erkenntnisse aus der gemeinsam von Banque de France und Deutscher Bundesbank veranstalteten Konferenz zu Haushaltserwartungen

Bei der am 26. bis 28. September 2019 abgehaltenen Konferenz wurden – unter anderem auf Basis der Bundesbank-Pilotstudie zu Erwartungen privater Haushalte in Deutschland – wissenschaftliche Erkenntnisse vorgestellt, die für die Geldpolitik, die Finanzstabilitätspolitik und für die Kommunikation der Bundesbank von Bedeutung sein könnten. Eine Auswahl daraus wird im Folgenden skizziert.¹⁾

Erkenntnisse zur Geldpolitik

Inflationserwartungen stehen derzeit deshalb so im Fokus der Geldpolitik, weil angesichts nahezu fixer kurzfristiger Nominalzinsen nur noch über sie die Realzinsen beeinflussbar sind.²⁾ Inflationserwartungen wirken auf Haushaltskonsum, Investitionen und Preissetzung von Firmen sowie auf die Lohnforderungen von Arbeitskräften. Für die Ermittlung kausaler Zusammenhänge zwischen Inflationserwartung und Handlungen werden zunehmend sogenannte randomisierte kontrollierte Studien („randomised controlled trial“: RCT) genutzt, bei denen nur ein Teil der Befragten bestimmte Informationen erhält. So kann der Effekt dieser Informationen auf die Erwartungsbildung und Handlungen untersucht werden.³⁾

Firmen passen ihre Inflationserwartungen auf geldpolitische Entscheidungen hin an, finden Bottone und Rosolia (2019) für Italien. Bezüglich des Firmenverhaltens bei gestiegener Inflationserwartung finden Coibion, Gorodnichenko und Kumar (2018) auf Basis neuseeländischer Daten Beschäftigungs- und Investitionsanstiege und unveränderte Preise und Löhne. Coibion, Gorodnichenko und Ropele (2018) hingegen

stellen auf Basis italienischer Daten Beschäftigungs- und Investitionsrückgänge sowie Preisanstiege fest.⁴⁾

Haushalte in Deutschland verhalten sich nicht nach der Neo-Fisherianischen Theorie, das heißt, sie erwarten nicht, dass eine Zinserhöhung die Inflationsrate erhöhen würde. Diese Erkenntnis gewinnen Bachmann, Born, Sims und Weber auf der Grundlage von Fragen, die im Rahmen der Bundesbank-Pilotstudie gestellt wurden. Auch in Teilgruppen der Befragten finden sich nahezu keine Neo-Fisherianer, stattdessen ist die gängige Theorie von Zinserhöhungen, die Inflationsrückgänge nach sich ziehen, in den Befragungsdaten bestätigt.⁵⁾

Erkenntnisse zur Finanzstabilität

Mieter erwarten deutlich höhere Hauspreiserwartungen als Eigentümer, da sie unterschiedliche Informationsquellen nutzen. Diese Erkenntnis gewinnen Kindermann, Le Blanc, Piazzesi und Schneider aus Auswertungen von Daten der Bundesbank (PHF und Pilotstudie) sowie aus einem Modell mit lernenden Agenten. Demnach können die individuellen Hauspreiserwartungen im

1 Das Programm und alle Präsentationen der Konferenz sind im Internet verfügbar, siehe: <https://www.bundesbank.de/de/bundesbank/forschung/konferenzen/joint-conference-on-household-expectations-794662>.

2 Für wirtschaftliche Entscheidungen relevant ist der wahrgenommene Realzins $r_t = i_t - E_t(\pi_{t+1})$. Wenn der Nominalzins i_t fix ist, dann bestimmt gemäß obiger Fisher-Gleichung die Inflationserwartung $E_t(\pi_{t+1})$ den Realzins.

3 Vgl. Keynote-Rede von Coibion (University of Texas at Austin).

4 Vgl. Posterpräsentation von Rosolia (Banca d'Italia) sowie Keynote-Rede von Coibion (University of Texas at Austin).

5 Vgl. Präsentation von Born (Frankfurt School; mit Daten der Bundesbank-Pilotstudie).

Wesentlichen durch den Wohnstatus (Mie-ter oder Eigentümer) erklärt werden, sowie durch das vergangene Hauspreiswachstum in der Region des/der Befragten.⁶⁾

Erwartungen von Haushalten beeinflussen Kaufverhalten und können dabei helfen, Hauspreiszyklen zu erklären. Mit den Daten der Bundesbank-Pilotstudie untersuchen Abbassi und Beutel, welche Rolle Erwartungen und vor allem Heterogenität von Erwartungen für die Entwicklung von Hauspreisen und Mieten haben. Ludwig, Mankart, Quintana, Vellekoop und Wiederholt untersuchen ähnliche Fragen mit niederländischen Daten und ziehen die Daten der Bundesbank-Pilotstudie hinzu.⁷⁾

Haushalte gewöhnen sich an Hauspreisanstiege und extrapolieren vergangene Hauspreisanstiege in die Zukunft. Sie überschätzen dabei auf längere Sicht die Persistenz, das heißt, sie unterschätzen die Eigenschaft von Hauspreisen, zu einer durchschnittlichen Wachstumsrate zurückzukehren. Dieses Ergebnis erzielen Gosselin, Khan und Verstraete (2019) auf Basis einer repräsentativen Haushaltsumfrage in Kanada, im Resultat können sich aus überzogenen Immobilienpreiserwartungen stark ausgeprägte Immobilienpreiszyklen ergeben. In Verbindung mit Kreditaufnahme können so Finanzstabilitätsrisiken entstehen.⁸⁾

Erkenntnisse zur Zentralbankkommunikation

Einfache Zentralbankbotschaften haben starke Wirkung auf die Erwartungen von Haushalten. Je umfangreicher die Botschaften sind, desto geringer ist deren Wirkung. Diese Erkenntnis finden mehrere Studien auf Basis von amerikanischen Daten. Befragte, denen einfache Botschaften mitgeteilt wurden – die jüngst realisierte Inflationsrate, das Inflationsziel oder die Inflationsprognose der

Zentralbank –, haben daraufhin ihre Inflationserwartung signifikant hin zu plausiblen Werten angepasst. Andere Befragte bekamen als sogenanntes „Information Treatment“ das jeweils jüngste FOMC-Statement oder einen Presseartikel zur jüngsten geldpolitischen Entscheidung vorgelegt. Die Reaktion auf den Presseartikel war hierbei im Vergleich mit den anderen hier genannten Informationen am schwächsten. Allerdings ist die Anpassung der Inflationserwartungen nur von kurzer Dauer: Nach einem halben Jahr ist keine signifikante Wirkung mehr zu erkennen. Das gleiche Ergebnis findet sich in einem Laborexperiment, bei dem mehrere Befragte auf Basis bestimmter Zentralbankinformationen ihre Erwartungen bilden, wodurch sich dann im Labor tatsächliche Werte für Zinsen, Einkommen und Inflation ergeben: Einfache Zentralbankinformationen stabilisieren in diesem Experiment Zinserwartungen am besten.⁹⁾

Privatpersonen in Deutschland greifen überwiegend auf klassische Medien zurück, wenn sie sich über Geldpolitik informieren. Dies gilt umso stärker, je älter, gebildeter und reicher die Personen sind. Personen, die klassische Medien nutzen (Radio, TV, Zeitungen oder deren Webseiten), haben signifikant niedrigere Inflationserwartungen, geringere Prognosefehler und eine geringere Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Inflation.¹⁰⁾

⁶ Vgl. Keynote-Rede von Piazzesi (Stanford University; u. a. mit Daten der Bundesbank-Pilotstudie).

⁷ Vgl. Präsentation von Beutel (Deutsche Bundesbank; mit Daten der Bundesbank-Pilotstudie) sowie Posterpräsentation von Mankart (Deutsche Bundesbank; u. a. mit Daten der Bundesbank-Pilotstudie).

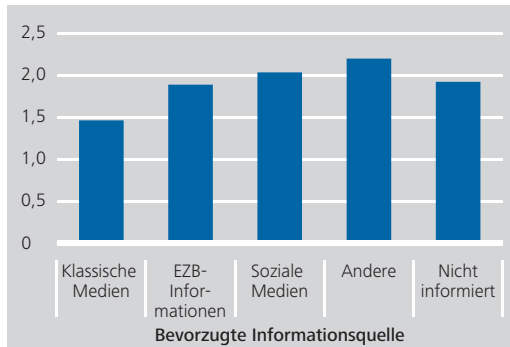
⁸ Vgl. Posterpräsentation von Verstraete (Bank of Canada).

⁹ Vgl. Keynote-Rede von Coibion (University of Texas at Austin) sowie Präsentation von Petersen (Simon Fraser University).

¹⁰ Vgl. Posterpräsentation von Conrad (Universität Heidelberg; mit Daten der Bundesbank-Pilotstudie).

Unsicherheit bezüglich der erwarteten Inflationsrate nach Informationskanälen

Unsicherheit gemessen als Standardabweichung in %¹⁾



Quelle: Befragungswelle 3 der Bundesbank-Pilotstudie, Ergebnisse gewichtet. ¹⁾ Dargestellt als Standardabweichung der individuellen Verteilung aus der probabilistischen Frage zu Inflationserwartungen.

Deutsche Bundesbank

Wer höhere Inflation erwartet, gibt an, weniger sparen zu wollen

erwartungen und Spar- und Konsumabsichten. Theoretischen Betrachtungen gemäß sollte bei Haushalten mit höheren Inflationserwartungen eine geringere Sparneigung bestehen, da diese Haushalte bei sonst gleichbleibenden Bedingungen mit niedrigeren Sparerträgen aus Realzinsen rechnen. In der Tat zeigt sich bei der Analyse der Befragungsergebnisse, dass Privatpersonen, die von einem Inflationsanstieg ausgehen, mit einer signifikant höheren Wahrscheinlichkeit weniger sparen als andere Personen. Außerdem planen Personen, die eine höhere Inflationsrate erwarten, mit einer größeren Wahrscheinlichkeit, ihre Ausgaben für haltbare Konsumgüter innerhalb der nächsten 12 Monate gegenüber dem Vorjahr zu erhöhen. Und bei Personen, die fallende Zinsen erwarten, sinkt die geplante Sparquote – im Einklang mit der Theorie.

Diese Ergebnisse bestätigen frühere Studien, die unter anderem auf der Bundesbank-Studie „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) basieren.¹⁴⁾ Vor allem aber legen sie nahe, dass die Bürgerinnen und Bürger grundlegende ökonomische Zusammenhänge verstehen und ihren Erwartungen in ihrem Konsum- und Sparverhalten Rechnung tragen.

Zusammenfassend hat die Bundesbank-Pilotstudie gezeigt, dass sich die Inflationserwartungen bei den Privatpersonen in Deutschland größten-

teils auf moderatem Niveau bewegen: Mehr als zwei Drittel der Befragten rechnen mit Inflation in einer Größenordnung zwischen 0% und 3%. Zwischen verschiedenen Bevölkerungsgruppen bestehen allerdings signifikante Diskrepanzen sowohl in Bezug auf die Inflationserwartungen als auch bei den Unterschieden in den Inflationserwartungen und bei der individuellen Unsicherheit über die Inflationserwartungen. Die Erfassung und Analyse dieser Maße versprechen wertvolle Erkenntnisse für die Bundesbank.

Erkenntnisse für die Finanzstabilität

Immobilien sind in den meisten Fällen der wertvollste Vermögensgegenstand in der Bilanz eines Haushalts, und für die meisten Haushalte ist damit auch eine erhebliche Verschuldung verbunden. Der Kauf eines Hauses oder einer Wohnung ist daher eine bedeutende Entscheidung für viele Haushalte. Erwartungen in Bezug auf die Entwicklung der Mieten und der Preise für private Wohnimmobilien spielen eine wichtige Rolle bei den Kaufentscheidungen der Haushalte und haben damit Auswirkungen auf die tatsächlichen Immobilienpreise.¹⁵⁾ Deutschlandweit sind die Immobilienpreise in vielen Regionen in den letzten Jahren stark gestiegen. Die Bundesbank beobachtet diese Entwicklung genau, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der US-Immobilienpreisentwicklung im Krisenjahr 2007. Verschiedene Studien finden Anhaltspunkte dafür, dass überzogene Erwartungen in Bezug auf die künftige Miet- und Preisentwicklung eine der Ursachen für den Boom am US-Wohnimmobilienmarkt und die anschließende Immobilienkrise in den 2000er Jahren waren.¹⁶⁾

Im Haushaltssektor sind Immobilien größter Vermögensbestandteil und Risikoposten für Finanzstabilität

¹⁴ Siehe: Crump et al. (2015); Dräger et al. (2018); Marek (2017).

¹⁵ Vgl. z.B.: Abildgren et al. (2018); Armona et al. (2019); Burnside et al. (2016); und Case et al. (2015).

¹⁶ Vgl.: Adam et al. (2011); Case et al. (2015); Clark und Coggin (2011); Piazzesi und Schneider (2009); Towbin und Weber (2015). Die Erwartungen bezüglich der Miet- und Immobilienpreisentwicklung in den USA lagen über einige Jahre weit über der tatsächlichen Miet- und Preisentwicklung.

Daten zu den Erwartungen von Privatpersonen zur Preisentwicklung am Wohnimmobilienmarkt erlauben es, Differenzen zwischen Erwartungen und tatsächlicher Preisentwicklung zu identifizieren. Die Bundesbank-Pilotstudie umfasst daher mehrere Fragen zum Immobilienmarkt und erlaubt dank einer guten regionalen Abdeckung die Identifikation solcher Lücken für einzelne Bundesländer oder gar Landkreise.¹⁷⁾ Insgesamt umfasst die Bundesbank-Pilotstudie Befragte aus 398 der 401 Landkreise in Deutschland. Die geografische Abdeckung ist besonders wichtig, da der starke Preisanstieg am Markt für private Wohnimmobilien nicht mehr nur auf städtische Regionen beschränkt ist, sondern auf Landkreise fern von Ballungsräumen übergreift.¹⁸⁾

Erwartete Entwicklung der Immobilienpreise

Gut ein Drittel aller Befragten erwartet stark steigende Immobilienpreise

Wie bereits für Inflationserwartungen dargestellt arbeitet die Bundesbank-Pilotstudie auch zur Untersuchung der Immobilienpreis-erwartungen mit verschiedenen Fragetypen. Alle Fragetypen betreffen die erwartete Entwicklung der Immobilienpreise in den nächsten 12 Monaten in der Region der befragten Person. In der ersten Frage werden die Teilnehmer gebeten, ihre Immobilienpreiserwartungen auf einer fünfstufigen Skala von „deutlich sinken“ bis „deutlich steigen“ anzugeben (siehe oben stehende Tabelle). Basierend auf dieser Frage rechnen rund 80 % aller Befragten in jeder der drei Befragungswellen mit einem Preisanstieg. Etwa 35 % erwarten sogar deutlich steigende Immobilienpreise, während weniger als 1 % einen Preisrückgang erwarten. Dabei zeigen sich starke regionale Unterschiede in den Erwartungen hinsichtlich der Preisentwicklung am Immobilienmarkt. Das Schaubild auf Seite 68 veranschaulicht den Anteil der Befragten auf Länderebene, die mit einem deutlichen Preisanstieg rechnen.¹⁹⁾ Mit nur etwa 20 % ist dieser Anteil im Saarland, in Sachsen-Anhalt und Thüringen am geringsten.²⁰⁾ Erheblich höhere Werte sind für Bayern (43 %), Brandenburg (45 %) und Hamburg (47 %) zu verzeichnen. In Berlin gehen

Individuelle Einschätzung der Entwicklung der Immobilienpreise

Qualitative Bewertung

Welle	deutlich sinken	geringfügig sinken	ungefähr gleich bleiben	geringfügig steigen	deutlich steigen
1. Welle	0,4	2	18,2	43,5	35,9
2. Welle	0,3	2,4	16,6	46,4	34,3
3. Welle	0,4	1,8	16,8	45,9	35,1
Alle Wellen	0,4	2	17,2	45,3	35,1

Quelle: Bundesbank-Pilotstudie – Welle 1 bis 3. Gewichtete Ergebnisse.

Deutsche Bundesbank

sogar 58 % der befragten Personen von einem deutlichen Anstieg der Immobilienpreise aus. Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man die Erwartungen zur Entwicklung der Immobilienpreise anhand der Charakteristika der einzelnen Landkreise aggregiert. Die Tabelle auf Seite 68 zeigt, dass in städtischen Kreisen mehr Privatpersonen von einem deutlichen Immobilienpreisanstieg ausgehen als in ländlichen Kreisen.²¹⁾ Dies deckt sich mit den unterschiedlichen Preistrends in den vergangenen Jahren. So sind die Immobilienpreise in städtischen Kreisen in den letzten Jahren stärker gestiegen als in ländlichen Kreisen, wobei Großstädte die stärksten Preisanstiege verzeichneten.²²⁾ Allerdings spielt dabei weniger die Siedlungsstruktur als vielmehr die demografische und wirtschaftliche Entwicklung der Kreise eine Rolle: Unabhängig davon, ob es sich um städtische oder ländliche

¹⁷ Hier und im Folgenden wird Landkreis oder Kreis verkürzend verwendet für Landkreise und kreisfreie Städte.

¹⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a), S. 55 ff.

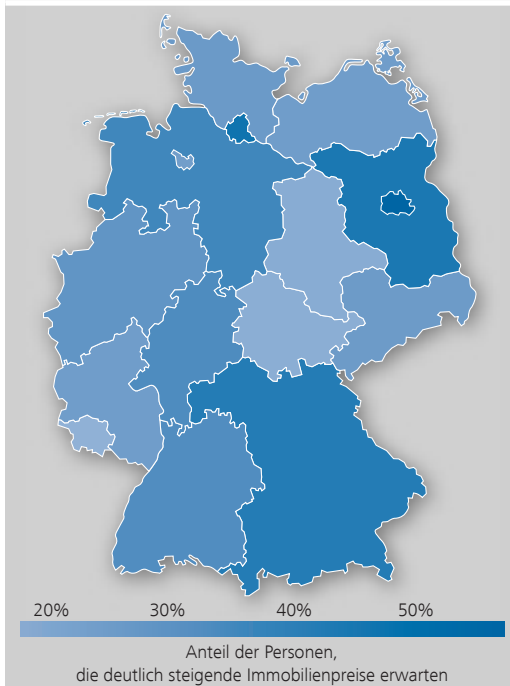
¹⁹ Die geringe Stichprobengröße garantiert nicht für alle Bundesländer Repräsentativität.

²⁰ Allgemein ist der Anteil gering für Bundesländer mit geringer Bevölkerungsdichte. Zu den Bevölkerungsdichten je Bundesland vgl.: Destatis (2018).

²¹ Die Klassifizierung der Kreise erfolgt auf Basis des „Kreistyp“-Indikators des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung. Kreise der Kategorie „Städtischer Kreis“ und „kreisfreie Großstadt“ wurden als städtische Kreise eingestuft, alle anderen Kreise als ländliche Kreise; siehe: Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (2019a).

²² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a), S. 55 ff.

Erwartete Immobilienpreise nach Bundesländern



Quelle: Befragungswellen 1 bis 3 der Bundesbank-Pilotstudie, Ergebnisse gewichtet.
 Deutsche Bundesbank

Prozentualer Anteil der Befragten, die einen deutlichen Immobilienpreisanstieg erwarten

Kreis	Alle Befragten	Mieter	Eigentümer
Alle Kreise	35,1	42,7	29,0
Ländliche Kreise	29,0	34,8	26,1
Nicht wachsend	21,6	26,9	18,5
Wachsend	34,6	42,3	31,4
Städtische Kreise	37,7	44,9	30,6
Nicht wachsend	23,9	31,6	18,9
Wachsend	40,4	46,9	33,5

Quelle: Bundesbank-Pilotstudie – Welle 1 bis 3. Gewichtete Ergebnisse.
 Deutsche Bundesbank

Kreise handelt, ist der Anteil der Befragten, die einen deutlichen Preisanstieg erwarten, in wachsenden Kreisen erheblich größer als in nicht wachsenden Kreisen.²³⁾

Darüber hinaus rechnen außerdem mehr Mieter als Eigentümer mit einem deutlichen Preis-

anstieg.²⁴⁾ Eine solche Differenzierung zwischen Mietern und Eigentümern ist wichtig zum Verständnis der regionalen Unterschiede in Immobilienpreisexpectationen. In der Regel ist der Mieteranteil in städtischen Kreisen höher als in ländlichen Kreisen.²⁵⁾ Ein Teil der höheren Hauspreiserwartungen in Städten lässt sich somit damit erklären, dass in diesen der Anteil der Mieterhaushalte höher ist, welche im Durchschnitt höhere Hauspreiserwartungen als Eigentümer haben.

Verteilung der Immobilienpreiserwartungen

Es liegt nahe, dass sich Privatpersonen bei der Bildung von Immobilienpreiserwartungen zumindest zum Teil an den vergangenen Preisentwicklungen in ihrer Umgebung orientieren. Die oben vorgestellten Ergebnisse sagen bisher jedoch wenig darüber aus, ob die Immobilienpreiserwartungen der vergangenen Entwicklung entsprechen oder darüber hinausgehen. In der Bundesbank-Pilotstudie wurden Privatpersonen daher auch gefragt, um welchen Prozentsatz die Immobilienpreise ihrer Ansicht nach steigen oder fallen werden.

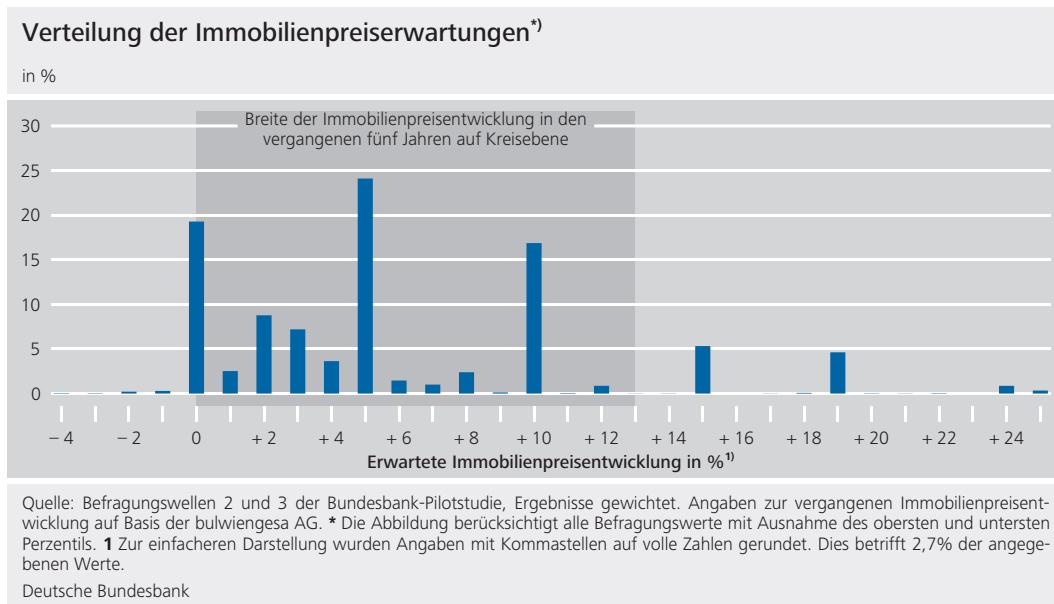
Den Antworten auf diese Frage zufolge gehen die Privatpersonen im deutschlandweiten Durchschnitt von einem Preisanstieg um 5,9% im Laufe der nächsten 12 Monate aus. Der Median liegt mit 5% in einer ähnlichen Größen-

Deutschlandweit wird ein Immobilienpreisanstieg von 5,9% über einen 12-Monatszeitraum erwartet

23 Die Klassifizierung der Kreise erfolgt auf Basis des „Wachsen und schrumpfen von Kreisen/Kreisregionen“-Indikators des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung sowie verschiedener demografischer und wirtschaftlicher Indikatoren, vgl.: Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (2018). Kreise der Kategorie „wachsend“ und „überdurchschnittlich wachsend“ wurden als wachsende Kreise eingestuft, alle anderen Kreise als nicht wachsende Kreise.

24 Dies gilt für alle Aggregationsstufen in der nebenstehenden Tabelle. Die aus dieser Tabelle ersichtlichen Unterschiede sind auch dann statistisch signifikant, wenn für Einkommen, Bildungsgrad, Geschlecht und Bundesland kontrolliert wird.

25 Vgl.: Statistische Ämter des Bundes und der Länder (2015), S. 18.



ordnung.²⁶⁾ Diese Werte entsprechen im Wesentlichen den in der Vergangenheit verzeichneten Immobilienpreisentwicklungen.²⁷⁾ Ausweislich des Häuserpreisindex des Statistischen Bundesamtes sind die Wohnimmobilienpreise im Zeitraum von Oktober 2018 bis September 2019 ebenfalls um 5,9 % gestiegen, Privatpersonen erwarten im Durchschnitt also einen Preisanstieg in Höhe der vergangenen Preisentwicklungen.²⁸⁾

Das oben stehende Schaubild stellt die Verteilung der prozentualen Immobilienpreiserwartungen dar. Obwohl knapp 25 % der Befragten mit einer Preissteigerung von 5 % rechnen, zeigt das Schaubild eine starke Streuung der Antworten.²⁹⁾ Angesichts der großen Unterschiede in der vergangenen Preisentwicklung am deutschen Markt für private Wohnimmobilien ist diese Streuung nicht überraschend. Das Schaubild zeigt auch, dass 89 % aller Antworten in die Spanne der Preissteigerungen in den letzten fünf Jahren in Deutschland fallen, etwa 10 % aller Antworten liegen oberhalb dieser Spanne.

Während Privatpersonen im Durchschnitt Preisanstiege in Höhe der vergangenen Preisentwicklungen erwarten, gilt dies bei disaggregierter Betrachtung auf der Ebene individueller Kreise nicht: Das Schaubild auf Seite 70 zeigt einen Vergleich der Immobilienpreiserwartun-

gen mit den vergangenen Immobilienpreisentwicklungen. Für diesen Vergleich wurden alle Befragten zunächst anhand der Preisentwicklung über den Zeitraum der letzten fünf Jahre im Kreis ihres Lebensmittelpunkts geordnet. Die blaue Linie zeigt diese vergangene Preisentwicklung. Dem sind Immobilienpreiserwartungen der Befragten (schwarze Linie) gegenübergestellt. Anhand des Schaubildes wird deutlich, dass sich Privatpersonen bei ihrer Bildung von Immobilienpreiserwartungen an vergangenen Preisentwicklungen orientieren. Die Abbildung zeigt jedoch auch eine deutliche regionale Dif-

26 Beide Werte werden mit einem gewichteten Design berechnet. Um eine Verzerrung des Mittelwerts durch Ausreißer zu vermeiden, werden Werte auf oder unter dem 1. Perzentil und auf oder über dem 99. Perzentil aus der Berechnung ausgeklammert. Damit gehen 68 Antworten (– 5 % oder darunter) und weitere 82 Antworten (30 % oder darüber) nicht in die Berechnung ein. Insgesamt wurden damit 3,2 % an Antworten aus der Berechnung ausgeklammert. Werden die Ausreißer in die Berechnung einbezogen, steigt das gewichtete Mittel der Variable von 5,9 % auf 6,5 %. Der gewichtete Median bleibt bei 5 %.

27 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a), S. 55 ff.

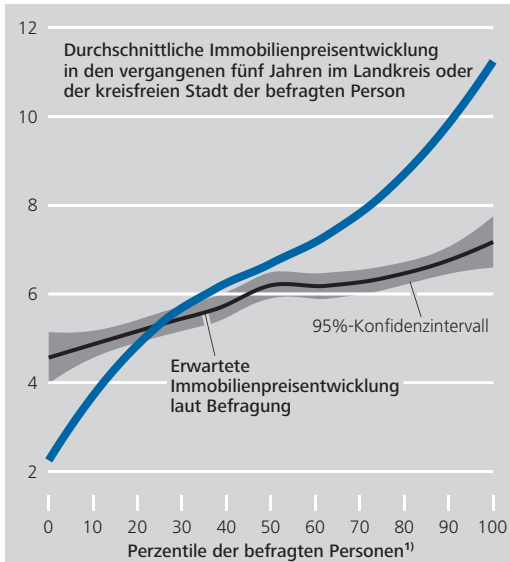
28 Vgl.: Destatis (2019). Die Ergebnisse fallen ähnlich aus, wenn die Befragten die erwartete Preisentwicklung nicht als prozentuale, sondern als Veränderung in Eurobeträgen angeben, wie in Deutsche Bundesbank (2019b), S. 50 f. dargestellt.

29 Der hohe Anteil an Befragten mit einer Immobilienpreiserwartung von 0 % resultiert aus dem Design des Online-Fragebogens. Befragte, welche bei der ersten Immobilienpreisfrage angaben, dass sie ungefähr gleichbleibende Immobilienpreise erwarten, wurden nicht erneut nach der erwarteten Immobilienpreisentwicklung in Prozentpunkten gefragt. Stattdessen wurde bei diesen Befragten nachträglich der Wert von 0 % eingefügt.

Unterschiedliche regionale Immobilienpreiserwartungen verdienen genauere Betrachtung

Vergleich zwischen vergangener und erwarteter Immobilienpreisentwicklung in regionaler Gliederung^{*)}

in %



Quelle: Befragungswellen 2 und 3 der Bundesbank-Pilotstudie. Angaben zur vergangenen Immobilienpreisentwicklung auf Basis der bulwiengesa AG. * Die Abbildung berücksichtigt alle Befragungswerte mit Ausnahme des obersten und untersten Perzentils. ¹ Geordnet nach der durchschnittlichen Immobilienpreisentwicklung in den vergangenen fünf Jahren im Landkreis oder der kreisfreien Stadt der befragten Person.

Deutsche Bundesbank

ferenzierung: In Kreisen mit in der Vergangenheit starken Immobilienpreisanstiegen erwarten Befragte Immobilienpreisanstiege, welche unterhalb der vergangenen Entwicklung liegen. Gleichzeitig erwarten Befragte, die in Kreisen mit geringen Preissteigerungen in der Vergangenheit wohnen, in der Tendenz Preissteigerungen jenseits der vergangenen Steigerungen. Erst die Zukunft wird zeigen, inwieweit dieser Befund als Warnsignal für übertriebene Preisexpectationen in tendenziell strukturschwächeren Regionen aufgefasst werden sollte oder eher als Signal für eine regionale Nivellierung der Immobilienpreisentwicklungen.

Betrachtet man die hier dargestellten Befunde zur Finanzstabilität in der Gesamtschau, so zeigen sich Immobilienpreisentwicklungen und -erwartungen deutlich unterschiedlich, je nachdem welche Region betrachtet und welche Gruppe von Haushalten befragt wird. Dieses Erkenntnis ist nicht neu. Auch in der globalen Finanzkrise spielte eine Teilgruppe von Haushal-

ten und eine Teilgruppe von Immobilien die Rolle eines Krisenkatalysators. Seitdem interessieren sich Politik und Wissenschaft verstärkt für die Immobilienentscheidungen der privaten Haushalte und deren Auswirkungen auf die Finanzstabilität. Im Zentrum des Interesses stehen dabei insbesondere Faktoren, die die Erwartungsbildung hinsichtlich der Preisentwicklung am Immobilienmarkt beeinflussen, und Indikatoren, mit denen das Risiko abrupten Änderungen am Immobilienmarkt abgeschätzt werden kann. Die Bundesbank-Pilotstudie liefert für beides erste Anhaltspunkte.

Ausblick

In einer Zeit, in der Inflationserwartungen und Zentralbankkommunikation eine immer prominere Rolle spielen und in der die Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt zu Risiken für die Finanzstabilität werden können, arbeitet die Bundesbank daran, die Informationsbasis für ihre Empfehlungen auf diesen Feldern zu verbessern. Mit der Pilotstudie zu Erwartungen privater Haushalte in Deutschland hat die Bundesbank einen ersten Schritt unternommen, eine bestehende Lücke für Deutschland zu füllen. Sie liefert damit einen Beitrag für die Analyse der Erwartungen von Privatpersonen und der damit verbundenen Entscheidungen zu Konsum, Sparen und Investitionen.

In Bezug auf Inflationserwartungen zeigen die Ergebnisse der Pilotstudie, dass Privatpersonen in Deutschland relativ realistische Erwartungen haben, die bei einem Großteil der Befragten nicht stark von den Erwartungen professioneller Marktteilnehmer abweichen. Allerdings gibt es große Unterschiede zwischen den Erwartungen einzelner Haushalte. Insbesondere finden sich je nach Einkommensgruppe sehr unterschiedliche Werte für die individuelle Unsicherheit und das Maß an Übereinstimmung bezüglich der Inflationserwartungen: Personen mit höherem Einkommen sind weniger unsicher in ihren Erwartungen und haben untereinander ähnlichere Inflationserwartungen. Bei Personen

Datenbasis zu Erwartungen verbesserungswürdig

Bundesbank-Pilotstudie liefert wichtige Erkenntnisse zu Inflationserwartungen ...

mit geringerem Einkommen hingegen sind sowohl die individuelle Unsicherheit über die Inflationserwartung größer als auch die Unterschiede zwischen den individuellen Inflationserwartungen in dieser Gruppe. Diese Unterschiede können substantielle Folgen für die Wirkungsweise und die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen haben. Einerseits zeigt sich, dass Personen, die sehr unsicher in ihrer Inflationserwartung sind, mit einer höheren Wahrscheinlichkeit ihre Inflationserwartungen innerhalb einer kurzen Zeitspanne ändern. Da außerdem aus der wissenschaftlichen Forschung bekannt ist, dass Unsicherheit und Uneinigkeit bezüglich Inflationserwartungen eine wichtige Rolle für die geldpolitische Transmission spielen,³⁰⁾ ist es für die Bundesbank folgerichtig, Daten zur Entwicklung von Erwartungen und Unsicherheit bezüglich Inflation in monatlicher Frequenz zu erfassen.

... und zu
Erwartungen
bezüglich des
Immobilien-
markts

In vergleichbarer Weise hat sich ebenfalls gezeigt, dass Erwartungsdaten von Privatpersonen wertvolle Informationen zur laufenden Entwicklung auf dem Immobilienmarkt liefern. Ins-

besondere Daten zu individuell erwarteten Mieten und Hauspreisen erlauben granulare, regional oder personengruppenspezifische Analysen. Diese sind ein Baustein, um mögliche kreditgetriebene Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt und damit Risiken für die Finanzstabilität frühzeitig zu erkennen. Genau diese Art von Analysen ist in Reaktion auf die Finanzkrise von 2007 als dringend erforderlich erkannt worden, und mit der Pilotstudie zu Erwartungen privater Haushalte in Deutschland hat die Bundesbank eine bisher bestehende Datenlücke zu schließen begonnen.

Nach Bewertung der Ergebnisse der Pilotstudie hat die Bundesbank daher entschieden, die monatliche, internetbasierte Befragung von Privatpersonen in Deutschland fortzuführen, ihre Expertise zu Erwartungsbefragungen in einem Bundesbank Expectation Centre zu bündeln und diese ab 2021 über die Forschungsgemeinschaft hinaus auch der breiten Öffentlichkeit verfügbar zu machen.

*Bundesbank
wird ihre
Expertise zu
Erwartungs-
befragungen
ausbauen*

³⁰ Vgl.: Falck et al. (2019).

■ Literaturverzeichnis

Abildgren, K., N. L. Hansen und A. Kuchler (2018), Overoptimism and house price bubbles, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 56, S. 1–14.

Adam, K., P. Kuang und A. Marcet (2011), House Price Booms and the Current Account, NBER Working Paper No. 17224, Juli 2011.

Afrouzi, H. und L. Veldkamp (2019), Biased Inflation Forecasts, Meeting Papers No. 894, Society for Economic Dynamics.

American Association for Public Opinion Research (2016), Standard definitions: Final dispositions of case codes and outcome rates for surveys.

Armona, L., A. Fuster und B. Zafar (2019), Home Price Expectations and Behaviour: Evidence from a Randomized Information Experiment, *The Review of Economic Studies*, Vol. 86 (4), S. 1371–1410.

Binder, C. C. (2017), Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 90, S. 1–12.

Bottone, M. und A. Rosolia (2019), Monetary policy, firms' inflation expectations and prices: causal evidence from firm-level data, Banca d'Italia Temi di discussione No. 1218.

Bundesamt für Kartographie und Geodäsie (2018), Verwaltungsgebiete 1: 250 000 (VG250), erhältlich über <https://gdz.bkg.bund.de/index.php/default/open-data.html> (letztmaliger Zugriff am 12. August 2019).

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (2019a), INKAR, erhältlich über <https://www.inkar.de/> (letztmaliger Zugriff am 13. November 2019).

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (2019b), Raumabgrenzungen: Referenzdateien und Karten, erhältlich über https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/Raumb Beobachtung/Downloads/downloads_node.html (letztmaliger Zugriff am 13. November 2019).

Burnside, C., M. Eichenbaum und S. Rebelo (2016), Understanding Booms and Busts in Housing Markets, *Journal of Political Economy*, Vol. 124 (4), S. 1088–1147.

Case, K. E., R. J. Shiller und A. Thompson (2015), What Have They Been Thinking? Home Buyer Behavior in Hot and Cold Markets, NBER Working Paper No. 18400, März 2015.

Clark, S. P. und T. D. Coggin (2011), Was there a U.S. house price bubble? An econometric analysis using national and regional panel data, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 51 (2), S. 189–200.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko und S. Kumar (2018), How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence, *American Economic Review*, Vol. 108(9), S. 2671–2713.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko, S. Kumar und M. Pedemonte (2018), Inflation expectations as a policy tool? NBER Working Paper No. 24788.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko und T. Ropele (2018), Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence, NBER Working Paper No. 25412.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko und M. Weber (2019), Monetary Policy Communications and their Effects on Household Inflation Expectations, NBER Working Paper No 25482.

Crump, R. K., S. Eusepi, A. Tambalotti und G. Topa (2015), Subjective Intertemporal Substitution, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No 734, aktualisiert am 1. März 2019.

D'Acunto, F., U. Malmendier, J. Ospina und M. Weber (2019), Exposure to Daily Price Changes and Inflation Expectations, NBER Working Paper No 26237.

D'Acunto, F., D. Hoang, M. Paloviita und M. Weber (2019), Cognitive Abilities and Inflation Expectations, *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 109, S. 562–566.

De Haan, J. und J.-E. Sturm (2019), Central Bank Communication: How to Manage Expectations?, in: *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking*, S. 231 ff.

Destatis (2019), Häuserpreisindex, Preisindex für Bauland. Veränderungsraten zum Vorjahresquartal in %, erhältlich über <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Konjunkturindikatoren/Basisdaten/bpr410j.html> (letztmaliger Zugriff am 13. November 2019).

Destatis (2018), Bundesländer mit Hauptstädten nach Fläche, Bevölkerung und Bevölkerungsdichte am 31.12.2018, erhältlich über <https://www.destatis.de/DE/Themen/Laender-Regionen/Regionales/Gemeindeverzeichnis/Administrativ/02-bundeslaender.html> (letztmaliger Zugriff am 13. November 2019).

Deutsche Bundesbank (2019a), Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2018, Monatsbericht, Februar 2019, S. 55–57.

Deutsche Bundesbank (2019b), Finanzstabilitätsbericht 2019, November 2019.

Deutsche Bundesbank (2018), Finanzstabilitätsbericht 2018, November 2018.

Dräger, L. und G. Nghiem (2018), Are Consumers' Spending Decisions in Line With an Euler Equation? Gutenberg School of Management and Economics and Research Unit "Interdisciplinary Public Policy" Discussion Paper No 1802.

Falck, E., M. Hoffmann und P. Hürtgen (2019), Disagreement about inflation expectations and monetary policy transmission, *Journal of Monetary Economics*, im Erscheinen.

Goldfayn-Frank, O. und J. Wohlfart (2019), Expectation Formation in a New Environment: Evidence from the German Reunification, *Journal of Monetary Economics*, im Erscheinen.

Gosselin, M.-A., M. Khan und M. Verstraete (2019), The Formation of House Price Expectations in Canada: Evidence from a Randomized Information Experiment, *Staff Analytical Notes 2019–24*, Bank of Canada.

Kaplan, G. und S. Schulhofer-Wohl (2017), Inflation at the Household Level, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 91(c), S. 19–38.

Kuchler, T. und B. Zafar (2019), Personal Experiences and Expectations about Aggregate Outcomes, *The Journal of Finance*, im Erscheinen.

Lamla, M. J., und D.V. Vinogradov (2019), Central bank announcements: Big news for little people?, *Journal of Monetary Economics*, im Erscheinen.

Malmendier, U. und S. Nagel (2016), Learning from Inflation Experiences, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131(1), S. 53–87.

Marek, P. (2017), Saving patterns in the low-interest-rate setting – results of the 2016 PHF summer survey, *Deutsche Bundesbank Research Brief Nr. 12*, April 2017.

Piazzesi, M. und M. Schneider (2009), Momentum Traders in the Housing Market: Survey Evidence and a Search Model, *American Economic Review*, Vol. 99 (2), S. 406–411.

Statistische Ämter des Bundes und der Länder (2015), Zensus 2011. Gebäude- und Wohnungsbestand in Deutschland, erhältlich über https://www.zensus2011.de/SharedDocs/Downloads/DE/Publikationen/Aufsaeetze_Archiv/2015_12_NI_GWZ_endgueltig.pdf (letztmaliger Zugriff am 13. November 2019).

Towbin, P. und S. Weber (2015), Price Expectations and the U. S. Housing Boom, IMF Working Paper WP/15/182, Juli 2015.

Van der Klaauw, W., W. Bruine de Bruin, G. Topa, S. Potter und M. Bryan (2008), Rethinking the measurement of household inflation expectations: Preliminary findings, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 359.