

# Der Ton macht die Musik

*Prof. Maik Schmeling, Prof. Christian Wagner*

Die Wortwahl der EZB beeinflusst den Finanzmarkt deutlicher als bisher angenommen. Das haben die BBL-Kolumnisten Prof. Maik Schmeling von der Goethe Uni Frankfurt und Prof. Christian Wagner von der Wirtschaftsuniversität Wien in einer Studie herausgefunden.

Die wichtigste Aufgabe der EZB besteht darin, stabile Preise im Euroraum zu gewährleisten, das heißt größere Schwankungen im Geldwert zu vermeiden – mit einer Inflationsrate nahe bei zwei Prozent. Ein wesentliches Instrument dafür ist der Leitzins, der sowohl die Basis für Geldmarkttransaktionen bildet, als auch mittelbar die Konditionen von Sparen und Krediten beeinflusst.

Senkt die EZB den Leitzins, dann wird Sparen weniger attraktiv, Kredite dagegen werden günstiger. Zudem wird es für Banken billiger, sich bei der EZB zu refinanzieren. Dies soll dazu führen, dass Unternehmen vermehrt investieren und Haushalte verhältnismäßig mehr konsumieren als sparen. Die Geldpolitik der EZB kann somit einen Einfluss auf das wirtschaftliche Handeln von Haushalten, Unternehmen und Investoren haben, und deshalb ist die EZB darauf bedacht, auch die Beweggründe für ihre Zinsentscheidung zu kommunizieren.

Ein Kernbestandteil der EZB-Kommunikationsstrategie sind Pressekonferenzen, die jeweils kurz nach der Leitzinsentscheidungen stattfinden. Hierbei gibt die EZB zuerst eine Stellungnahme ab, danach werden Fragen von Journalisten beantwortet. Während frühere Studien bereits belegen, dass Leitzinsentscheidungen einen starken Einfluss auf Finanzmärkte haben, ist das Ziel unserer Studie, zu untersuchen, ob sich die Art und Weise, *wie* die EZB ihre Geldpolitik kommuniziert, in den Preisen von Finanzinstrumenten widerspiegelt. Insbesondere analysieren wir, wie die Finanzmärkte auf den *Ton* der EZB reagieren, das heißt darauf, ob die Wortwahl der EZB eher durch positive oder negative Begriffe geprägt ist.

Die Forscher haben die turnusmäßigen Pressekonferenzen von Ex-EZB-Chef Mario Draghi über Jahre analysiert und ihre Auswirkungen etwa auf Kurse dokumentiert.

(© WU Wien)

## Kommunikationsstrategie der EZB

Etwa alle sechs Wochen, jeweils an einem Donnerstag, legt die EZB den aktuellen Leitzins fest und veröffentlicht ihre Zinsentscheidung um 13:45 Uhr in einer kurzen Mitteilung. Um 14:15 Uhr, also 45 Minuten später, beginnt die Pressekonferenz, in

der die EZB die Zinsentscheidung begründet und auch ihre Einschätzung zu weiteren wirtschaftlichen Entwicklungen erläutert.

Mithilfe eines Wörterbuchs, das bestimmte Wörter im Finanzkontext als positiv oder negativ qualifiziert, messen wir den *Ton* der EZB in diesen Pressekonferenzen, und generieren eine Zeitreihe von Ton-Änderungen, jeweils von einer Pressekonferenz zur nächsten. Dann analysieren wir, wie sich die Kurse von Aktienindizes und die Preise anderer Finanzinstrumente verändern, wenn der Ton der EZB positiver oder negativer wird.

Um die Preiseffekte des EZB-Tons so gut wie möglich von anderen Einflussfaktoren zu isolieren, verwenden wir einerseits hochfrequente Kursdaten, die uns im Ein-Minuten-Intervall zur Verfügung stehen. Preisentwicklungen können wir deshalb genau ab Beginn der Pressekonferenz verfolgen.

Andererseits kontrollieren wir in unserer Analyse für die Höhe der Leitzinsänderung und andere „hard facts“, die im Zuge der Pressekonferenz von der EZB veröffentlicht werden wie Wachstums- und Inflationsprognosen. Wir kontrollieren also, welche Inhalte die EZB in der Pressekonferenz diskutiert und fokussieren darauf, *wie* sie diese kommuniziert – ob mit einem optimistischeren oder einem pessimistischeren Ton.

### **Positiver Ton lässt Aktienkurse steigen**

Die Analyse von Preiseffekten in Finanzmärkten ist deshalb so interessant, weil wir dadurch Rückschlüsse auf die Erwartungshaltung und Risikoeinschätzung von Investoren über künftige wirtschaftliche Entwicklungen ziehen können – und zwar in Echtzeit. Unsere Studie umfasst alle 209 Pressekonferenzen der EZB, die im Zeitraum von Januar 1999 bis September 2017 stattgefunden haben. Die Ergebnisse zeigen deutlich, dass eine Änderung im Ton der EZB einen signifikanten Effekt auf die Preise von Finanzinstrumenten hat.

Wird die Wortwahl der EZB positiver, dann steigen die Kurse von breiten Aktienindizes, sowohl jener, die den gesamten Euroraum abdecken als auch von Indizes in den einzelnen Euro-Märkten. Dieser Effekt lässt sich beispielsweise anhand des Eurostoxx50, der die 50 größten börsennotierten Unternehmen im Euroraum umfasst, illustrieren. Im Untersuchungszeitraum beträgt die durchschnittliche Tagesrendite im Eurostoxx50 etwa einen Basispunkt – also 0,01 Prozent.

Wenn man nun die Tage, an denen die EZB Pressekonferenzen abhielt, unterscheidet in jene, an denen der EZB-Ton im Vergleich zur vorherigen Pressekonferenz positiver wurde, und jene, an denen der Ton negativer wurde, ergeben sich durchschnittliche Renditen von 27 Basispunkten beziehungsweise -33 Basispunkten. Anders ausgedrückt, die Differenz in der Tagesrendite zwischen einer Sitzung mit positiven im Vergleich zu einer Sitzung mit negativen Tonänderungen der EZB beträgt im Durchschnitt 60 Basispunkte oder 0,6 Prozent pro Sitzung, das heißt etwa fünf Prozent annualisiert.

## Warum wirkt der Ton auf Aktienpreise?

In weiteren Schritten untersuchen wir die potenziellen Determinanten dieser Ton-Effekte auf die Aktienmärkte. Hierbei zeigt sich einerseits, dass der Ton der EZB-Kommunikation positiv mit tatsächlichen und erwarteten wirtschaftlichen Entwicklungen korreliert ist. Beispielsweise können wir zeigen, dass sich anhand des Tons der EZB künftige Zinsänderungen recht gut prognostizieren lassen. Dies bedeutet: Aus der Art und Weise, wie die EZB mit dem Markt kommuniziert, können wir Rückschlüsse auf ihre künftige Zinspolitik ziehen. Gleichzeitig stellen wir aber auch fest, dass dieser Zusammenhang nicht ausreichend ist, um den Effekt von Kommunikation auf Aktienpreise vollständig zu erklären.

### # Forschungsansatz und Ergebnisse der EZB-Studie im Video #

Andererseits zeigen unsere Analysen auch, dass ein positiverer EZB-Ton mit fallenden Preisen von Derivaten einhergeht, die zur Risikoabsicherung dienen (Absicherung gegen Volatilität auf Aktienmärkten). Ebenso kann man bei einem positiveren Ton beobachten, dass sich der „credit spread“ (der Risikoaufschlag zwischen Anleihen mit BBB- und AAA-Rating) verringert. Zusammengefasst deuten unsere Ergebnisse darauf hin, dass ein positiverer EZB-Ton die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer erhöht, was in der Folge zu einer Reduktion von Risikoprämien führt. Konkret zeigt sich dies in niedrigeren Hedging-Kosten und niedrigeren Kreditrisikoprämien sowie einem Anstieg von Aktienpreisen, die über das hinausgehen, was allein durch Änderungen in den „hard facts“ erklärt werden kann.

*Pflichttermine im Kalender von Prof. Christian Wagner (im Bild) und Prof. Maik Schmeling: die EZB-Presskonferenzen.*

*(© WU Wien)*

## Fazit: Der „Ton“ der EZB als Instrument der Geldpolitik

Aus der Sicht von Zentralbanken sind diese Ergebnisse relevant, weil sie zeigen, dass Notenbanker durch die Wahl ihres Tons die Erwartungen und die Risikobereitschaft von Finanzmarktteilnehmern beeinflussen können. Das bedeutet, die Kommunikation einer Zentralbank, und dabei vor allem die Wahl des Tons, stellt ein eigenständiges Instrument der Geldpolitik dar. Ein erfolgreiches Management von Erwartungen bedeutet wiederum ein geringeres Ausmaß an Unsicherheit für Investoren, insbesondere über die künftige Zinspolitik der EZB. Für Marktteilnehmer kann ein genaues Hinhören beim Ton der EZB daher zusätzliche Anhaltspunkte für Anlage- und Finanzierungsentscheidungen geben.

Die Ergebnisse scheinen auch vor dem Hintergrund interessant, dass andere Zentralbanken mittlerweile ebenfalls verstärkt auf Pressekonferenzen nach Zinsentscheidungen setzen, um geldpolitische Entscheidungen besser zu kommunizieren. Die US-amerikanische Notenbank Federal Reserve hat beispielsweise im April 2011 begonnen, nach jeder zweiten Sitzung des

Offenmarktausschusses eine Pressekonferenz zu veranstalten. Seit Anfang 2019 findet nach jeder Sitzung eine Pressekonferenz statt. Die Ergebnisse für die EZB können daher ein erster Ausgangspunkt dafür sein, welche Effekte in den USA von dieser neuen Kommunikationsstrategie zu erwarten sind.

*Die komplette Studie (in Englisch) können Sie am Ende des Beitrags oder*

[hier](#)

*downloaden.*

### **Autoren**

Prof. Christian Wagner arbeitet am Institute for Finance, Banking and Insurance der WU Wirtschaftsuniversität Wien.

Prof. Maik Schmeling ist Lehrstuhlinhaber für Finance an der Goethe Universität Frankfurt.

Prof. Maik Schmeling, Prof. Christian Wagner: Der Ton macht die Musik, in SparkassenZeitung (02. Dezember 2019). URL: . Abgerufen am: 04. Dezember 2019

Scannen Sie diesen Code mit Ihrem Smartphone  
und lesen Sie diesen und weitere Beiträge online