

AUS DER KAPITALMARKTFORSCHUNG

Zuhören lohnt, wenn die EZB spricht

Studie zur Reaktion von Bankaktien – Wirkungsweisen geldpolitischer Maßnahmen auf Banken können sich im Niedrigzinsumfeld sogar umkehren

Von Bernd Hayo, Marc Steffen Rapp und Kai Henseler, Marburg

Börsen-Zeitung, 9.3.2019

Insbesondere im aktuellen Niedrigzinsumfeld stellt sich die Frage, inwieweit das herrschende Zinsniveau und der Leitzins als ein zentraler Werttreiber die Performance von Banken beeinflusst. Konsultiert man Standardlehrbücher zum Thema Geldpolitik, dann scheint allgemeiner Konsens darüber zu herrschen, dass Banken von sinkenden Leitzinsen profitieren. Dies wird in der Regel über das klassische Geschäftsmodell von Banken erklärt, welches auf unterschiedlichen Fristigkeiten und damit einhergehend unterschiedlichen Zinssensitivitäten von Forderungen und Verbindlichkeiten beruht. Konkret werden, ceteris paribus, die eher langfristig angelegten Forderungen von sinkenden Zinsen stärker profitieren, als die eher kurzfristigen Forderungen darunter leiden. Zudem gilt vielfach, dass mit sinkenden kurzfristigen Zinssätzen die Zinsstrukturkurve steiler wird und höhere Zinsmargen erzielt werden können. Aber ist dieser Zusammenhang allgemeingültig, und hält er auch im aktuellen Niedrigzinsumfeld stand?

Seit Juli 2012 befindet sich die Einlagefazilität der Europäischen Zentralbank (EZB) bei einem Wert von null bzw. knapp unter null. Noch vor wenigen Jahren wäre dieses Niveau – und insbesondere dessen Dauer – unvorstellbar gewesen. Liegen Leitzinsen in dieser Region, spricht man von der sogenannten „Zero-Lower-Bound“. Es entsteht aus verhaltenswissenschaftlicher, aber auch aus technischer Sicht eine Hürde, die weitere Senkungen der Leitzinsen nicht ohne weiteres möglich macht.

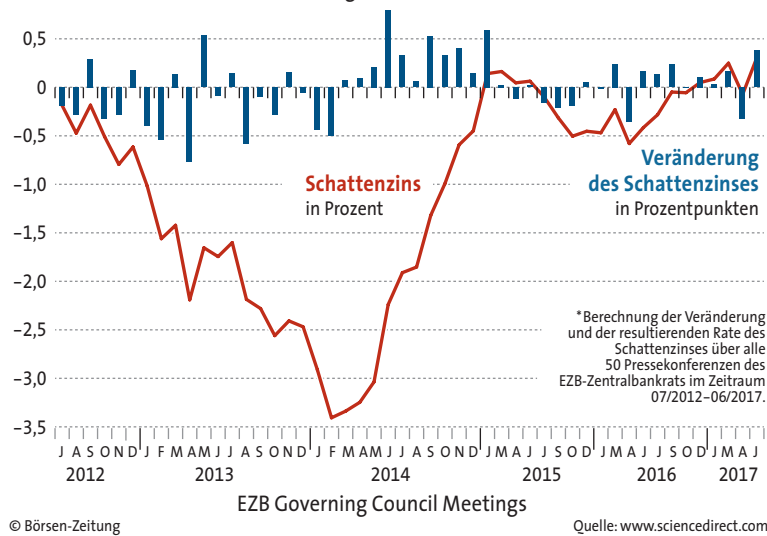
Sprunghafte Zunahme

In einer aktuellen Studie, die in der Zeitschrift „Finance Research Letters“ erschienen ist, zeigen wir auf, dass in dieser Situation sicher geglaubte Wirkungsweisen geldpolitischer Maßnahmen nicht nur an Gültigkeit verlieren, sondern sich sogar umkehren können. Hierzu analysieren wir systematisch die EZB-Kommunikation im Rahmen der Pressekonferenzen des EZB-Zentralbankrats und quantifizieren anhand der Wortwahl das Bestreben der EZB zur geldpolitischen Lockerung oder Straffung. Basierend darauf wird ein Indikator berechnet, der auch während der Niedrigzinsphase Rückschlüsse über die Zinssensitivität von Banken zulässt.

Zunächst haben wir dazu die grundsätzliche Relevanz der Zentralbankkommunikation dokumen-

Zurück an der Nulllinie

Schattenzins und dessen Veränderung*



tiert. Dazu untersuchten wir die Verteilung des Handelsvolumens ausgewählter Instrumente innerhalb der Tage, an denen Pressekonferenzen des EZB-Zentralbankrats stattfinden. Dieses Gremium, welches alle sechs Wochen tagt, verkündet an solchen Tagen jeweils um 13:45 MEZ seine Entscheidungen über Beibehaltung oder Änderungen der Leitzinsen. Um 14:30 MEZ folgt eine Pressekonferenz, in der die verkündeten Entscheidungen detailliert erklärt werden und Rückfragen von Pressevertretern gestellt werden können. Betrachtet man die Handelsvolumina (die Studie fokussiert sich auf an der Eurex gehandelte Euro-Stoxx-Banks-Futures an diesen Tagen), so zeigt sich im Zeitraum der Pressekonferenz eine sprunghafte Zunahme.

Zyklen eliminiert

Um dies zu illustrieren, stellt die Studie den zeitlichen Verlauf des überschüssigen Handelsvolumens dar. Dieses berechnet sich als die Differenz des tatsächlichen Handelsvolumens des Euro-Stoxx-Banks-Futures an Pressekonferenz-Tagen abzüglich des durchschnittlichen Handelsvolumens des Futures an den übrigen Tagen des betrachteten Zeitraumes. Somit wird sichergestellt, dass allgemein wiederkehrende Zyklen (beispielsweise Handelspausen oder Öffnungszeiten anderer Märkte) herausgefiltert werden.

Die Ergebnisse dieser Berechnung (siehe Grafik) zeigen, dass das überschüssige Handelsvolumen zu Beginn der Pressekonferenzen um 14:30 MEZ rasch ansteigt und auch während der Pressekonferenzen auf erhöhtem Niveau verbleibt. Bemerkenswert ist dabei, um wie viel stär-

ker die Ausschläge während der Presseerklärung im Vergleich zur Zinsentscheidungsphase um 13:45 MEZ sind. Das mag teilweise daran liegen, dass Zinsentscheidungen bereits von den Finanzmärkten erwartet und daher im Vorfeld eingepreist wurden, es verdeutlicht aber sehr eindrücklich die Relevanz der Zentralbankkommunikation im Rahmen der Pressekonferenz.

Durchschnittsbetrachtung

Es sei an dieser Stelle angemerkt, dass es sich bei der dargestellten zeitlichen Verteilung des Handelsvolumens über den Zeitraum der Pressekonferenzen um eine Durchschnittsbetrachtung handelt. Betrachtet man die einzelnen Tage der Pressekonferenzen, so kann sich die zeitliche Verteilung durchaus unterscheiden. In einer noch unveröffentlichten Nachfolgestudie haben wir Anzeichen dafür gefunden, dass hierbei die textliche Komplexität des Eingangsstements der Pressekonferenz durch den EZB-Präsidenten eine Rolle spielt und im Falle komplexer Eingangsstements sich die Volumina eher in Richtung der sich anschließenden Fragerunde hin verschieben. Ein zusätzlicher Beleg dahingehend, dass die Zentralbankkommunikation im Rahmen der Pressekonferenz für Marktteilnehmer von substanzieller Relevanz ist.

Software unterstützt

Was passiert nun aber in dem Fall, dass die EZB-Kommunikation auf eine geldpolitische Lockerung oder Straffung schließen lässt? Um diesen Effekt genauer zu bestimmen, haben wir die Reden analysiert, welche zu Beginn der Pressekonferenzen des EZB-Zentralbankrats verlesen werden. Verwendet haben wir dabei die softwarebasierte Word-scores-Methodik, welche von Laver et al. (2003) ursprünglich für Analysen im politikwissenschaftlichen Bereich entwickelt wurde. Diese erlaubt es, Häufigkeiten von Wörtern und Wortgruppen innerhalb unterschiedlicher Texte zu analysieren und diese Texte

dann in Hinblick auf festgelegte Dimensionen zu bewerten. Untersucht wird hier, ob die Wortwahl in den Reden eher eine monetäre Lockerung oder eher eine Straffung nahelegt und wie diese zu quantifizieren ist. Zur Kalibrierung haben wir dabei auf Reden zurückgegriffen, bei denen eine solche Einordnung eindeutig ist, nämlich jene vor Beginn der Nullzinspolitik im Juli 2012. Bei diesen kann direkt die monetäre Lockerung (Senkung der Leitzinsen) oder die monetäre Straffung (Steigerung der Leitzinsen) abgelesen werden.

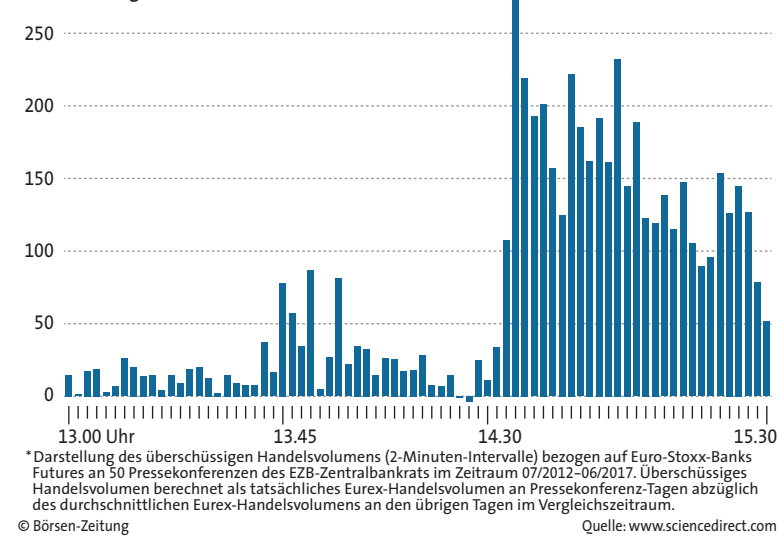
Alle 50 Reden im Betrachtungszeitraum von Juli 2012 bis Juni 2017 – mit nahezu unverändertem Zinssatz um null – werden erfasst und mit ebenjahren Referenztexten und ihren Zinsänderungen verglichen. Mit Hilfe eines Word-scores, der Richtung und Intensität repräsentiert, können alle 50 Reden einer monetären Lockerung oder Straffung zugeordnet werden. Trotz konstanter offizieller Zinssätze im Betrachtungszeitraum kann so ein „Schattenzins“ approximiert werden, welcher ausschließlich über die Wortwahl bestimmt wird (siehe Grafik).

Positive Korrelation

Bei der Betrachtung dieses „Schattenzins“ und der Reaktion des Euro-Stoxx-Banks-Futures zeigt sich im betrachteten Zeitraum ein positiver Zusammenhang. Im Falle einer monetären Straffung ergibt sich somit ein Preisanstieg des Ban-

EZB sorgt für regen Handel

Überschüssiges Handelsvolumen in Kontrakten*



kenindex und vice versa. Betrachtet man das Ausmaß dieses Zusammenhangs, so führt eine Rede, die in ihrer Tonalität einem Anstieg der Leitzinsen um 0,5 Prozentpunkte entspricht, zu einer Preiserhöhung des Euro-Stoxx-Banks-Futures im Zeitraum dieser Rede um 1,1 Prozentpunkte.

Dieses überraschende Resultat stützt eine These, die von Brunnermeier & Koby (2018) vor kurzem beschrieben wurde. Die Autoren argumentieren, dass Banken bei sinkenden Zinssätzen ihre langfristigen Vermögenswerte zwar günstiger

refinanzieren können, aber mit sinkenden Vermögenswerten und daher geringeren beleihbaren Sicherheiten zu kämpfen haben. Nehmen diese Nachteile überhand und führen sie zu Kapitalengpässen, dann wäre eine Umkehr des bisher angenommenen Einflusses der Geldpolitik auf die Banken ein realistisches Szenario. Gerade im Zusammenspiel von Geldpolitik und Finanzmarktstabilität erscheint dieses Ergebnis als hoch relevant.

Die Studie ist abrufbar unter <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.12.019>

DIE AUTOREN

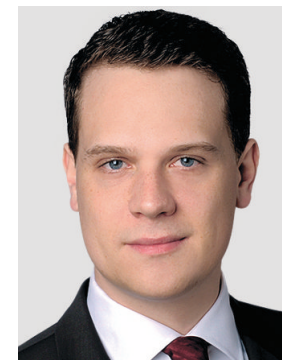
Fokus auf der Geldpolitik



Marc Steffen Rapp



Bernd Hayo



Kai Henseler

BZ – Prof. Dr. Marc Steffen Rapp ist Prodekan des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften an der Philipps-Universität Marburg und wissenschaftlicher Co-Direktor am Marburg Centre for Institutional Economics (MACIE). Der studierte Mathematiker beschäftigt sich in Forschung und Lehre insbesondere mit Fragen rund um den Dreiklang Unternehmensfinanzierung, Unternehmenssteuerung und Corporate Governance. Er ist darüber hinaus wissenschaftlicher Co-Direktor des Centers for Corporate Governance an der Handelshochschule Leipzig und Beiratsvorsitzender der Mar-

card & Schaefer Vermögensbetreuung mit Sitz in Hamburg und Berlin. Dr. Bernd Hayo ist Professor für Makroökonomie an der Philipps-Universität Marburg, stellvertretender Direktor der Marburg Research Academy und wissenschaftlicher Co-Direktor am Marburg Centre for Institutional Economics (MACIE). Der studierte Ökonom ist Herausgeber der „New Economic Papers in Monetary Economics“ und forscht insbesondere zu den Themen Geld- und Fiskalpolitik sowie Politische Ökonomie und Sozio-Ökonomik. Neben der vorgestellten Studie beschäftigt er sich aktuell unter

anderem mit der Wahrnehmung von Geldpolitik und Inflation in der Bevölkerung und untersucht diese mit Hilfe von Umfragedaten.

Kai Henseler ist Unternehmensberater bei der Strategieberatung Stern Stewart & Co. in München. Aktuell promoviert er an der Arbeitsgruppe von Rapp an der Philipps-Universität Marburg über Zentralbankpolitik und deren Einfluss auf Kapitalmärkte. Zusammen mit Hayo und Rapp ist der studierte Betriebswirt Autor mehrerer empirischer Studien zur Wirkungsweise und Effektivität von Zentralbankpolitik. (Börsen-Zeitung, 9.3.2019)

Literatur zum Thema

- Brunnermeier, M.K., & Koby, Y. (2018). The Reversal Interest Rate (Working Paper Version March 22, 2018).
- Laver, M., Benoit, K., & Garry, J. (2003). Extracting Policy Positions from Political Texts Using Words as Data. American Political Science Review, 97(2), 311–331.

Qualitätsjournalismus

Wir berichten,
was geschieht,
nicht was Sie denken sollen.



Testen Sie uns:

boersen-zeitung.de/probeabonnement
leserservice@boersen-zeitung.de
 Tel. +49 (0)69 2732-191