

Univ.-Prof. Dr. Joscha Beckmann
unter Mitarbeit von:
Lukas Berend
Jennifer Brunne
Dr. Jens Fittje
Dr. Teo Geldner
Dr. Michael Murach
Sven Schreiber

32891

Erwartungen, Unsicherheit und Finanzmärkte

Leseprobe

Einheit 1

Fakultät für
**Wirtschafts-
wissenschaft**

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung und des Nachdrucks, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung der FernUniversität reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Der Inhalt dieses Studienbriefs wird gedruckt auf Recyclingpapier (80 g/m², weiß), hergestellt aus 100 % Altpapier.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	1
1 Einführung	1
2 Grundlagen zur Erwartungsbildung und Unsicherheit	3
2.1 Verschiedene Formen der Erwartungsbildung	3
2.2 Nosi- und Sticky Information	3
2.3 Informationsrigiditäten	3
2.4 Messung und ökonomische Relevanz von Unsicherheiten	3
3 Verhalten auf Finanzmärkten	5
3.1 Erwartungstheorien und Finanzmärkte	5
3.2 Messung von Erwartungen und Unsicherheiten auf Finanzmärkten	5
Befragungen von Haushalten	5
Befragungen von Unternehmen	8
3.3 Stimmungsindikatoren und Finanzmärkte	11
4 Aktuelle empirische Evidenz	13
4.1 Inflationserwartungen	13
4.2 Erwartungsbildung auf Devisenmärkten	13
4.3 Aktienpreise und Stimmungsindikatoren	13
4.4 Modellierung von Unsicherheit	13
4.5 Erstellung von Umfragen zur Messung von Erwartungen	13
Literaturverzeichnis	15
Index	16

3 Verhalten auf Finanzmärkten

3.1 Erwartungstheorien und Finanzmärkte

3.2 Messung von Erwartungen und Unsicherheiten auf Finanzmärkten

Inflationserwartungen sind für Unternehmen, Verbraucher, Experten und Finanzmärkte relevant. Inflationserwartungen können aus Preisen auf den Finanzmärkten sowie aus Umfragen bei Unternehmen und Verbrauchern oder professionellen Prognostikern abgeleitet werden. **Marktbasierte Messungen** können auch Risikoprämien widerspiegeln, was die Notwendigkeit mit sich bringt, die Erwartungs- und Risikokomponenten zu entflechten. Auf **Umfragen basierende Messungen** für Verbraucher und Haushalte sind für die Inflation im Euroraum nicht explizit verfügbar; **professionelle Prognosen** basieren oft auf kleinen Stichproben. Dennoch sind beide Arten von Messungen potenziell nützlich für die Vorhersage der zukünftigen Inflation (Meyler und Grothe, 2015).

**Marktbasierte
Messungen**

**Umfragebasierte
Messungen**

**professionelle
Prognosen**

Für den Euroraum ist die Abdeckung der Inflationserwartungen unvollständig. Die verfügbaren Maße zu Inflationserwartungen im Euroraum unterscheiden sich bemerkenswert hinsichtlich ihrer Abdeckung, der Häufigkeit und Anzahl der Teilnehmenden (Tabelle 3.1). Inflationserwartungen von Verbrauchern und Unternehmen sind normalerweise nur für einen Zeithorizont von bis zu einem Jahr verfügbar, während marktorientierte Messungen und professionelle Prognosen für längere Zeiträume zur Verfügung stehen. Marktbasierte Messungen können täglich abgeleitet werden. Umfragedaten sind jedoch nur monatlich oder vierteljährlich verfügbar, was es schwierig macht, diese Daten zur Identifizierung der Auswirkungen der Geldpolitik zu nutzen (Bańkowska et al., 2021). Die EZB hat kürzlich ein Projekt gestartet, um die Verfügbarkeit harmonisierter Daten zu Verbrauchererwartungen zu erhöhen. Die Daten sind jedoch noch immer nur für einen relativ kurzen Zeitraum verfügbar.

Befragungen von Haushalten

Die Inflationserwartungen privater Haushalte liegen in der Regel weit über der tatsächlichen Inflation. Haushalte sind oft nicht über die jüngsten Inflationsdynamiken informiert, wie sie in offiziellen Statistiken gemessen werden, und glauben durchgängig, dass die Inflation höher war, als sie tatsächlich gewesen ist (Dräger und Nghiem, 2021). Gleichzeitig ist die Uneinigkeit über die zukünftige Inflation bei den Haushalten deutlich größer als bei professionellen Prognostikern (Coibion et al., 2020). Dennoch können die Inflationserwartungen der Verbraucher Veränderungen im Inflationsverlauf widerspiegeln (Lane, 2019).

Die Inflationserwartungen in der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission sind stark gestiegen. In der Geschäfts- und Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission werden die Verbraucher nach der Veränderung der Verbraucherpreise in den letzten 12 Monaten und nach der erwarteten Veränderung der Verbraucherpreise in den nächsten 12 Monaten gefragt. Die Umfrage liefert daher keine Informationen über die langfristigen Inflationserwartungen privater Haushalte. Die Umfrage berichtet quartalsweise über quantitative Inflationserwartungen der Verbraucher — qualitative Erwartungen sind monatlich

Tabelle 3.1 Wichtige Merkmale verschiedener empirischer Messungen zu Inflationserwartungen für den Euroraum

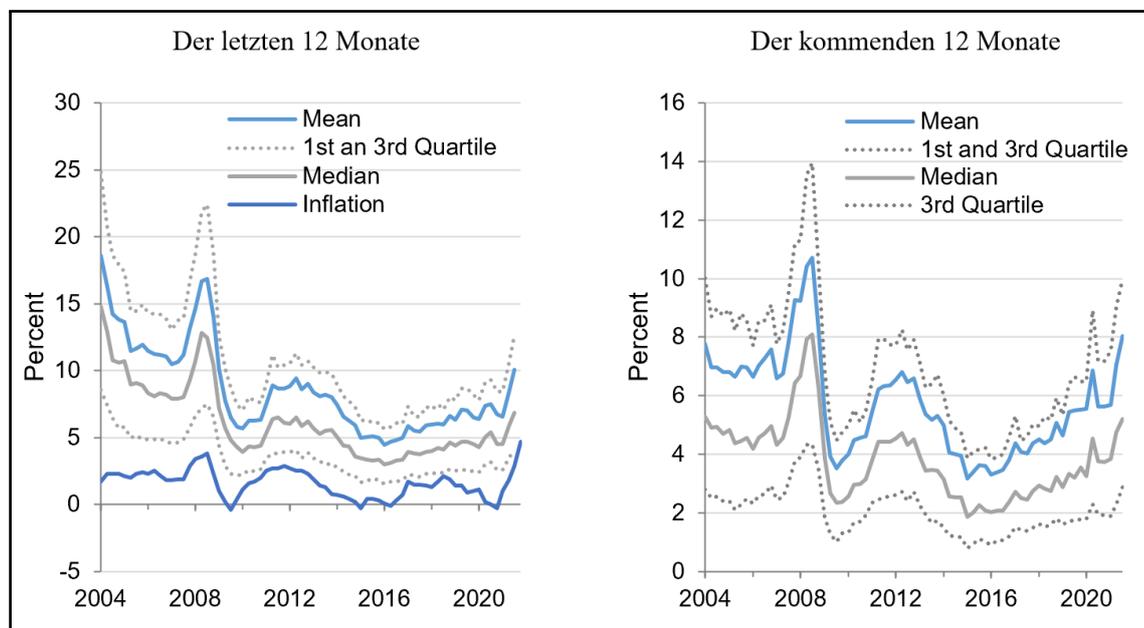
Name	Aktuer	Geog.	Horizont	Zielgröße	Frequenz	Jahr	Größe
Europ. Kommission Verbraucher-erhebung (ECCS)	Haushalte	Einzelne Länder	1 Jahr im Voraus	Verbraucherpreise	Monatl.	2004	ca. 25.000
EZB Verbraucher-erwartungs-erhebung (CES)	Haushalte	Einzelne Länder	1 (3) Jahr(e) im Voraus	Preise	Monatl.	2020	ca. 8.000
Europ. Kommission Unternehmens-umfrage (ECBS)	Nicht-finanzielle Firmen	Einzelne Länder	3 Monate im Voraus	Erzeugerpreise	Monatl.	1962	ca. 70.000
EZB Umfrage professionelle Prognostiker (SPF)	Fachleute	Euro-raum (EA)	Mehrere	HVPI (HVPIX)	Quartal	1999	ca. 75
EZB Umfrage Geldmarkt-analysten (SMA)	Fachleute	EA	Mehrere	HVPI (HVPIX)	Alle 6 Wochen	2019	ca. 30
Consensus Economics (CE)	Fachleute	Einzelne Länder/EA	Mehrere	HVPI (HVPIX)	Monatl. Quartal	1990	ca. 30
Euro-Zonen Barometer (EZB)	Fachleute	Einzelne Länder/EA	Mehrere	HVPI	Monatl.	2002	ca. 30
Swap/Anleihen	Markt	Einzelne Länder/EA	Mehrere	HVPI exkl. Tabak	Tägl.	2005	

Quelle: Europäische Zentralbank (2021)

verfügbar — und steht für die Länder der Europäischen Union über lange Zeiträume hinweg zur Verfügung. Die Umfragedaten zeigen, dass Verbraucher die Inflation systematisch als deutlich höher wahrnehmen, als sie tatsächlich ist (Abbildung 3.1). Die große Lücke zwischen den Quartilergebnissen zeigt eine enorme Streuung der Antworten unter den Verbrauchern. Es gibt eine hohe Korrelation zwischen wahrgenommener und erwarteter Inflation, was darauf hindeutet, dass die **wahrgenommene Inflation** ein wichtiger Bestimmungsfaktor der erwarteten Inflation ist. Obwohl der systematische Unterschied zwischen wahrgenommener und tatsächlicher Inflation es schwierig macht, die Umfrage in quantitativer Hinsicht zu interpretieren, könnte sie nützlich sein, um die Richtung von Veränderungen in den Inflationserwartungen zu erkennen (Lane, 2019). Im Verlauf des Jahres 2021 sind die Inflationserwartungen der Verbraucher erheblich gestiegen. Die Erwartungen befinden sich Ende 2021 auf dem höchsten Niveau seit 2008.

**wahrgenommene
Inflation**

Abbildung 3.1 Wahrgenommene und erwartete Inflation der Verbraucher und tatsächliche Inflation



Quelle: Europäische Kommission (2021).

Anmerkung: Die Europäische Kommission begann im Jahr 2004 mit der quartalsweisen Erhebung quantitativer Daten. Die letzte Erfassung bezieht sich auf das 3. Quartal 2021.

Aufgrund der Unzulänglichkeiten der bestehenden Verbraucherumfragedaten hat die EZB eine Pilotstudie zur Verbraucherumfrage (CES) gestartet. Die Umfrage wurde im Januar 2020 ins Leben gerufen und wird online mit einer monatlichen und vierteljährlichen Frequenz in sechs Ländern des Eurogebiets durchgeführt (Bańkowska et al., 2021). Insgesamt liefert die Umfrage detailliertere und zeitnähere Informationen über Inflationserwartungen im Vergleich zur Verbraucherumfrage der EU. Die Umfrage enthält auch Informationen über langfristige Inflationserwartungen mit einem Zeithorizont von drei Jahren sowie über die Unsicherheit in Bezug auf die Inflation. Sie basiert auf einem quasi-experimentellen Aufbau, der die Analyse verschiedener Szenarien ermöglicht und auch quantitative Informationen zu Plänen für den Konsum von langlebigen und nicht langlebigen Gebrauchsgütern bereitstellt. Die Umfrage wird monatlich online mit etwa 10.000 Teilnehmern während der Pilotphase durchgeführt. Bisher sind sechs Länder eingeschlossen (Belgien, Frankreich, Deutschland,

Italien, die Niederlande und Spanien), wobei die Abdeckung der Länder im Laufe der Zeit erweitert werden soll (Bańkowska et al., 2021). Die ersten Ergebnisse der CES aus Dezember 2020 sehen vielversprechend aus. Die erwartete Inflation weicht deutlich weniger von der tatsächlichen Inflation ab als die Erwartungen aus der Verbraucherumfrage der EU.

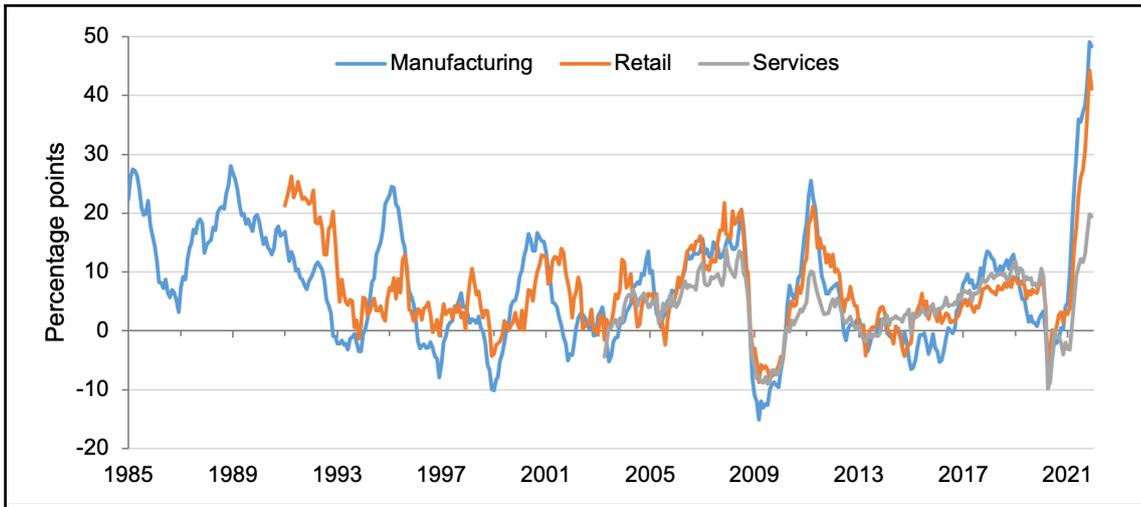
Befragungen von Unternehmen

Die Daten zu den Erwartungen von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus der Unternehmensumfrage der Europäischen Kommission sind qualitativer Natur. Die Unternehmensumfrage entspricht der Verbraucherumfrage, da sie für die Länder der Europäischen Union über einen langen Zeitraum monatlich verfügbar ist. In der Umfrage werden die Teilnehmenden nach ihrer eigenen Preisfestsetzung für die nächsten drei Monate gefragt. Die Umfrage deckt daher nur kurzfristige Erwartungen ab. Außerdem liefert die Umfrage keine Informationen über die Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf die Gesamtinflation der Verbraucherpreise. Die Umfrage liefert lediglich qualitative Ergebnisse, da die Unternehmen gefragt werden, ob sie planen, die Preise zu erhöhen oder zu senken. Die Ergebnisse werden als Saldo zwischen dem Anteil der Unternehmen, die planen, die Preise zu erhöhen, und denen, die planen, die Preise zu senken, dargestellt. In den letzten Monaten des Jahres 2021 erreichte der Indikator in den Branchen Industrie, Dienstleistungen und Einzelhandel im Euro-Währungsgebiet Rekordwerte (Abbildung 3.2). Der Preisdruck ist insbesondere in der Industrie und im Einzelhandel hoch.

Obwohl Unternehmen das Herzstück der Entwicklung der Verbraucherpreise sind, sind die vorhandenen Informationen über die Erwartungen der Unternehmen begrenzt. Die Beziehung zwischen den eigenen Verkaufspreisen der Unternehmen, den aggregierten Erzeugerpreisen und den Verbraucherpreisen ist komplex. Daher wären quantitative Umfragedaten zu den Inflationserwartungen der Unternehmen zusätzlich zu den Erwartungen über ihre eigenen Preise besonders nützlich für die Geldpolitik. Es gibt auch keine expliziten Informationen über langfristige Inflationserwartungen, die wichtig sind, um die Verankerung der Inflationserwartungen auf Unternehmensebene zu analysieren.

Die italienische Zentralbank erhebt Daten zu kurz- und langfristigen Inflationserwartungen von Unternehmen. Die Umfrage zu Inflation und Wachstumserwartungen (survey on inflation and growth expectations (SIGE)) wird seit 1999 vierteljährlich von der italienischen Zentralbank durchgeführt. Zunächst nahmen nur Industrie- und nicht-finanzielle Dienstleistungsunternehmen teil. Seit 2013 beteiligen sich auch Unternehmen aus der Bauwirtschaft. Die Umfrage umfasst Unternehmen mit 50 oder mehr Mitarbeitern. Insgesamt nehmen 1.000 Unternehmen an der Umfrage teil. Die Ergebnisse können nach geografischer Lage, Anzahl der Mitarbeiter und Branche unterteilt werden. Die Unternehmen werden nach ihrer quantitativen Erwartung der Verbraucherpreis-Inflation in 6, 12 und 24 Monaten befragt. Diese Antworten dienen als Indikatoren für die kurzfristigen Inflationserwartungen. Darüber hinaus werden die Unternehmen nach ihren langfristigen Inflationserwartungen über einen Zeitraum von 3 bis 5 Jahren befragt. Seit 2017 erhalten die teilnehmenden Unternehmen unterschiedliche Informationen: 60% der Unternehmen erhalten die aktuelle Inflationsrate als Information, 20% erhalten das Inflationsziel der EZB als Information und die verbleibenden 20% erhalten keine Informationen.

Abbildung 3.2 Erwartungen der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet bezüglich der Verkaufspreise für die nächsten drei Monate

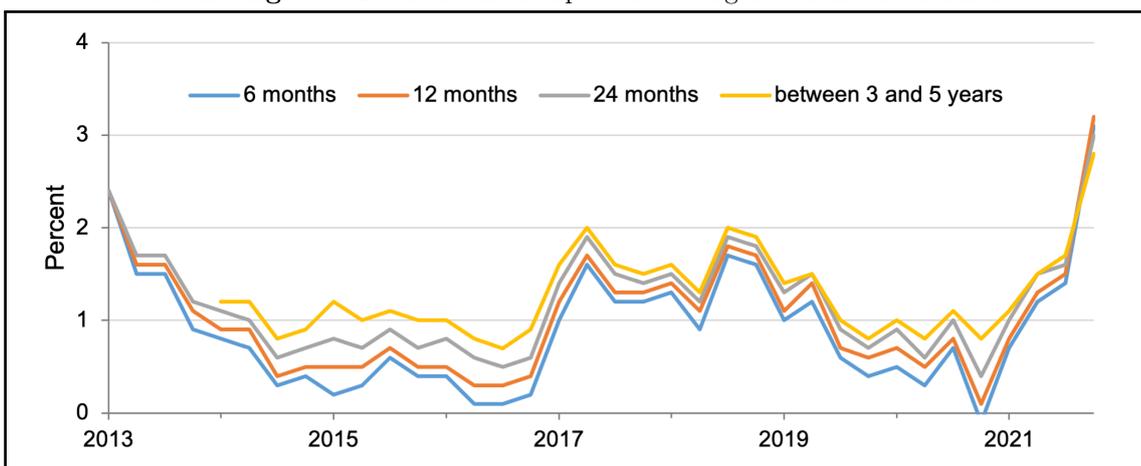


Quelle: Europäische Kommission (2021).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Saldo (in Prozentpunkten) zwischen dem Anteil der Unternehmen, die angeben, ihre Preise zu erhöhen, und dem Anteil der Unternehmen, die angeben, ihre Preise zu senken. Die letzte Beobachtung bezieht sich auf Dezember 2021.

Im vierten Quartal 2021 lagen die Inflationserwartungen italienischer Unternehmen für alle Zeiträume bei etwa 3%. Im Verlauf des Jahres 2021 sind die Inflationserwartungen im Einklang mit der steigenden tatsächlichen Inflation gestiegen (Abbildung 3.3). Während die Termstruktur der Inflationserwartungen zwischen 2014 und 2020 positiv geneigt war, lagen kürzlich die langfristigen Inflationserwartungen unter den kurzfristigen Erwartungen. Dies deutet darauf hin, dass die Unternehmen erwarten, dass die hohe Inflation zumindest teilweise vorübergehend sein wird. Allerdings liegen die Inflationserwartungen für alle Zeiträume derzeit über dem Inflationsziel der EZB.

Abbildung 3.3 Die Konsumentenpreiserwartungen italienischer Firmen



Quelle: Italienische Zentralbank (2021).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Konsumentenpreiserwartungen italienischer Firmen. Diese beinhalten industrielle Unternehmen, Unternehmen, die nicht-finanzielle Dienstleistungen anbieten und Bauunternehmen. Die letzte Beobachtung bezieht sich auf das 3. Quartal in 2021.

Auf der Ebene des Euro-Raums sind die verfügbaren Umfragedaten nicht hilfreich, um die langfristigen Inflationserwartungen der Unternehmen zu bewerten. Sie zeigen lediglich die kurzfristigen Trends in der Preisgestaltung der Unternehmen und liegen

nur in qualitativer Form vor. Die quantitativen Daten der italienischen Zentralbank sind deutlich aufschlussreicher, da sie gezielt nach der Verbraucherpreis-Inflation für verschiedene Zeiträume fragen. Insbesondere können die Inflationserwartungen für den Zeitraum von 3 bis 5 Jahren nützlich sein, um die Verankerung der Inflationserwartungen auf Mikroebene zu analysieren. Auch in der Literatur wurde die Notwendigkeit betont, große und repräsentative Unternehmensumfragen mit quantitativen Informationen und einer besseren Abdeckung zu schaffen (Coibion et al., 2018; Andrade et al., 2021). Solche Umfragen sollten wie die der italienischen Zentralbank Kontrollgruppen einbeziehen, um zwischen Unternehmen zu unterscheiden, die über aktuelle Entwicklungen informiert sind oder nicht.

Literaturverzeichnis

- Andrade, P., O. Coibion, E. Gautier und Y. Gorodnichenko (2021). No firm is an island? how industry conditions shape firms' expectations. *Journal of Monetary Economics*.
- Bańkowska, K., A. Borlescu, E. Charalambakis, A. Dias Da Silva, D. Di Laurea, M. Dosche, D. Georgarakos, J. Honkkila, N. Kennedy, G. Kenny, A. Kolndrekaj, J. Meyer, D. Rusinova, F. Teppa und V. Törmälehto (2021). Ecb consumer expectations survey: an overview and first evaluation. ECB Occasional Paper Series 287.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko und S. Kumar (2018). How do firms form their expectations? new survey evidence. *American Economic Review* 108(9), 2671–2713.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko, S. Kumar und M. Pedemonte (2020). Inflation expectations as a policy tool? *Journal of International Economics* 124, 103297.
- Dräger, L. und G. Nghiem (2021). Are consumers' spending decisions in line with a euler equation? *Review of Economics and Statistics* 103, 580–596.
- Europäische Kommission (2021). Geschäfts- und verbraucherumfrage.
- Europäische Zentralbank (2021). Inflation expectations and their role in eurosystem forecasting. ECB Occasional Paper No. 2021/264.
- Italienische Zentralbank (2021). Survey on inflation and growth expectations.
- Lane, P. (2019). Households and the transmission of monetary policy. Technical report. Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption.
- Meyler, A. und M. Grothe (2015). Inflation forecasts: Are market-based and survey-based measures informative? Ecb working paper series.

Index

Marktbasierte Messungen, 5

professionelle Prognosen, 5

Umfragebasierte Messungen, 5

wahrgenommene Inflation, 7

002 665 107 (05/23)

32891-6-01-S1

Alle Rechte vorbehalten
© 2019 FernUniversität in Hagen
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften