

**Florian Pach**

# Die Wirkung makroökonomischer Veröffentlichungen auf den deutschen Aktienmarkt

Eine Event Study

**Diplomarbeit**

## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2005 Diplomica Verlag GmbH  
ISBN: 9783832490539

**Florian Pach**

# **Die Wirkung makroökonomischer Veröffentlichungen auf den deutschen Aktienmarkt**

**Eine Event Study**



---

Florian Pach

# Die Wirkung makroökonomischer Veröffentlichungen auf den deutschen Aktienmarkt

*Eine Event Study*

Diplomarbeit  
Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg  
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät  
Lehrstuhl für Bank- und Börsenwesen  
Abgabe März 2005



Diplomica GmbH \_\_\_\_\_  
Hermannstal 119k \_\_\_\_\_  
22119 Hamburg \_\_\_\_\_

Fon: 040 / 655 99 20 \_\_\_\_\_  
Fax: 040 / 655 99 222 \_\_\_\_\_

agentur@diplom.de \_\_\_\_\_  
www.diplom.de \_\_\_\_\_

ID 9053

Pach, Florian: Die Wirkung makroökonomischer Veröffentlichungen auf den deutschen Aktienmarkt - Eine Event Study

Hamburg: Diplomica GmbH, 2005

Zugl.: Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Diplomarbeit, 2005

---

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Diplomica GmbH

<http://www.diplom.de>, Hamburg 2005

Printed in Germany

# Florian Pach

**Geburtsdatum:** 27/06/1979

**Email:** [florian.pach@web.de](mailto:florian.pach@web.de)

**Studium:** BWL

**Schwerpunkte:** Bank- und Börsenwesen, Englische Auslandswissenschaften,  
Industriebetriebslehre

**Momentaner Beruf:** Trainee im Finanzbereich bei Bayer

**INHALTSVERZEICHNIS**

INHALTSVERZEICHNIS	I
TABELLENVERZEICHNIS	III
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	V
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	VIII
1. PROBLEMSTELLUNG UND AUFBAU DER ARBEIT	1
2. THEORETISCHE GRUNDLAGEN	3
2.1. Theoretische Grundlagen der Markteffizienztheorie	3
2.1.1. Hypothese rationaler Erwartungen als Grundlage der Markteffizienztheorie	3
2.1.2. Der Begriff Markteffizienz	5
2.1.2.1. Definitionen und Annahmen	5
2.1.2.2. Theoretische Kritik – Nichtzutreffende Annahmen	8
2.1.3. Empirische Überprüfbarkeit der Informationseffizienz von Kapitalmärkten	11
2.1.3.1. Informationsstand	11
2.1.3.2. Preisbildungsmodelle	14
2.1.4. Joint-Hypothesis-Problem und der Nutzen der empirischen Untersuchungen zur Markteffizienz	16
2.2. Theoretischer Zusammenhang zwischen den ausgewählten makroökonomischen Variablen und dem Aktienmarkt	18
2.2.1. Theorie der Börsenkursbildung – Fundamentalanalyse	18
2.2.2. Zinspolitik	19
2.2.3. Konjunkturindikatoren	22
3. BISHERIGE STUDIEN ZUM EINFLUSS MAKROÖKONOMISCHER VARIABLEN AUF DEN AKTIENMARKT IN DER LITERATUR	25
3.1. Studien zur informationseffizienten Verarbeitung zinspolitischer Entscheidungen auf dem amerikanischen Aktienmarkt	26
3.2. Studien zum Informationsgehalt volkswirtschaftlicher Größen und	

---

deren Einfluss auf die Markteffizienz_____	30
4. AUFBAU DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG_____	33
4.1. Auswahl und Aufteilung der Stichprobe_____	34
4.2. Methodik zur Berechnung der normalen und abnormalen Renditen_____	37
4.3. Statistische Verfahren zur Signifikanzprüfung der Ergebnisse_____	42
5. ERGEBNISSE DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG_____	44
5.1. Reaktion des deutschen Aktienmarktes auf zinspolitische Ankündigungen_____	46
5.1.1. Zinspolitik der Europäischen Union bzw. der Deutschen Bundesbank_____	46
5.1.1.1. Deutsch-europäische Zinserhöhungen_____	46
5.1.1.2. Deutsch-europäische Zinssenkungen_____	49
5.1.2. Zinspolitik der U.S. Federal Reserve Bank_____	52
5.1.2.1. Amerikanische Zinserhöhungen_____	52
5.1.2.2. Amerikanische Zinssenkungen_____	54
5.2. Reaktion des deutschen Aktienmarktes auf die Veröffentlichung konjunktureller Indikatoren_____	58
5.2.1. Consumer Confidence Index_____	58
5.2.1.1. Steigende Werte des Consumer Confidence Index_____	58
5.2.1.2. Sinkende Werte des Consumer Confidence Index_____	60
5.2.2. Ifo-Geschäftsklimaindex_____	61
5.2.2.1. Steigende Werte des Ifo-Geschäftsklimaindex_____	61
5.2.2.2. Sinkende Werte des Ifo-Geschäftsklimaindex_____	65
5.2.3. ZEW-Kojunkturindikator_____	66
5.2.3.1. Steigende Werte des ZEW-Kojunkturindikators_____	66
5.2.3.2. Sinkende Werte des ZEW-Kojunkturindikators_____	68
6. SCHLUSSBETRACHTUNG_____	71
ANHANG_____	74
LITERATURVERZEICHNIS_____	91
EHRENWÖRTLICHE ERKLÄRUNG_____	102

**TABELLENVERZEICHNIS**

Tabelle 1:	Effizienzformen nach Fama	12
Tabelle 2:	Spezialfälle des Fair-Game-Modells	14
Tabelle 3:	Quellen und Untersuchungszeiträume der ausgewählten makroökonomischen Variablen	35
Tabelle 4:	Stichprobengrößen für die ausgewählten makroökonomischen Variablen	37
Tabelle 5:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender deutsch-europäischer Leitzinsen	77
Tabelle 6:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender deutsch-europäischer Leitzinsen	78
Tabelle 7:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender amerikanischer Leitzinsen	79
Tabelle 8:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender amerikanischer Leitzinsen	80
Tabelle 9:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender Werte des Consumer Confidence Index	81
Tabelle 10:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender Werte des Consumer Confidence Index	82
Tabelle 11:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender Werte des Ifo-Geschäftsklimaindex	83
Tabelle 12:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender Werte des Ifo-Geschäftsklimaindex	84
Tabelle 13:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender Werte des ZEW-Konjunkturindikators	85
Tabelle 14:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender Werte des ZEW-Konjunkturindikators	86

---

Tabelle 15:	Veröffentlichungstermine der untersuchten makroökonomischen Variablen	87
-------------	---	----

**ABBILDUNGSVERZEICHNIS**

Abbildung 1:	Allgemeine Konstruktion der Zeitfenster um den Ereignistag_____	38
Abbildung 2:	Konstruktion der Zeitfenster für die Untersuchung_____	40
Abbildung 3:	Theoretischer Kursverlauf infolge eines unerwarteten Ereignisses_____	44
Abbildung 4:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender deutsch-europäischer Leitzinsen – bereinigte Stichprobe_____	47
Abbildung 5:	„Confounding Events“ im Ereignisfenster für deutsch-europäische Zinsanhebungen_____	48
Abbildung 6:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender deutsch-europäischer Leitzinsen – unbereinigte Stichprobe_____	49
Abbildung 7:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender deutsch-europäischer Leitzinsen – bereinigte Stichprobe_____	50
Abbildung 8:	„Confounding Events“ im Ereignisfenster für deutsch-europäische Zinssenkungen_____	51
Abbildung 9:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender amerikanischer Leitzinsen – unbereinigte Stichprobe_____	53
Abbildung 10:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung steigender amerikanischer Leitzinsen – bereinigte Stichprobe_____	53
Abbildung 11:	„Confounding Events“ im Ereignisfenster für amerikanische Zinsanhebungen_____	54
Abbildung 12:	Überrenditen des MSCI Germany um den Tag der Veröffentlichung sinkender amerikanischer Leitzinsen – bereinigte Stichprobe_____	55
Abbildung 13:	„Confounding Events“ im Ereignisfenster für amerikanische Zinssenkungen_____	56
Abbildung 14:	Veränderungsraten des deutschen Bruttoinlandsprodukts_____	57