

# Wochenbericht

Wirtschaft Politik Wissenschaft

## Außenwirtschaftliche Impulse prägen Konjunkturentwicklung

Die ersten Ergebnisse der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland für das zweite Quartal 2004<sup>1</sup>

Andreas Cors  
acors@diw.de

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hat im zweiten Quartal dieses Jahres an Schwung gewonnen. Das saison- und arbeitstäglich bereinigte reale Bruttoinlandsprodukt legte gegenüber dem Vorquartal um 0,5 % zu. Hierfür war vor allem die lebhafte Auslandsnachfrage verantwortlich. So nahmen die Exporte um 3,8 % zu, während die Importe um 3,1 % stiegen. Der Außenbeitrag war mit gut 30 Mrd. Euro um 2 Mrd. Euro höher als noch im ersten Jahresviertel. Schwach war nach wie vor die Inlandsnachfrage. Insbesondere hat der private Konsum – auf der Nachfrageseite mit einem Anteil von knapp 60 % das wichtigste Aggregat – die Schwächephase noch nicht überwunden; im Berichtszeitraum stagnierte er. Die Ausrüstungsinvestitionen waren aufgrund der deutlich verbesserten Absatzperspektiven im Ausland aufwärts gerichtet. Die Bauinvestitionen hingegen gingen zurück. Hier zeigt sich nach einem Vorzieheffekt im vergangenen Jahr nun wieder die seit langem negative Grundtendenz.

Das Tempo des Preisauftriebs hat sich im Berichtszeitraum aufgrund der stärker gestiegenen Preise für Mineralölprodukte merklich beschleunigt. Das Preisniveau beim privaten Konsum lag um 0,6 % höher als im Vorquartal. Die Terms of Trade verbesserten sich nicht weiter.

Besorgnis erregt, dass die inländischen Kräfte noch zu schwach sind. Sollte die Übertragung der außenwirtschaftlichen Impulse nicht für nennenswerte Beschäftigungsgewinne sorgen, bleibt die inländische Nachfrage das Sorgenkind der Konjunktur. Dies gilt vor allem für den privaten Konsum, bei dem sich die nur schwachen Lohnzuwächse bemerkbar machen. Hinzu kommt, dass die anhaltenden Diskussionen über Kosteneinsparungen und andere Belastungen die Verbraucher verunsichern.

### Arbeitsvolumen, Produktivität, Lohnstückkosten

Nach der Jahreswende hat sich die Beschäftigung insgesamt weiter verringert. Im Berichtsquartal hielt die Entwicklung an. Zu einem deutlichen Arbeitsplatzabbau kam es in den produzierenden Bereichen. Auch im Handel, Gastgewerbe

<sup>1</sup> Analysiert werden in diesem Bericht, soweit nicht anders gekennzeichnet, saison- und arbeitstäglich bereinigte Zeitreihen. Die Saisonbereinigung wurde nach dem X12-ARIMA-Verfahren vorgenommen. Diesem Vorgehen liegen die offiziellen Parametereinstellungen des Statistischen Bundesamtes zugrunde. Für einige Größen wurden außerdem eigene Einstellungen gewählt.

Königin-Luise-Straße 5  
14195 Berlin

Tel. +49-30-897 89-0  
Fax +49-30-897 89-200

www.diw.de  
postmaster@diw.de

**DIW Berlin**

**Nr. 32/2004**

71. Jahrgang / 5. August 2004

### Inhalt

Außenwirtschaftliche Impulse prägen  
Konjunkturentwicklung  
Seite 455

Hedge-Fonds – eine gute Anlageform?  
Seite 463

Deutsches  
Institut f. Wirtschaftsforschung

– 6. Aug. 2004

Zeitschriften

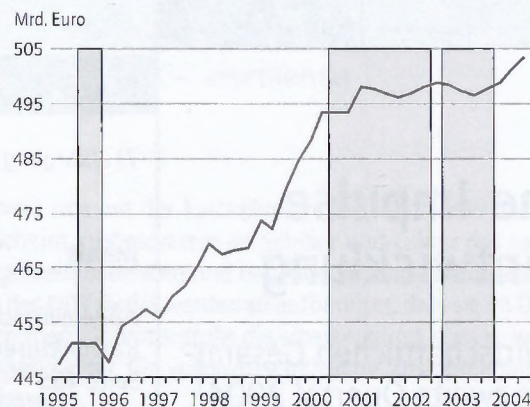
A 22127 C



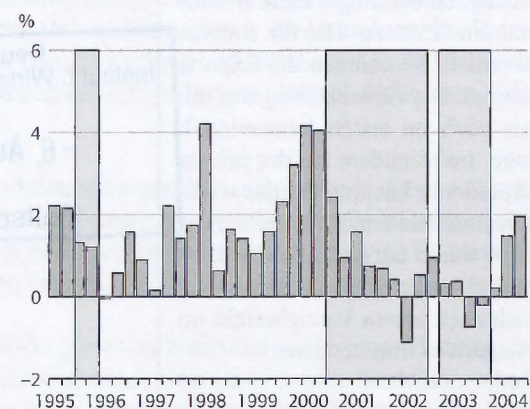
Abbildung

**Bruttoinlandsprodukt**

In Preisen von 1995

Bereinigte Vierteljahreswerte<sup>1</sup>

Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal



Phasen konjunktureller Abschwächung. Berechnungen des DIW Berlin mithilfe des geglätteten saisonbereinigten Auslastungskoeffizienten der Unternehmen ohne Wohnungswirtschaft.

<sup>1</sup> Saisonbereinigt nach X12-ARIMA.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2004

und Verkehr sank die Zahl der Arbeitnehmer, wenn auch weniger stark ( $-0,1\%$ ). Im Bereich Finanzierung, Vermietung, unternehmensnahe Dienstleistungen nimmt die Beschäftigung dagegen schon seit Mitte des vergangenen Jahres in der Tendenz wieder zu. Auch bei den öffentlichen und privaten Dienstleistern stieg die Zahl der Arbeitnehmer im Berichtszeitraum. Maßgeblich hierfür dürfte gewesen sein, dass der Anteil der geringfügig Beschäftigten bei privaten Arbeitgebern überproportional ausgeweitet wurde. Dieser Anstieg konnte aber die Beschäftigungsverluste in anderen Sektoren nicht kompensieren. Die Zahl der Erwerbstätigen sank saisonbereinigt um knapp 50 000 Personen.

In dem Maße, wie die Beschäftigung zurückging, kam es im Berichtszeitraum zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Gegenüber dem Jahresanfangs- quartal wurden etwa 60 000 Arbeitslose mehr registriert. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich also weiter verschlechtert.

Die Arbeitsentgelte stiegen im Berichtszeitraum gegenüber dem Vorquartal um  $0,6\%$ . Zusammen mit der Entwicklung von Arbeitsvolumen ( $-0,5\%$ ) und Produktivität ( $1\%$ ) ergibt sich bei den Lohnstückkosten eine leichte Zunahme ( $0,2\%$ ).

**Beiträge der Wirtschaftsbereiche**

Aufgrund der merklichen Verbesserung der weltwirtschaftlichen Nachfrage expandierte die reale Wertschöpfung im *produzierenden Gewerbe* (ohne Baugewerbe) im Berichtszeitraum um  $1,4\%$  gegenüber dem Vorquartal. Vor allem die Investitionsgüterproduzenten steigerten die Wertschöpfung. Nach einem verhaltenen Start ins Jahr<sup>2</sup> stieg im Berichtszeitraum die Produktion kräftig. Am stärksten wurde die Leistung bei den Herstellern von Gebrauchsgütern ausgeweitet. Bei der Erzeugung von Vorleistungsgütern hingegen fiel das Plus etwas geringer aus. Im *Baugewerbe* sank die Leistung nach einem kräftigen Einbruch zu Jahresbeginn nochmals ( $-0,5\%$ ); die Produktion im Bauhauptgewerbe und die Umsätze im Ausbaugewerbe nahmen weiter ab. Hierin spiegelt sich nicht zuletzt das Vorziehen von Bauleistungen in das vergangene Jahr aufgrund der erwarteten Kürzungen bei staatlichen Zuschüssen.

Die Umsatzentwicklung im *Handel* war im Berichtszeitraum abwärts gerichtet. Im Einzelhandel sanken die Umsätze in realer Rechnung um  $0,6\%$ . Auch im Großhandel kam es zu einem deutlichen Minus. Die Kaufzurückhaltung der Konsumenten prägt hier weiterhin die Entwicklung.

Die Umsätze im *Gastgewerbe* haben ihre mehr als zwei Jahre währende Talfahrt zu Jahresbeginn gestoppt; im Berichtszeitraum stagnierten sie. Die Ausweitung der realen Wertschöpfung im Sektor *Verkehr und Nachrichtenübermittlung* betrug knapp  $0,5\%$ .

Im Dienstleistungsbereich *Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister* setzte sich das Wachstum fort ( $0,5\%$ ). Bei den *öffentlichen und privaten Dienstleistern* nahm die Wertschöpfung leicht zu.

<sup>2</sup> Die Zahlen zur Produktionsentwicklung wurden kürzlich stark revidiert. Nach einem zunächst ausgewiesenen Plus von  $0,4\%$  im ersten Quartal für das verarbeitende Gewerbe steht nunmehr ein Minus von  $0,1\%$  gegenüber dem Vorquartal zu Buche.



## Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

Der nominale *private Konsum* war zu Beginn des Jahres im Zuge der dritten Stufe der Steuerreform merklich ausgeweitet worden. Allerdings stieg auch die Sparquote um 0,3 Prozentpunkte. Im Berichtszeitraum wurde der von der Entwicklung der verfügbaren Einkommen vorgegebene Ausgabenrahmen für den Konsum ausgeschöpft (0,5 %); die Sparquote blieb mit 10,9 % konstant. Bei einer Zunahme des Preisindex um 0,6 % stagnierte der reale private Konsum. Zwar nahmen die Kfz-Neuzulassungen um 1,8 % zu; dem stand aber ein ausgeprägter Rückgang der Umsätze im Einzelhandel gegenüber. Die Verbraucher scheinen angesichts der unsicheren Arbeitsplatzperspektiven und der geringen Einkommenszuwächse nach wie vor nicht bereit zu sein, zugunsten des Konsums das Vorsorgesparsen zu reduzieren.

Bei den realen *Ausrüstungsinvestitionen* kam es gegenüber dem ersten Quartal zu einem deutlichen Plus (1 %). Die aus der außenwirtschaftlichen Belebung resultierende Mehrnachfrage dürfte in erster Linie für die expansive Investitionstätigkeit verantwortlich gewesen sein. Die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe hat in den beiden vorangegangenen Quartalen laut ifo-Konjunkturtest zugenommen. Die Umsätze von Investitionsgüterherstellern mit inländischen Kunden waren im Berichtszeitraum mit knapp 2 % spürbar aufwärts gerichtet.

Die *Bauinvestitionen* gingen im zweiten Jahresviertel merklich zurück. Das Tempo der Abwärtsentwicklung war mit 1,7 % gegenüber dem scharfen Einbruch zu Jahresbeginn allerdings geringer. Offensichtlich kommt nach der Sonderentwicklung im vergangenen Jahr der insgesamt nach unten gerichtete Trend nunmehr wieder zum Tragen. Die Baupreise zogen im Berichtszeitraum stärker an. Dies könnte auf eine zumindest moderate Belebung der Bautätigkeit hinweisen.

Beim *realen Außenbeitrag* errechnet sich für den Berichtszeitraum saisonbereinigt ein Überschuss von gut 30 Mrd. Euro. Dies ist der höchste jemals

erzielte Quartalswert und spricht nicht für eine Wettbewerbsschwäche der deutschen Wirtschaft. Insbesondere wurden die Ausfuhren in die mittel- und osteuropäischen Länder stark ausgedehnt. Mit dem starken Wirtschaftswachstum in China erlangt auch der asiatische Raum insgesamt eine höhere Bedeutung für die deutschen Exporte. Dies hat die dämpfenden Wirkungen der Euroaufwertung abgefedert; dennoch haben die Ausfuhren in den US-amerikanischen Raum noch zugenommen. Die Exporte insgesamt expandierten um 3,8 %, die Importe um 3,1 %. Die Terms of Trade haben sich nicht weiter verbessert.

## Ausblick auf das dritte Quartal 2004

Die vorliegenden Indikatoren für das dritte Quartal lassen auf eine Fortsetzung der Aufwärtsentwicklung schließen. Das kräftige Auftragsplus im zweiten Quartal beim verarbeitenden Gewerbe spricht für eine anhaltende Ausdehnung der Produktion. Mit dem deutlichen Zurückbleiben der Auftragseingänge aus dem Inland hinter denen aus dem Ausland zeichnet sich ab, dass die außenwirtschaftlichen Impulse weiterhin dominieren. Diese Impulse dürften die Ausrüstungsinvestitionen im Inland anschieben. Im Baubereich dagegen muss wohl von einer weiterhin schwachen Entwicklung ausgegangen werden – nimmt man die Auftrags-eingänge des Bauhauptgewerbes als Maßstab. Allerdings könnten die anziehenden Baupreise auf ein Ende der Talfahrt hindeuten.

Beim privaten Konsum liegen für eine Belebung keine Anzeichen vor. Die Konsumentenstimmung ist nach wie vor eingetrübt, und die Entwicklung von Beschäftigung und Einkommen lässt keine Trendumkehr erwarten.

Alles in allem dürfte im dritten Jahresviertel die Schwäche der binnenländischen Nachfrage anhalten und das Gesamtergebnis drücken. Insgesamt könnte das reale Bruttoinlandsprodukt aufgrund der dynamischen Exportentwicklung um 0,4 % höher sein als im zweiten Quartal; gegenüber dem Vorjahr wäre das ein Plus von gut 1,5 %.



Tabelle 1

**Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für Deutschland****Entstehung des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen von 1995 und Lohnstückkosten**

|                                                       | 2002    | 2003    | 2002   |        |        |        | 2003   |        |        |        | 2004   |        |
|-------------------------------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                       |         |         | I      | II     | III    | IV     | I      | II     | III    | IV     | I      | II     |
| Ursprungswerte (Mrd. Euro)                            |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Land- und Forstwirtschaft                             | 24,1    | 24,0    | 5,8    | 6,3    | 6,1    | 5,9    | 5,8    | 6,2    | 6,1    | 5,9    | 5,9    | 6,4    |
| Produzierendes Gewerbe ohne Baugewerbe                | 443,8   | 445,1   | 105,9  | 110,6  | 111,9  | 115,4  | 108,7  | 108,6  | 111,1  | 116,6  | 112,0  | 114,2  |
| Baugewerbe                                            | 90,1    | 86,1    | 20,4   | 23,1   | 24,9   | 21,8   | 18,6   | 22,0   | 24,2   | 21,3   | 18,7   | 21,6   |
| Handel, Gastgewerbe und Verkehr                       | 371,3   | 374,2   | 87,8   | 93,0   | 95,6   | 94,8   | 88,6   | 93,4   | 96,7   | 95,5   | 89,9   | 94,9   |
| Finanzierung, Vermietung u. Unternehmensdienstleister | 595,9   | 599,3   | 146,1  | 148,3  | 151,2  | 150,3  | 147,2  | 148,3  | 152,6  | 151,2  | 148,8  | 150,6  |
| Öffentliche und private Dienstleister                 | 394,8   | 395,1   | 98,2   | 98,7   | 99,4   | 98,5   | 98,4   | 98,6   | 99,5   | 98,6   | 98,5   | 98,9   |
| Bruttowertschöpfung (unbereinigt)                     | 1 919,9 | 1 923,7 | 464,2  | 479,9  | 489,1  | 486,7  | 467,2  | 477,1  | 490,2  | 489,2  | 473,7  | 486,6  |
| Bruttoinlandsprodukt                                  | 1 989,7 | 1 987,7 | 482,1  | 497,8  | 507,6  | 502,2  | 483,8  | 494,1  | 506,5  | 503,3  | 490,9  | 503,6  |
| Arbeitsvolumen (Mill. Stunden)                        | 55 791  | 55 285  | 14 364 | 13 615 | 13 716 | 14 096 | 14 257 | 13 345 | 13 611 | 14 071 | 14 350 | 13 434 |
| Erwerbstätige (1 000 Personen) <sup>1</sup>           | 38 668  | 38 248  | 38 396 | 38 724 | 38 755 | 38 797 | 37 831 | 38 221 | 38 375 | 38 564 | 37 692 | 38 070 |
| Produktivität (Euro)                                  | 35,7    | 36,0    | 33,6   | 36,6   | 37,0   | 35,6   | 33,9   | 37,0   | 37,2   | 35,8   | 34,2   | 37,5   |
| Arbeitnehmerentgelt (Mrd. Euro) <sup>2</sup>          | 1 131,0 | 1 133,2 | 262,2  | 272,8  | 281,9  | 314,1  | 264,0  | 273,6  | 282,3  | 313,3  | 264,0  | 276,1  |
| Lohnstückkosten (1995 = 100) <sup>2,3</sup>           | 103,1   | 103,7   | 98,7   | 99,3   | 100,7  | 113,4  | 99,2   | 100,7  | 101,4  | 113,2  | 98,2   | 100,0  |
| Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr                |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Land- und Forstwirtschaft                             | -2,0    | -0,7    | -1,7   | -2,2   | -2,4   | -1,7   | -0,5   | -0,8   | -1,0   | -0,5   | 2,3    | 3,0    |
| Produzierendes Gewerbe ohne Baugewerbe                | -0,1    | 0,3     | -4,7   | 0,7    | 2,0    | 1,5    | 2,7    | -1,8   | -0,7   | 1,0    | 3,0    | 5,1    |
| Baugewerbe                                            | -5,9    | -4,5    | -6,6   | -4,9   | -4,9   | -7,5   | -8,8   | -4,9   | -2,6   | -2,2   | 0,4    | -1,6   |
| Handel, Gastgewerbe und Verkehr                       | 1,0     | 0,8     | 0,0    | 1,2    | 1,7    | 1,0    | 0,8    | 0,5    | 1,1    | 0,7    | 1,6    | 1,6    |
| Finanzierung, Vermietung u. Unternehmensdienstleister | 1,1     | 0,6     | 1,2    | 1,6    | 0,9    | 0,5    | 0,7    | 0,0    | 0,9    | 0,6    | 1,1    | 1,6    |
| Öffentliche und private Dienstleister                 | 1,3     | 0,1     | 1,3    | 1,8    | 1,4    | 0,8    | 0,2    | -0,1   | 0,1    | 0,2    | 0,1    | 0,3    |
| Bruttowertschöpfung (unbereinigt)                     | 0,4     | 0,2     | -0,8   | 1,0    | 1,0    | 0,5    | 0,7    | -0,6   | 0,2    | 0,5    | 1,4    | 2,0    |
| Bruttoinlandsprodukt                                  | 0,2     | -0,1    | -1,1   | 0,5    | 0,9    | 0,3    | 0,4    | -0,7   | -0,2   | 0,2    | 1,5    | 1,9    |
| Arbeitsvolumen                                        | -1,1    | -0,9    | -2,2   | -0,3   | -0,5   | -1,3   | -0,7   | -2,0   | -0,8   | -0,2   | 0,7    | 0,7    |
| Erwerbstätige <sup>1</sup>                            | -0,6    | -1,1    | -0,2   | -0,5   | -0,7   | -1,1   | -1,5   | -1,3   | -1,0   | -0,6   | -0,4   | -0,4   |
| Produktivität                                         | 1,3     | 0,8     | 1,1    | 0,8    | 1,4    | 1,7    | 1,1    | 1,3    | 0,5    | 0,4    | 0,8    | 1,3    |
| Arbeitnehmerentgelt <sup>2</sup>                      | 0,8     | 0,2     | 1,0    | 0,7    | 1,2    | 0,3    | 0,7    | 0,3    | 0,1    | -0,3   | 0,0    | 0,9    |
| Lohnstückkosten <sup>2,3</sup>                        | 0,7     | 0,6     | 2,2    | 0,3    | 0,4    | 0,2    | 0,5    | 1,3    | 0,7    | -0,1   | -1,1   | -0,7   |
|                                                       | 2001    |         | 2002   |        |        |        | 2003   |        |        |        | 2004   |        |
|                                                       | III     | IV      | I      | II     | III    | IV     | I      | II     | III    | IV     | I      | II     |
| Saisonbereinigte Werte <sup>4</sup> (Mrd. Euro)       |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Land- und Forstwirtschaft                             | 6,2     | 6,2     | 6,0    | 6,0    | 6,0    | 6,1    | 6,0    | 6,0    | 6,0    | 6,0    | 6,1    | 6,2    |
| Produzierendes Gewerbe ohne Baugewerbe                | 111,1   | 108,6   | 110,5  | 111,7  | 112,1  | 111,0  | 112,4  | 111,0  | 111,1  | 112,0  | 113,6  | 115,3  |
| Baugewerbe                                            | 24,0    | 23,6    | 23,6   | 22,5   | 22,3   | 22,1   | 21,6   | 21,7   | 21,6   | 21,6   | 21,1   | 21,0   |
| Handel, Gastgewerbe und Verkehr                       | 92,4    | 92,8    | 92,3   | 92,8   | 93,2   | 93,7   | 93,1   | 93,4   | 94,2   | 94,0   | 93,7   | 94,4   |
| Finanzierung, Vermietung u. Unternehmensdienstleister | 147,9   | 148,6   | 148,5  | 149,4  | 149,0  | 149,3  | 149,4  | 149,5  | 150,5  | 150,0  | 150,9  | 151,6  |
| Öffentliche und private Dienstleister                 | 97,5    | 98,1    | 98,5   | 98,8   | 98,8   | 98,8   | 98,7   | 98,7   | 98,9   | 98,9   | 98,7   | 98,9   |
| Bruttowertschöpfung (unbereinigt)                     | 479,0   | 477,8   | 479,4  | 481,1  | 481,4  | 480,9  | 481,2  | 480,3  | 482,2  | 482,5  | 484,1  | 487,4  |
| Bruttoinlandsprodukt                                  | 496,9   | 496,0   | 497,0  | 498,2  | 498,9  | 498,6  | 497,4  | 496,5  | 497,6  | 498,9  | 501,1  | 503,6  |
| Arbeitsvolumen (Mill. Stunden)                        | 14 033  | 13 968  | 13 977 | 14 061 | 13 965 | 13 815 | 13 853 | 13 778 | 13 855 | 13 806 | 13 938 | 13 865 |
| Erwerbstätige (1 000 Personen)                        | 38 885  | 38 875  | 38 860 | 38 770 | 38 607 | 38 440 | 38 293 | 38 257 | 38 235 | 38 202 | 38 153 | 38 107 |
| Produktivität (Euro)                                  | 35,4    | 35,5    | 35,6   | 35,4   | 35,7   | 36,1   | 35,9   | 36,0   | 35,9   | 36,1   | 35,9   | 36,3   |
| Arbeitnehmerentgelt (Mrd. Euro) <sup>2</sup>          | 280,3   | 281,8   | 282,0  | 282,5  | 283,6  | 282,8  | 283,7  | 283,5  | 284,1  | 282,0  | 283,7  | 285,5  |
| Lohnstückkosten (1995 = 100) <sup>2,3</sup>           | 102,1   | 103,0   | 102,8  | 102,8  | 103,1  | 103,0  | 103,6  | 103,8  | 103,9  | 103,0  | 103,3  | 103,4  |
| Veränderung in % gegenüber dem Vorquartal             |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Land- und Forstwirtschaft                             | 0,3     | -0,2    | -2,1   | -0,3   | 0,2    | 0,5    | -0,8   | -0,5   | -0,2   | 1,0    | 1,8    | 0,3    |
| Produzierendes Gewerbe ohne Baugewerbe                | -0,8    | -2,3    | 1,7    | 1,1    | 0,3    | -1,0   | 1,2    | -1,2   | 0,1    | 0,8    | 1,5    | 1,4    |
| Baugewerbe                                            | 0,1     | -1,4    | 0,0    | -4,8   | -1,0   | -0,9   | -2,3   | 0,7    | -0,8   | 0,1    | -2,1   | -0,5   |
| Handel, Gastgewerbe und Verkehr                       | 0,5     | 0,4     | -0,5   | 0,5    | 0,5    | 0,5    | -0,6   | 0,3    | 0,8    | -0,2   | -0,4   | 0,8    |
| Finanzierung, Vermietung u. Unternehmensdienstleister | 0,4     | 0,4     | -0,1   | 0,6    | -0,2   | 0,2    | 0,1    | 0,1    | 0,6    | -0,3   | 0,6    | 0,5    |
| Öffentliche und private Dienstleister                 | 0,4     | 0,6     | 0,4    | 0,3    | 0,1    | 0,0    | -0,2   | 0,0    | 0,2    | 0,0    | -0,2   | 0,2    |
| Bruttowertschöpfung (unbereinigt)                     | 0,1     | -0,3    | 0,3    | 0,4    | 0,1    | -0,1   | 0,0    | -0,2   | 0,4    | 0,1    | 0,3    | 0,7    |
| Bruttoinlandsprodukt                                  | -0,1    | -0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,1    | -0,1   | -0,2   | -0,2   | 0,2    | 0,3    | 0,4    | 0,5    |
| Arbeitsvolumen                                        | -0,6    | -0,5    | 0,1    | 0,6    | -0,7   | -1,1   | 0,3    | -0,5   | 0,6    | -0,4   | 1,0    | -0,5   |
| Erwerbstätige                                         | -0,2    | 0,0     | 0,0    | -0,2   | -0,4   | -0,4   | -0,4   | -0,1   | -0,1   | -0,1   | -0,1   | -0,1   |
| Produktivität                                         | 0,4     | 0,3     | 0,1    | -0,4   | 0,8    | 1,0    | -0,5   | 0,4    | -0,3   | 0,6    | -0,5   | 1,0    |
| Arbeitnehmerentgelt <sup>2</sup>                      | -0,1    | 0,5     | 0,1    | 0,2    | 0,4    | -0,3   | 0,3    | -0,1   | 0,2    | -0,7   | 0,6    | 0,6    |
| Lohnstückkosten <sup>2,3</sup>                        | -0,1    | -0,1    | -0,1   | 0,0    | 0,3    | -0,2   | 0,6    | 0,2    | 0,1    | -0,9   | 0,3    | 0,2    |

<sup>1</sup> Jahreswerte als Durchschnitt der Quartale.<sup>2</sup> Inlandskonzept.<sup>3</sup> Lohnkosten (Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer) in Relation zur Arbeitsproduktivität (Bruttoinlandsprodukt zu Preisen von 1995 je Erwerbstätigen).<sup>4</sup> Saisonbereinigt nach X12-ARIMA.

Quellen: Die den Berechnungen zugrunde liegenden Werte sind Angaben des Statistischen Bundesamtes (vgl. Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Fachserie 18, Reihe 3); die Vierteljahreswerte für das Arbeitsvolumen – und damit die der Produktivität – sind eigene Berechnungen, basierend auf Jahresergebnissen des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung. Berechnungen des DIW Berlin. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen bedingt.

Tabelle 2

**Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für Deutschland**

Verteilung und Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

Ursprungswerte

|                                                                                  | 2002           | 2003           | 2002         |              |              |              | 2003         |              |              |              | 2004         |              |
|----------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                                                  |                |                | I            | II           | III          | IV           | I            | II           | III          | IV           | I            | II           |
| <b>Verteilung des Bruttonationaleinkommens zu jeweiligen Preisen (Mrd. Euro)</b> |                |                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Arbeitnehmerentgelt                                                              | 1 130,5        | 1 132,7        | 262,4        | 272,6        | 281,5        | 314,0        | 264,1        | 273,4        | 282,0        | 313,2        | 264,2        | 276,0        |
| Bruttolöhne und -gehälter                                                        | 910,4          | 909,4          | 210,4        | 218,6        | 227,3        | 254,1        | 211,0        | 218,5        | 227,1        | 252,8        | 211,3        | 220,7        |
| Nettolöhne und -gehälter                                                         | 593,5          | 588,3          | 137,5        | 140,0        | 152,4        | 163,6        | 136,6        | 138,5        | 151,2        | 162,0        | 136,8        | 139,3        |
| Unternehmens- und Vermögenseinkommen                                             | 441,1          | 439,9          | 110,9        | 117,7        | 117,4        | 95,1         | 109,9        | 111,1        | 118,4        | 100,5        | 115,3        | 122,7        |
| Produktions- und Importabgaben abzüglich Subventionen                            | 219,6          | 225,8          | 52,7         | 53,5         | 57,9         | 55,5         | 56,0         | 57,6         | 55,3         | 56,9         | 57,0         | 58,5         |
| Abschreibungen                                                                   | 317,7          | 319,7          | 79,1         | 79,6         | 79,5         | 79,6         | 79,4         | 80,2         | 80,0         | 80,2         | 79,3         | 80,3         |
| <b>Bruttonationaleinkommen</b>                                                   | <b>2 108,8</b> | <b>2 118,2</b> | <b>505,1</b> | <b>523,4</b> | <b>536,2</b> | <b>544,1</b> | <b>509,4</b> | <b>522,3</b> | <b>535,7</b> | <b>550,8</b> | <b>515,7</b> | <b>537,5</b> |
| Nachrichtlich:                                                                   |                |                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte                                     | 1 365,3        | 1 378,6        | 340,0        | 338,9        | 335,6        | 350,8        | 347,0        | 342,1        | 337,6        | 351,8        | 350,5        | 348,2        |
| Sparquote                                                                        | 10,6           | 10,8           | 13,8         | 10,0         | 9,0          | 9,6          | 14,4         | 10,2         | 9,3          | 9,3          | 14,3         | 10,3         |
| <b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts zu jeweiligen Preisen (Mrd. Euro)</b>    |                |                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Privater Konsum <sup>1</sup>                                                     | 1 236,5        | 1 247,7        | 296,3        | 308,6        | 309,7        | 321,9        | 301,2        | 311,6        | 311,0        | 323,9        | 305,2        | 317,7        |
| Staatskonsum                                                                     | 404,4          | 410,9          | 96,3         | 97,0         | 98,6         | 112,5        | 97,5         | 98,2         | 101,5        | 113,8        | 95,7         | 98,3         |
| Anlageinvestitionen                                                              | 392,0          | 379,5          | 88,0         | 101,6        | 102,1        | 100,3        | 83,5         | 97,2         | 99,8         | 99,1         | 83,5         | 98,5         |
| Bauten                                                                           | 215,5          | 207,9          | 47,4         | 57,1         | 59,2         | 51,8         | 43,9         | 54,8         | 57,8         | 51,5         | 44,3         | 55,0         |
| Ausrüstungen                                                                     | 151,9          | 146,9          | 34,6         | 38,6         | 36,8         | 42,0         | 33,6         | 36,4         | 35,8         | 41,1         | 33,1         | 37,3         |
| Sonstige Anlagen                                                                 | 24,6           | 24,7           | 6,0          | 6,0          | 6,1          | 6,5          | 6,0          | 6,0          | 6,2          | 6,5          | 6,0          | 6,1          |
| Vorratsveränderungen <sup>2</sup>                                                | -13,2          | 1,9            | 7,0          | -2,9         | 3,3          | -20,6        | 14,3         | 0,2          | 4,4          | -17,0        | 13,6         | -1,7         |
| Außenbeitrag                                                                     | 90,7           | 89,2           | 21,4         | 21,2         | 22,7         | 25,4         | 18,9         | 19,4         | 25,0         | 25,9         | 30,0         | 32,8         |
| Exporte                                                                          | 757,6          | 765,5          | 178,8        | 190,1        | 190,8        | 198,0        | 187,9        | 186,8        | 191,9        | 198,9        | 199,1        | 210,6        |
| darunter: Waren                                                                  | 650,4          | 660,6          | 156,2        | 162,9        | 162,6        | 168,8        | 162,6        | 161,4        | 165,0        | 171,7        | 176,1        | 184,8        |
| Importe                                                                          | 667,0          | 676,3          | 157,3        | 168,9        | 168,1        | 172,7        | 169,0        | 167,4        | 166,9        | 173,0        | 169,1        | 177,9        |
| darunter: Waren                                                                  | 516,6          | 529,0          | 122,2        | 130,9        | 127,7        | 135,8        | 132,8        | 131,2        | 126,6        | 138,3        | 134,6        | 141,0        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                      | <b>2 110,4</b> | <b>2 129,2</b> | <b>509,0</b> | <b>525,5</b> | <b>536,5</b> | <b>539,4</b> | <b>515,3</b> | <b>526,5</b> | <b>541,7</b> | <b>545,7</b> | <b>527,9</b> | <b>545,5</b> |
| <b>Zu Preisen von 1995 (Mrd. Euro)</b>                                           |                |                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Privater Konsum <sup>1</sup>                                                     | 1 125,3        | 1 124,5        | 270,0        | 281,5        | 280,6        | 293,2        | 271,3        | 282,1        | 279,3        | 291,8        | 271,0        | 281,9        |
| Staatskonsum                                                                     | 388,4          | 391,7          | 95,9         | 95,8         | 96,1         | 100,6        | 96,2         | 96,5         | 97,0         | 101,9        | 96,1         | 96,2         |
| Anlageinvestitionen                                                              | 396,9          | 388,9          | 88,8         | 102,6        | 103,6        | 102,0        | 85,4         | 99,0         | 102,2        | 102,4        | 86,4         | 99,9         |
| Bauten                                                                           | 217,1          | 209,8          | 47,6         | 57,5         | 59,7         | 52,3         | 44,0         | 55,3         | 58,4         | 52,0         | 44,4         | 54,5         |
| Ausrüstungen                                                                     | 152,5          | 151,2          | 34,5         | 38,4         | 37,1         | 42,4         | 34,5         | 36,9         | 36,8         | 43,0         | 35,0         | 38,5         |
| Sonstige Anlagen                                                                 | 27,4           | 27,9           | 6,7          | 6,7          | 6,8          | 7,2          | 6,8          | 6,8          | 7,0          | 7,3          | 7,0          | 7,0          |
| Vorratsveränderungen <sup>2</sup>                                                | -22,0          | -9,9           | 2,9          | -6,5         | 2,1          | -20,5        | 9,6          | -4,1         | 2,7          | -18,0        | 9,1          | -5,2         |
| Außenbeitrag                                                                     | 101,1          | 92,5           | 24,6         | 24,5         | 25,1         | 27,0         | 21,4         | 20,6         | 25,3         | 25,2         | 28,3         | 30,8         |
| Exporte                                                                          | 722,6          | 735,4          | 170,9        | 180,9        | 182,0        | 188,9        | 180,1        | 178,7        | 184,9        | 191,6        | 193,1        | 203,1        |
| darunter: Waren                                                                  | 623,8          | 639,3          | 149,9        | 155,7        | 156,1        | 162,1        | 156,8        | 155,4        | 160,3        | 166,8        | 172,0        | 179,4        |
| Importe                                                                          | 621,5          | 642,9          | 146,3        | 156,4        | 156,9        | 161,9        | 158,7        | 158,1        | 159,6        | 166,4        | 164,9        | 172,2        |
| darunter: Waren                                                                  | 489,0          | 513,4          | 114,9        | 123,0        | 121,5        | 129,6        | 126,5        | 126,4        | 124,5        | 136,0        | 134,2        | 140,1        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                      | <b>1 989,7</b> | <b>1 987,7</b> | <b>482,1</b> | <b>497,8</b> | <b>507,6</b> | <b>502,2</b> | <b>483,8</b> | <b>494,1</b> | <b>506,5</b> | <b>503,3</b> | <b>490,9</b> | <b>503,6</b> |
| <b>Preisentwicklung (1995 = 100)</b>                                             |                |                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Privater Konsum <sup>1</sup>                                                     | 109,9          | 111,0          | 109,8        | 109,6        | 110,4        | 109,8        | 111,0        | 110,4        | 111,3        | 111,0        | 112,6        | 112,7        |
| Staatskonsum                                                                     | 104,1          | 104,9          | 100,4        | 101,3        | 102,6        | 111,9        | 101,3        | 101,7        | 104,6        | 111,6        | 99,5         | 102,1        |
| Bauten                                                                           | 99,3           | 99,1           | 99,6         | 99,2         | 99,3         | 99,1         | 99,6         | 99,1         | 99,0         | 98,9         | 99,8         | 101,0        |
| Ausrüstungen                                                                     | 99,6           | 97,2           | 100,1        | 100,4        | 99,0         | 98,9         | 97,4         | 98,6         | 97,3         | 95,7         | 94,7         | 97,0         |
| Exporte                                                                          | 104,8          | 104,1          | 104,6        | 105,1        | 104,8        | 104,8        | 104,3        | 104,5        | 103,8        | 103,8        | 103,1        | 103,7        |
| Importe                                                                          | 107,3          | 105,2          | 107,5        | 108,0        | 107,1        | 106,7        | 106,4        | 105,9        | 104,6        | 104,0        | 102,6        | 103,3        |
| Nachrichtlich: Terms of Trade                                                    | 97,7           | 99,0           | 97,3         | 97,3         | 97,9         | 98,3         | 98,0         | 98,7         | 99,3         | 99,8         | 100,5        | 100,4        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                      | <b>106,1</b>   | <b>107,1</b>   | <b>105,6</b> | <b>105,6</b> | <b>105,7</b> | <b>107,4</b> | <b>106,5</b> | <b>106,6</b> | <b>106,9</b> | <b>108,4</b> | <b>107,5</b> | <b>108,3</b> |

<sup>1</sup> Konsumausgaben der privaten Haushalte und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.<sup>2</sup> Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

Quellen: siehe Tabelle 1.

DIW Berlin 2004



Tabelle 3

**Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für Deutschland****Verteilung und Verwendung des Bruttoinlandsprodukts****Entwicklung der Ursprungswerte<sup>1</sup>**

|                                                                      | 2002       | 2003        | 2002        |            |            |            | 2003       |             |             |            | 2004       |            |
|----------------------------------------------------------------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
|                                                                      |            |             | I           | II         | III        | IV         | I          | II          | III         | IV         | I          | II         |
| <b>Verteilung des Bruttonationaleinkommens zu jeweiligen Preisen</b> |            |             |             |            |            |            |            |             |             |            |            |            |
| Arbeitnehmerentgelt                                                  | 0,8        | 0,2         | 1,1         | 0,8        | 1,2        | 0,3        | 0,7        | 0,3         | 0,2         | -0,2       | 0,0        | 0,9        |
| Bruttolöhne und -gehälter                                            | 0,7        | -0,1        | 1,0         | 0,7        | 1,1        | 0,2        | 0,3        | -0,1        | -0,1        | -0,5       | 0,1        | 1,0        |
| Nettolöhne und -gehälter                                             | 0,2        | -0,9        | 0,4         | 0,1        | 0,5        | -0,3       | -0,6       | -1,1        | -0,8        | -1,0       | 0,1        | 0,6        |
| Unternehmens- und Vermögenseinkommen                                 | 4,8        | -0,3        | -3,8        | 8,4        | 8,3        | 7,2        | -0,9       | -5,6        | 0,9         | 5,7        | 4,9        | 10,4       |
| Produktions- und Importabgaben abzüglich Subventionen                | 3,4        | 2,8         | 1,2         | -2,4       | 10,0       | 5,1        | 6,3        | 7,6         | -4,5        | 2,6        | 1,7        | 1,6        |
| Abschreibungen                                                       | 2,1        | 0,6         | 2,8         | 2,3        | 1,6        | 1,7        | 0,4        | 0,8         | 0,7         | 0,7        | -0,1       | 0,2        |
| <b>Bruttonationaleinkommen</b>                                       | <b>2,1</b> | <b>0,4</b>  | <b>0,2</b>  | <b>2,3</b> | <b>3,7</b> | <b>2,2</b> | <b>0,9</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,1</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>2,9</b> |
| Nachrichtlich:                                                       |            |             |             |            |            |            |            |             |             |            |            |            |
| Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte                         | 0,5        | 1,0         | 0,7         | 0,1        | 0,5        | 0,5        | 2,0        | 0,9         | 0,6         | 0,3        | 1,0        | 1,8        |
| Sparquote                                                            | .          | .           | .           | .          | .          | .          | .          | .           | .           | .          | .          | .          |
| <b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts zu jeweiligen Preisen</b>    |            |             |             |            |            |            |            |             |             |            |            |            |
| Privater Konsum <sup>2</sup>                                         | 0,3        | 0,9         | 0,4         | 0,0        | 0,5        | 0,4        | 1,6        | 1,0         | 0,4         | 0,6        | 1,3        | 2,0        |
| Staatskonsum                                                         | 2,6        | 1,6         | 2,5         | 3,6        | 3,7        | 0,9        | 1,2        | 1,2         | 2,9         | 1,1        | -1,8       | 0,1        |
| Anlageinvestitionen                                                  | -6,8       | -3,2        | -9,5        | -6,7       | -5,3       | -6,0       | -5,1       | -4,3        | -2,3        | -1,2       | 0,0        | 1,3        |
| Bauten                                                               | -5,9       | -3,5        | -6,7        | -5,6       | -4,6       | -6,8       | -7,5       | -4,0        | -2,4        | -0,7       | 1,0        | 0,4        |
| Ausrüstungen                                                         | -9,3       | -3,2        | -14,6       | -9,4       | -7,5       | -5,8       | -2,7       | -5,6        | -2,6        | -2,0       | -1,5       | 2,6        |
| Sonstige Anlagen                                                     | 1,0        | 0,3         | 1,9         | 0,8        | 0,7        | 0,6        | 0,2        | 0,3         | 0,5         | 0,3        | 0,5        | 2,0        |
| Vorratsveränderungen <sup>3</sup>                                    | .          | .           | .           | .          | .          | .          | .          | .           | .           | .          | .          | .          |
| Außenbeitrag                                                         | .          | .           | .           | .          | .          | .          | .          | .           | .           | .          | .          | .          |
| Exporte                                                              | 3,6        | 1,0         | -1,3        | 3,2        | 7,0        | 5,3        | 5,1        | -1,7        | 0,6         | 0,5        | 6,0        | 12,8       |
| darunter: Waren                                                      | 2,1        | 1,6         | -2,2        | 1,0        | 3,9        | 5,6        | 4,1        | -0,9        | 1,4         | 1,7        | 8,3        | 14,5       |
| Importe                                                              | -3,4       | 1,4         | -9,0        | -3,9       | -1,9       | 1,4        | 7,4        | -0,9        | -0,7        | 0,2        | 0,1        | 6,2        |
| darunter: Waren                                                      | -3,7       | 2,4         | -10,0       | -5,1       | -1,9       | 2,3        | 8,6        | 0,3         | -0,9        | 1,9        | 1,3        | 7,5        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                          | <b>1,8</b> | <b>0,9</b>  | <b>0,8</b>  | <b>2,0</b> | <b>2,9</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>0,2</b>  | <b>1,0</b>  | <b>1,2</b> | <b>2,4</b> | <b>3,6</b> |
| <b>Zu Preisen von 1995</b>                                           |            |             |             |            |            |            |            |             |             |            |            |            |
| Privater Konsum <sup>2</sup>                                         | -1,0       | -0,1        | -1,5        | -1,3       | -0,6       | -0,7       | 0,5        | 0,2         | -0,5        | -0,5       | -0,1       | -0,1       |
| Staatskonsum                                                         | 1,7        | 0,9         | 1,4         | 2,3        | 2,8        | 0,3        | 0,3        | 0,8         | 0,9         | 1,3        | 0,0        | -0,3       |
| Anlageinvestitionen                                                  | -6,7       | -2,0        | -9,7        | -6,7       | -4,9       | -5,7       | -3,9       | -3,5        | -1,4        | 0,4        | 1,2        | 0,9        |
| Bauten                                                               | -5,8       | -3,4        | -6,7        | -5,4       | -4,6       | -6,9       | -7,5       | -3,8        | -2,2        | -0,5       | 0,9        | -1,6       |
| Ausrüstungen                                                         | -9,1       | -0,8        | -15,2       | -9,7       | -6,5       | -5,4       | -0,1       | -3,8        | -0,9        | 1,3        | 1,4        | 4,3        |
| Sonstige Anlagen                                                     | 1,6        | 1,8         | 2,0         | 1,4        | 1,5        | 1,7        | 1,8        | 1,5         | 1,8         | 1,9        | 2,6        | 3,2        |
| Vorratsveränderungen <sup>3</sup>                                    | .          | .           | .           | .          | .          | .          | .          | .           | .           | .          | .          | .          |
| Außenbeitrag                                                         | .          | .           | .           | .          | .          | .          | .          | .           | .           | .          | .          | .          |
| Exporte                                                              | 3,4        | 1,8         | -1,0        | 3,5        | 5,7        | 5,4        | 5,4        | -1,2        | 1,6         | 1,5        | 7,2        | 13,6       |
| darunter: Waren                                                      | 2,7        | 2,5         | -1,6        | 1,6        | 4,9        | 5,9        | 4,6        | -0,2        | 2,7         | 2,9        | 9,7        | 15,5       |
| Importe                                                              | -1,7       | 3,4         | -7,5        | -1,9       | 0,7        | 2,1        | 8,5        | 1,1         | 1,7         | 2,8        | 3,9        | 8,9        |
| darunter: Waren                                                      | -1,5       | 5,0         | -8,0        | -2,7       | 1,4        | 3,5        | 10,1       | 2,8         | 2,5         | 5,0        | 6,1        | 10,8       |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                          | <b>0,2</b> | <b>-0,1</b> | <b>-1,1</b> | <b>0,5</b> | <b>0,9</b> | <b>0,3</b> | <b>0,4</b> | <b>-0,7</b> | <b>-0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>1,5</b> | <b>1,9</b> |
| <b>Preisentwicklung (1995 = 100)</b>                                 |            |             |             |            |            |            |            |             |             |            |            |            |
| Privater Konsum <sup>2</sup>                                         | 1,3        | 1,0         | 1,8         | 1,3        | 1,1        | 1,1        | 1,2        | 0,8         | 0,9         | 1,1        | 1,4        | 2,1        |
| Staatskonsum                                                         | 0,9        | 0,7         | 1,2         | 1,3        | 0,9        | 0,6        | 0,9        | 0,4         | 2,0         | -0,2       | -1,8       | 0,4        |
| Bauten                                                               | 0,0        | -0,2        | 0,0         | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | -0,2        | -0,3        | -0,1       | 0,1        | 2,0        |
| Ausrüstungen                                                         | -0,1       | -2,4        | 0,7         | 0,3        | -1,0       | -0,5       | -2,6       | -1,9        | -1,8        | -3,3       | -2,8       | -1,6       |
| Exporte                                                              | 0,2        | -0,7        | -0,3        | -0,3       | 1,3        | -0,1       | -0,3       | -0,5        | -1,0        | -1,0       | -1,1       | -0,8       |
| Importe                                                              | -1,7       | -2,0        | -1,6        | -2,0       | -2,6       | -0,7       | -1,0       | -1,9        | -2,4        | -2,5       | -3,6       | -2,5       |
| Nachrichtlich: Terms of Trade                                        | 1,9        | 1,3         | 1,4         | 1,8        | 4,0        | 0,6        | 0,7        | 1,4         | 1,4         | 1,6        | 2,6        | 1,7        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                          | <b>1,6</b> | <b>1,0</b>  | <b>1,9</b>  | <b>1,5</b> | <b>2,0</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,9</b> | <b>1,0</b> | <b>1,7</b> |

<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr.<sup>2</sup> Konsumausgaben der privaten Haushalte und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.<sup>3</sup> Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

Quellen: siehe Tabelle 1.

DIW Berlin 2004

Tabelle 4

Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für Deutschland

Verteilung und Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

Saisonbereinigte Werte<sup>1</sup>

|                                                                                           | 2001         |              | 2002         |              |              |              | 2003         |              |              |              | 2004         |              |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                                                           | III          | IV           | I            | II           | III          | IV           | I            | II           | III          | IV           | I            | II           |
| <b>Verteilung des Bruttonationaleinkommens zu jeweiligen Preisen (Mrd. Euro)</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Arbeitnehmerentgelt                                                                       | 280,1        | 281,6        | 281,9        | 282,4        | 283,5        | 282,7        | 283,5        | 283,3        | 284,0        | 281,9        | 283,6        | 285,4        |
| Bruttolöhne und -gehälter                                                                 | 225,6        | 226,8        | 227,5        | 227,6        | 228,0        | 227,4        | 228,0        | 227,5        | 227,8        | 226,2        | 228,2        | 229,8        |
| Nettolöhne und -gehälter                                                                  | 147,9        | 149,1        | 147,9        | 148,4        | 148,8        | 148,5        | 147,0        | 146,8        | 147,6        | 146,9        | 147,1        | 147,7        |
| Unternehmens- und Vermögenseinkommen                                                      | 102,8        | 104,4        | 106,6        | 111,9        | 111,8        | 110,8        | 105,6        | 105,3        | 112,9        | 116,1        | 111,1        | 117,5        |
| Produktions- und Importabgaben abzüglich Subventionen                                     | 52,1         | 55,2         | 52,7         | 51,7         | 57,9         | 57,4         | 56,1         | 56,1         | 54,8         | 58,9         | 57,4         | 57,1         |
| Abschreibungen                                                                            | 78,3         | 78,3         | 79,2         | 79,4         | 79,5         | 79,7         | 79,5         | 80,0         | 80,1         | 80,2         | 79,4         | 80,1         |
| <b>Bruttonationaleinkommen</b>                                                            | <b>513,3</b> | <b>519,5</b> | <b>520,3</b> | <b>525,4</b> | <b>532,7</b> | <b>530,4</b> | <b>524,6</b> | <b>524,7</b> | <b>531,7</b> | <b>537,1</b> | <b>531,5</b> | <b>540,1</b> |
| Nachrichtlich:                                                                            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte                                              | 340,6        | 340,9        | 338,7        | 341,0        | 342,6        | 343,0        | 345,2        | 344,2        | 345,0        | 344,2        | 348,6        | 350,4        |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                              | 308,9        | 308,8        | 307,2        | 308,6        | 310,4        | 310,3        | 312,0        | 311,5        | 311,7        | 312,4        | 315,9        | 317,7        |
| Sparquote                                                                                 | 10,3         | 10,4         | 10,3         | 10,5         | 10,6         | 10,8         | 10,9         | 10,8         | 10,9         | 10,6         | 10,9         | 10,9         |
| <b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts zu jeweiligen Preisen (Mrd. Euro)<sup>2</sup></b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                              | 310,5        | 309,0        | 307,8        | 309,1        | 310,2        | 310,6        | 313,3        | 311,5        | 311,4        | 312,2        | 314,7        | 316,7        |
| Staatskonsum                                                                              | 97,7         | 100,2        | 100,8        | 101,3        | 101,2        | 101,1        | 102,0        | 102,6        | 104,1        | 102,3        | 100,4        | 102,9        |
| Anlageinvestitionen                                                                       | 104,7        | 102,4        | 101,2        | 97,9         | 97,4         | 97,0         | 95,7         | 94,9         | 94,9         | 95,7         | 93,7         | 94,7         |
| Bauten                                                                                    | 57,3         | 56,4         | 56,3         | 53,4         | 53,4         | 53,1         | 52,2         | 52,0         | 51,9         | 52,8         | 51,3         | 51,3         |
| Ausrüstungen                                                                              | 41,3         | 39,8         | 38,8         | 38,4         | 37,8         | 37,6         | 37,4         | 36,7         | 36,8         | 36,7         | 36,3         | 37,2         |
| Sonstige Anlagen                                                                          | 6,1          | 6,2          | 6,1          | 6,1          | 6,2          | 6,2          | 6,1          | 6,1          | 6,2          | 6,2          | 6,2          | 6,3          |
| Vorratsveränderungen <sup>4</sup>                                                         | -4,7         | -6,2         | -5,8         | -1,3         | -3,4         | -3,0         | 0,7          | 2,6          | -2,0         | 0,4          | 1,2          | 1,0          |
| Außenbeitrag                                                                              | 8,9          | 16,9         | 22,3         | 20,7         | 24,1         | 24,4         | 19,4         | 19,4         | 26,1         | 24,8         | 29,9         | 32,2         |
| Exporte                                                                                   | 182,0        | 183,9        | 184,9        | 189,1        | 192,7        | 193,8        | 192,8        | 187,8        | 193,5        | 193,6        | 201,7        | 209,9        |
| darunter: Waren                                                                           | 160,8        | 157,5        | 160,1        | 161,3        | 165,3        | 166,4        | 165,2        | 161,8        | 167,4        | 168,2        | 176,7        | 183,5        |
| Importe                                                                                   | 173,1        | 167,0        | 162,6        | 168,4        | 168,6        | 169,4        | 173,4        | 168,4        | 167,4        | 168,8        | 171,8        | 177,7        |
| darunter: Waren                                                                           | 134,7        | 129,5        | 125,2        | 129,7        | 131,0        | 132,5        | 135,2        | 131,3        | 129,9        | 134,1        | 135,6        | 139,8        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                               | <b>517,0</b> | <b>522,4</b> | <b>526,3</b> | <b>527,7</b> | <b>529,5</b> | <b>530,0</b> | <b>531,1</b> | <b>531,0</b> | <b>534,4</b> | <b>535,5</b> | <b>540,0</b> | <b>547,5</b> |
| <b>Zu Preisen von 1995 (Mrd. Euro)<sup>2</sup></b>                                        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                              | 285,6        | 283,6        | 280,9        | 281,5        | 282,2        | 281,8        | 282,8        | 281,5        | 280,7        | 280,2        | 280,3        | 280,4        |
| Staatskonsum                                                                              | 94,8         | 96,8         | 96,8         | 97,1         | 97,6         | 97,0         | 97,1         | 97,8         | 98,5         | 98,3         | 97,1         | 97,5         |
| Anlageinvestitionen                                                                       | 105,6        | 103,7        | 102,1        | 99,0         | 98,8         | 98,5         | 97,7         | 96,9         | 97,1         | 98,7         | 96,9         | 96,4         |
| Bauten                                                                                    | 57,7         | 56,8         | 56,7         | 53,8         | 53,8         | 53,5         | 52,6         | 52,5         | 52,4         | 53,3         | 51,6         | 50,7         |
| Ausrüstungen                                                                              | 41,2         | 40,1         | 38,6         | 38,4         | 38,1         | 38,0         | 38,2         | 37,5         | 37,7         | 38,3         | 38,2         | 38,6         |
| Sonstige Anlagen                                                                          | 6,8          | 6,8          | 6,8          | 6,8          | 6,9          | 6,9          | 6,9          | 6,9          | 7,0          | 7,1          | 7,1          | 7,2          |
| Vorratsveränderungen <sup>4</sup>                                                         | -7,4         | -7,9         | -8,4         | -3,4         | -5,9         | -4,7         | -2,3         | -0,3         | -4,9         | -2,5         | -1,5         | -1,1         |
| Außenbeitrag                                                                              | 18,2         | 19,8         | 25,7         | 24,0         | 26,3         | 26,0         | 22,0         | 20,6         | 26,1         | 24,2         | 28,3         | 30,4         |
| Exporte                                                                                   | 176,1        | 175,3        | 176,3        | 180,0        | 184,2        | 184,8        | 184,4        | 179,8        | 186,8        | 186,5        | 195,2        | 202,5        |
| darunter: Waren                                                                           | 153,1        | 150,7        | 153,4        | 154,4        | 158,9        | 159,6        | 159,1        | 155,9        | 162,9        | 163,3        | 172,3        | 178,4        |
| Importe                                                                                   | 157,9        | 155,5        | 150,7        | 156,1        | 157,9        | 158,8        | 162,3        | 159,2        | 160,6        | 162,2        | 166,9        | 172,1        |
| darunter: Waren                                                                           | 124,1        | 122,1        | 117,7        | 121,9        | 124,7        | 126,5        | 128,8        | 126,5        | 127,7        | 131,9        | 135,2        | 138,8        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                               | <b>496,9</b> | <b>496,0</b> | <b>497,0</b> | <b>498,2</b> | <b>498,9</b> | <b>498,6</b> | <b>497,4</b> | <b>496,5</b> | <b>497,6</b> | <b>498,9</b> | <b>501,1</b> | <b>503,6</b> |
| <b>Preisentwicklung (1995 = 100)</b>                                                      |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                              | 108,7        | 109,0        | 109,6        | 109,8        | 109,9        | 110,2        | 110,8        | 110,7        | 110,9        | 111,4        | 112,3        | 112,9        |
| Staatskonsum                                                                              | 103,0        | 103,5        | 104,1        | 104,4        | 103,8        | 104,3        | 105,0        | 104,9        | 105,7        | 104,1        | 103,4        | 105,6        |
| Bauten                                                                                    | 99,3         | 99,2         | 99,3         | 99,3         | 99,3         | 99,3         | 99,2         | 99,1         | 99,1         | 99,2         | 99,3         | 101,1        |
| Ausrüstungen                                                                              | 100,2        | 99,4         | 100,4        | 99,9         | 99,3         | 99,0         | 97,8         | 98,0         | 97,5         | 95,7         | 95,0         | 96,5         |
| Exporte                                                                                   | 103,4        | 104,9        | 104,9        | 105,0        | 104,6        | 104,8        | 104,6        | 104,5        | 103,6        | 103,8        | 103,4        | 103,7        |
| Importe                                                                                   | 109,6        | 107,4        | 107,9        | 107,9        | 106,8        | 106,7        | 106,8        | 105,8        | 104,2        | 104,0        | 102,9        | 103,2        |
| Nachrichtlich: Terms of Trade                                                             | 94,3         | 97,7         | 97,2         | 97,3         | 98,0         | 98,3         | 97,9         | 98,7         | 99,4         | 99,8         | 100,4        | 100,4        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                               | <b>104,0</b> | <b>105,3</b> | <b>105,9</b> | <b>105,9</b> | <b>106,1</b> | <b>106,3</b> | <b>106,8</b> | <b>106,9</b> | <b>107,4</b> | <b>107,3</b> | <b>107,8</b> | <b>108,7</b> |

1 Saisonbereinigt nach X12-ARIMA.  
2 Außerdem arbeitstäglich bereinigt.

3 Konsumausgaben der privaten Haushalte und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.  
4 Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

Quellen: siehe Tabelle 1.



Tabelle 5

**Vierteljährliche Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für Deutschland**

Verteilung und Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

Entwicklung der saisonbereinigten Werte<sup>1</sup>

|                                                                               | 2001        |             | 2002       |            |            |             | 2003        |             |            |             | 2004        |            |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|
|                                                                               | III         | IV          | I          | II         | III        | IV          | I           | II          | III        | IV          | I           | II         |
| <b>Verteilung des Bruttonationaleinkommens zu jeweiligen Preisen</b>          |             |             |            |            |            |             |             |             |            |             |             |            |
| Arbeitnehmerentgelt                                                           | 0,0         | 0,5         | 0,1        | 0,2        | 0,4        | -0,3        | 0,3         | -0,1        | 0,2        | -0,7        | 0,6         | 0,6        |
| Bruttoöhne und -gehälter                                                      | -0,2        | 0,5         | 0,3        | 0,0        | 0,2        | -0,3        | 0,3         | -0,2        | 0,1        | -0,7        | 0,9         | 0,7        |
| Nettolöhne und -gehälter                                                      | -0,2        | 0,8         | -0,8       | 0,3        | 0,3        | -0,2        | -1,1        | -0,1        | 0,6        | -0,5        | 0,1         | 0,4        |
| Unternehmens- und Vermögenseinkommen                                          | 0,2         | 1,5         | 2,1        | 5,0        | -0,1       | -0,9        | -4,7        | -0,2        | 7,2        | 2,8         | -4,3        | 5,8        |
| Produktions- und Importabgaben abzüglich Subventionen                         | -1,3        | 6,1         | -4,6       | -1,8       | 11,9       | -0,9        | -2,3        | 0,0         | -2,3       | 7,6         | -2,6        | -0,4       |
| Abschreibungen                                                                | 0,9         | 0,0         | 1,1        | 0,2        | 0,2        | 0,2         | -0,2        | 0,6         | 0,1        | 0,2         | -1,0        | 0,9        |
| <b>Bruttonationaleinkommen</b>                                                | <b>0,0</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,2</b> | <b>1,0</b> | <b>1,4</b> | <b>-0,4</b> | <b>-1,1</b> | <b>0,0</b>  | <b>1,3</b> | <b>1,0</b>  | <b>-1,0</b> | <b>1,6</b> |
| Nachrichtlich:                                                                |             |             |            |            |            |             |             |             |            |             |             |            |
| Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte                                  | 0,0         | 0,1         | -0,6       | 0,7        | 0,5        | 0,1         | 0,6         | -0,3        | 0,2        | -0,2        | 1,3         | 0,5        |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                  | 0,1         | 0,0         | -0,5       | 0,5        | 0,6        | 0,0         | 0,6         | -0,2        | 0,1        | 0,2         | 1,1         | 0,6        |
| Sparquote                                                                     | .           | .           | .          | .          | .          | .           | .           | .           | .          | .           | .           | .          |
| <b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts zu jeweiligen Preisen<sup>2</sup></b> |             |             |            |            |            |             |             |             |            |             |             |            |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                  | 0,6         | -0,5        | -0,4       | 0,4        | 0,4        | 0,1         | 0,9         | -0,6        | 0,0        | 0,3         | 0,8         | 0,6        |
| Staatskonsum                                                                  | -0,2        | 2,6         | 0,5        | 0,6        | -0,1       | -0,1        | 0,9         | 0,6         | 1,5        | -1,7        | -1,8        | 2,5        |
| Anlageinvestitionen                                                           | -1,5        | -2,2        | -1,2       | -3,3       | -0,5       | -0,5        | -1,3        | -0,8        | 0,0        | 0,9         | -2,1        | 1,1        |
| Bauten                                                                        | -0,4        | -1,6        | -0,1       | -5,2       | 0,1        | -0,6        | -1,8        | -0,3        | -0,2       | 1,7         | -2,9        | 0,0        |
| Ausrüstungen                                                                  | -3,3        | -3,5        | -2,7       | -1,0       | -1,4       | -0,4        | -0,7        | -1,8        | 0,2        | -0,3        | -1,1        | 2,5        |
| Sonstige Anlagen                                                              | 1,0         | 1,1         | -0,8       | -0,3       | 0,6        | 0,8         | -1,0        | 0,0         | 0,7        | 0,6         | -0,6        | 1,5        |
| Vorratsveränderungen <sup>4</sup>                                             | .           | .           | .          | .          | .          | .           | .           | .           | .          | .           | .           | .          |
| Außenbeitrag                                                                  | .           | .           | .          | .          | .          | .           | .           | .           | .          | .           | .           | .          |
| Exporte                                                                       | -1,3        | 1,1         | 0,5        | 2,2        | 1,9        | 0,6         | -0,5        | -2,6        | 3,0        | 0,1         | 4,2         | 4,0        |
| darunter: Waren                                                               | -0,1        | -2,1        | 1,7        | 0,7        | 2,5        | 0,6         | -0,7        | -2,0        | 3,5        | 0,5         | 5,0         | 3,8        |
| Importe                                                                       | -1,9        | -3,5        | -2,7       | 3,5        | 0,1        | 0,5         | 2,4         | -2,9        | -0,6       | 0,8         | 1,8         | 3,4        |
| darunter: Waren                                                               | -2,4        | -3,9        | -3,3       | 3,6        | 1,0        | 1,2         | 2,0         | -2,8        | -1,1       | 3,3         | 1,1         | 3,1        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                   | <b>-0,4</b> | <b>1,1</b>  | <b>0,7</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>0,1</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,6</b> | <b>0,2</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,4</b> |
| <b>Zu Preisen von 1995<sup>2</sup></b>                                        |             |             |            |            |            |             |             |             |            |             |             |            |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                  | 0,2         | -0,7        | -1,0       | 0,2        | 0,2        | -0,1        | 0,3         | -0,4        | -0,3       | -0,2        | 0,0         | 0,1        |
| Staatskonsum                                                                  | -0,1        | 2,1         | -0,1       | 0,3        | 0,5        | -0,6        | 0,1         | 0,7         | 0,7        | -0,2        | -1,2        | 0,4        |
| Anlageinvestitionen                                                           | -1,7        | -1,8        | -1,6       | -3,0       | -0,2       | -0,3        | -0,8        | -0,9        | 0,3        | 1,6         | -1,8        | -0,5       |
| Bauten                                                                        | -0,3        | -1,4        | -0,2       | -5,2       | 0,1        | -0,6        | -1,8        | -0,2        | -0,2       | 1,7         | -3,1        | -1,7       |
| Ausrüstungen                                                                  | -3,9        | -2,8        | -3,6       | -0,5       | -0,9       | -0,1        | 0,5         | -2,0        | 0,7        | 1,6         | -0,4        | 1,0        |
| Sonstige Anlagen                                                              | 0,9         | 0,7         | -0,4       | 0,3        | 0,9        | 0,7         | -0,1        | 0,1         | 1,0        | 0,9         | 0,7         | 0,7        |
| Vorratsveränderungen <sup>4</sup>                                             | .           | .           | .          | .          | .          | .           | .           | .           | .          | .           | .           | .          |
| Außenbeitrag                                                                  | .           | .           | .          | .          | .          | .           | .           | .           | .          | .           | .           | .          |
| Exporte                                                                       | 0,5         | -0,4        | 0,6        | 2,1        | 2,3        | 0,4         | -0,3        | -2,5        | 3,9        | -0,1        | 4,6         | 3,8        |
| darunter: Waren                                                               | -0,1        | -1,6        | 1,8        | 0,6        | 2,9        | 0,5         | -0,4        | -2,0        | 4,5        | 0,2         | 5,5         | 3,5        |
| Importe                                                                       | -1,5        | -1,5        | -3,1       | 3,6        | 1,2        | 0,6         | 2,2         | -2,0        | 0,9        | 1,0         | 2,9         | 3,1        |
| darunter: Waren                                                               | -2,0        | -1,5        | -3,6       | 3,6        | 2,2        | 1,4         | 1,8         | -1,7        | 0,9        | 3,3         | 2,5         | 2,7        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                   | <b>-0,1</b> | <b>-0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,1</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,3</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,5</b> |
| <b>Preisentwicklung (1995 = 100)</b>                                          |             |             |            |            |            |             |             |             |            |             |             |            |
| Privater Konsum <sup>3</sup>                                                  | 0,4         | 0,2         | 0,6        | 0,2        | 0,1        | 0,3         | 0,5         | -0,1        | 0,3        | 0,5         | 0,8         | 0,6        |
| Staatskonsum                                                                  | -0,1        | 0,5         | 0,6        | 0,2        | -0,6       | 0,5         | 0,7         | -0,2        | 0,7        | -1,5        | -0,7        | 2,1        |
| Bauten                                                                        | -0,1        | -0,2        | 0,1        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,1       | 0,1         | 0,2         | 1,8        |
| Ausrüstungen                                                                  | 0,6         | -0,8        | 1,0        | -0,5       | -0,6       | -0,3        | -1,2        | 0,2         | -0,5       | -1,9        | -0,7        | 1,5        |
| Exporte                                                                       | -1,9        | 1,5         | 0,0        | 0,2        | -0,4       | 0,2         | -0,2        | -0,1        | -0,8       | 0,2         | -0,4        | 0,3        |
| Importe                                                                       | -0,4        | -2,0        | 0,5        | 0,0        | -1,0       | -0,1        | 0,1         | -0,9        | -1,5       | -0,2        | -1,0        | 0,3        |
| Nachrichtlich: Terms of Trade                                                 | -1,4        | 3,6         | -0,5       | 0,2        | 0,6        | 0,3         | -0,4        | 0,8         | 0,7        | 0,4         | 0,6         | 0,0        |
| <b>Bruttoinlandsprodukt</b>                                                   | <b>-0,3</b> | <b>1,2</b>  | <b>0,6</b> | <b>0,0</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,4</b> | <b>-0,1</b> | <b>0,4</b>  | <b>0,9</b> |

<sup>1</sup> Saisonbereinigt nach X12-ARIMA. Veränderung in % gegenüber dem Vorquartal.<sup>2</sup> Außerdem arbeitstäglich bereinigt.<sup>3</sup> Konsumausgaben der privaten Haushalte und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.<sup>4</sup> Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

Quellen: siehe Tabelle 1.

DIW Berlin 2004



# Hedge-Fonds – eine gute Anlageform?

*Hedge-Fonds gelten vor allem in Zeiten niedriger Zinsen und geringer Aktienkurssteigerungen als eine attraktive Anlageform. Denn im Unterschied zu traditionellen Investmentfonds können Hedge-Fonds auf unterschiedlichste Finanzinstrumente zurückgreifen und unterliegen kaum Regulierungen. In den letzten Jahren hat das Volumen von Hedge-Fonds weltweit beträchtlich zugenommen. In Deutschland wurden Hedge-Fonds mit dem Investment-Modernisierungsgesetz zum 1. Januar 2004 zugelassen. Jetzt können institutionelle Investoren und – unter bestimmten Bedingungen auch Privatanleger in heimische Hedge-Fonds investieren. Die vorliegende Analyse zeigt, dass mit Hedge-Fonds nicht nur große Chancen, sondern auch erhebliche Risiken verbunden sind.*

Dorothea Schäfer  
dschaefer@diw.de

Hedge-Fonds sind Investmentgesellschaften, die sich durch eine Reihe von Merkmalen von anderen Fondsgesellschaften unterscheiden (Tabelle 1).<sup>1</sup> Ins Auge sticht dabei vor allem die nahezu fehlende Regulierung. In der Folge sind Hedge-Fonds-Manager relativ frei in der Wahl ihrer Anlagestrategien. Auch für den Verschuldungsgrad des Fonds existieren – anders als bei anderen institutionellen Investoren, z. B. Banken und Versicherungen – keine Höchstgrenzen. Zugleich gelten Hedge-Fonds im Vergleich zu anderen Anlageformen als besonders intransparent.<sup>2</sup>

## Zentrale Instrumente von Hedge-Fonds

Leerverkäufe (*Short*-Positionen) und der Einsatz eines Hebels (*Leverage*) sind zentrale Instrumente von Hedge-Fonds. Bei einem Leerverkauf verkauft die Fonds-Managerin ein Wertpapier, das sie sich zuvor gegen Gebühr geliehen hat. Als Leihgeber fungiert in der Regel ein professioneller Wertpapierhändler. Der Verkaufserlös wird verzinst, verbleibt jedoch bis zur Rückgabe des Wertpapiers als Sicherheit auf dem Konto der Bank. Der Leerverkauf führt nur dann zu einem Gewinn, wenn der Kurs des Wertpapiers *fällt* und das Papier zu einem niedrigeren Kurs an den Eigentümer zurückgegeben werden kann. Damit unterscheidet er sich vom normalen Kauf eines Wertpapiers (*Long*-Position), bei dem der Käufer eine *Kurssteigerung* erwartet. Aus der Sicht des Fonds lässt sich das Marktrisiko durch geeignete Kombinationen von Kauf (*Long*)- und Leerverkauf (*Short*)-Positionen reduzieren.

Unter *Leverage* (Hebel) wird die Aufnahme von Fremdkapital zum Zwecke der Renditesteigerung verstanden. Liegt der Fremdkapitalzins unter der erwarteten Rendite der Anlagestrategie, treibt ein höherer Verschuldungsgrad die Eigenkapitalrendite in die Höhe.<sup>3</sup> Die Triebkraft des *Leverage* nach

Tabelle 1

## Unterschiede zwischen Hedge-Fonds und „normalen“ Investmentfonds

|                        | Hedge-Fonds                                               | Investmentfonds                                                 |
|------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| Anlageziele            | Absolute positive Rendite                                 | Bessere Entwicklung als relevanter Index                        |
| Triebkraft der Erträge | Expertise/Geschick des Managers                           | Entwicklung des Gesamtmarktes                                   |
| Anlagebeschränkungen   | Keine, Leerverkäufe sind möglich                          | Stark regulativ beschränkt, nur Käufe                           |
| Vergütung des Managers | Überwiegend erfolgsabhängig, bis 25 % der Erträge         | Abhängig vom Fondsvolumen und von der relativen Wertentwicklung |
| Kreditaufnahme         | Möglich und wird auch getätigt                            | Verboten                                                        |
| Risikoprofil           | Geprägt durch unsystematisches (idiosynkratisches) Risiko | Geprägt durch systematisches Risiko                             |
| Derivate-Einsatz       | Praktisch unbeschränkt                                    | Verboten                                                        |
| Liquidität der Anlagen | In der Regel gering                                       | Hohe Liquidität, in der Regel jederzeit liquidierbar            |
| Regulierung            | Kaum Regulatorien                                         | Reguliert                                                       |
| Transparenz            | Kaum Transparenz                                          | Relativ hohe Transparenz                                        |

Quelle: Marcus Bretzler und Dirk Rudolph: Hedge-Fonds & Alternative Investments. Frankfurt a. M. 2004, S. 20.

DIW Berlin 2004

oben ist freilich die gleiche wie die nach unten. Bei einem über der Anlagerendite liegenden Fremdkapitalzins kann ein hoher *Leverage* auch eine negative Rendite und den Verzehr des Eigenkapitals zur Folge haben. Rendite und Risiko eines Hedge-Fonds sind folglich auch stark vom eingesetzten *Leverage* abhängig. 73 % aller weltweit angebotenen Fonds machten 2002 vom Hebel Gebrauch. Einen *Leverage* von 2 zu 1 oder mehr nutzten allerdings nur knapp 28 %.<sup>4</sup>

1 Vgl. dazu Marcus Bretzler und Dirk Rudolph: Hedge-Fonds & Alternative Investments. Frankfurt a. M. 2004, S. 20.

2 Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission (SEC): Implications of the Growth of Hedge Funds. September 2003, [www.maihedge.com/pdfs/SECHedgeFundExecSummary.pdf](http://www.maihedge.com/pdfs/SECHedgeFundExecSummary.pdf).

3 Angenommen, eine Aktienanlage erbringt eine erwartete Anlage Rendite von  $r_a = 10\%$  und der Fremdkapitalzins liegt bei  $r_f = 4\%$ . Ein Verhältnis von Fremdkapital (F) zu Eigenkapital (E) (*Leverage*) von 1 zu 1 führt dann zu einer Eigenkapitalrendite von  $r_e = r_a + F/E(r_a - r_f) = 10\% + 1(10\% - 4\%) = 16\%$ . Liegt hingegen das Verhältnis von F zu E bei 2 zu 1, steigt die Rendite bereits auf  $r_e = 22\%$ .

4 BAI: Global Hedge Funds – Use of Leverage. Dezember 2002, [www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic\\_03.htm](http://www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic_03.htm).



Tabelle 2

**Performance von US-Hedge-Fonds und US-Investmentfonds sowie ausgewählte Kapitalmarkindizes**

In %

|                        | 1998 bis 2003      |                           |
|------------------------|--------------------|---------------------------|
|                        | Hedge-Fonds        | „Normale“ Investmentfonds |
| Die besten 10          | 39,8               | 34,7                      |
| Die besten 10 %        | 30,3               | 14,8                      |
| Die besten 25 %        | 23,5               | 10,7                      |
| Die schlechtesten 25 % | 0,6                | -1,4                      |
| Die schlechtesten 10 % | -4,9               | -4,2                      |
| Die schlechtesten 10   | -14,2              | -26,9                     |
|                        | 1988 bis 2003      |                           |
|                        | VGHFI <sup>1</sup> | MSCI <sup>2</sup>         |
| Rendite                | 15,8               | 5,4                       |
| Standardabweichung     | 8,7                | 16,3                      |
|                        | VGHFI <sup>1</sup> | S & P <sup>3</sup>        |
|                        |                    |                           |
| Rendite                | 15,8               | 11,9                      |
| Standardabweichung     | 8,7                | 15,5                      |
|                        | VGHFI <sup>1</sup> | LBABI <sup>4</sup>        |
|                        |                    |                           |
| Rendite                | 15,8               | 8,5                       |
| Standardabweichung     | 8,7                | 4,4                       |

<sup>1</sup> VAN Global Hedge Fund Index.<sup>2</sup> Morgan Stanley Capital International.<sup>3</sup> Standard & Poor's.<sup>4</sup> Lehmann Brothers Aggregate Bond Index.

Quelle: Bundesverband alternative Investments (BAI).

DIW Berlin 2004

**Klassifikation der Anlagestrategien**

Bei den Anlagestrategien von Hedge-Fonds wird beispielsweise zwischen marktneutralen, ereignisgetriebenen und opportunistischen Strategien unterschieden (Kasten).<sup>5</sup> Marktneutrale Strategien zielen darauf ab, Preisabweichungen miteinander verbundener Wertpapiere zu identifizieren und sie unabhängig von den Schwankungen des Marktes mittels gegenläufiger Positionen auszunutzen. Negative Renditen drohen hier vor allem, wenn sich die Kurse weiter spreizen, anstatt sich – wie vom Fonds-Manager erwartet – anzunähern. Ereignisgetriebene Strategien versuchen, mithilfe von außergewöhnlichen Situationen im Lebenszyklus eines Unternehmens Gewinne zu erzielen. Die Risiken liegen hier vor allem darin, dass die erwarteten Ereignisse (Sanierung, Übernahme) nicht eintreten. Opportunistische Strategien setzen auf Bewegungen im wirtschaftlichen Umfeld internationaler Kapitalmärkte. Berühmtestes Beispiel für diesen Strategietyp ist der Quantum Fund von George Soros, dessen Spekulation auf eine Abwertung des britischen Pfunds im Jahre 1992 zum Ausscheiden des Pfunds aus dem Europäischen Währungssystem führte und dem Fonds einen Gewinn von 1 Milliarde britischen Pfund einbrachte. Die Long/Short-Equity-Strategie ist mit mehr als 30 % der beliebteste Strategietyp.<sup>6</sup> Sie gehört ebenfalls zur Klasse der opportunistischen Strategien.

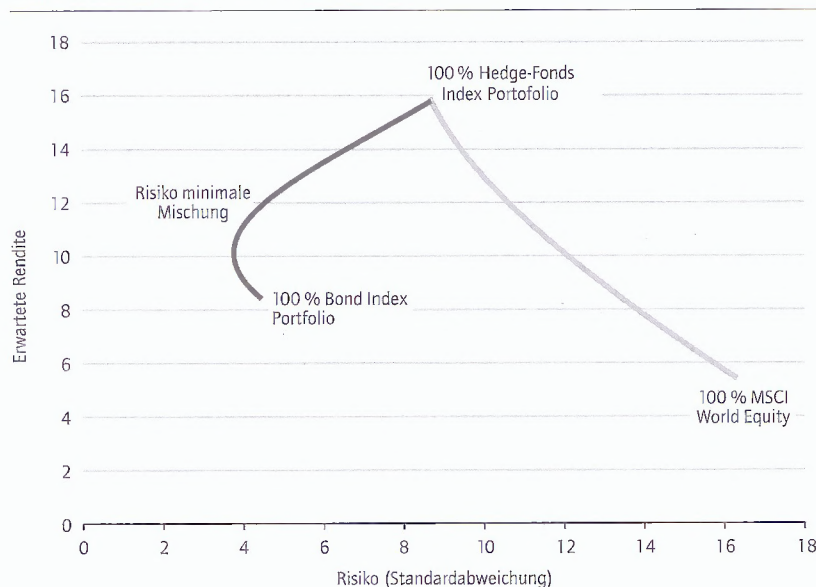
**Chancen und Risiken von Hedge-Fonds**

Die Daten zu Hedge-Fonds und Fonds-Indizes weisen in der Vergangenheit für die meisten Typen höhere Renditen und eine geringere Standardabweichung aus als für namhafte Aktienindizes (S & P 500, MSCI World Equity) (Tabelle 2).<sup>7</sup> Diese Unterschiede könnten bedeuten, dass sich mit Hedge-Fonds eine bessere Diversifizierung eines Aktienportfolios erreichen lässt. Die Abbildung zeigt jedoch, dass diese Erwartung nicht zwangsweise erfüllt wird. Betrachtet man für den Zeitraum 1988 bis 2003 die Durchschnittswerte eines Portfolios aus dem bekannten VAN Global Hedge Fund Index (VGHFI) und dem Aktienindex MSCI World Equity, so zeigt sich zwar, dass die Rendite steigt und das Marktrisiko sinkt, wenn der Anteil des Hedge-Fonds-Index im Gesamtportfolio größer wird. Ein wahrer Diversifikationseffekt lässt sich

Abbildung

**Risiko-Rendite-Profil einer Mischung aus VAN Global Hedge Fund Index (VGHFI) und Lehmann Brothers Aggregate Bond Index bzw. VGHFI und MSCI World Equity Index**

Jahresdurchschnitt 1988 bis 2003 in %



Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2004

<sup>5</sup> Vgl. Martin Eling: Eignung von Hedgefonds für das Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie. Arbeitspapier, Universität Münster 2004.

<sup>6</sup> BARRA RogersCasey: An Introduction to Hedge Funds, 2001, S. 9, [www.rogerscasey.com/contents/research/wp/hedgefunds.pdf](http://www.rogerscasey.com/contents/research/wp/hedgefunds.pdf).

<sup>7</sup> S & P: Standard & Poor's; MSCI: Morgan Stanley Capital International. Die meisten Aktienindizes sind investierbar. Auch in einige Hedge-Fonds-Indizes kann direkt investiert werden.



Kasten

---

## Typische Anlagestrategien von Hedge-Fonds<sup>1</sup>

---

### Marktneutrale Anlagestrategien

#### *Convertible Arbitrage*

Aktien eines Unternehmens werden leer verkauft und gleichzeitig die als unterbewertet eingeschätzten Wandelanleihen gekauft. Der Fondsmanager erwartet, dass (a) bei einem Kursanstieg der Aktie der Gewinn aus der Wandelanleihe höher ist als der Verlust aus der leer verkauften Aktie und (b) bei einem Kursrückgang der Aktie der Verlust aus der Wandelanleihe geringer ausfällt als der Gewinn aus der leer verkauften Aktie.

#### *Fixed Income Arbitrage*

Der Fonds-Manager versucht, Fehlbewertungen von festverzinslichen Wertpapieren auszunutzen und spekuliert auf die Einebnung der Renditeunterschiede zwischen diesen Wertpapieren.

#### *Equity Market Neutral-Strategie*

Hier wird auf eine Annäherung der Kurse von Aktien spekuliert, indem der unterbewertete Titel gekauft und der überbewertete leer verkauft wird.

### Ereignisgetriebene Strategien

#### *Distressed Securities*

„Ramsch“-Anleihen (*Junk Bonds*) und/oder Aktien eines angeschlagenen Unternehmens werden in der Erwartung gekauft, dass der Kurs nach durchgeführter Restrukturierung oder Sanierung steigt.

#### *Merger Arbitrage*

Aktien des Übernahmekandidaten werden gekauft und solche der übernehmenden Gesellschaft leer verkauft.

### Opportunistische Strategien

#### *Global Macro-Strategie*

Spekuliert wird weltweit auf eine fundamentale Richtungsänderung der Preise von Wertpapierklassen (Aktien, Renten, Währungen etc.).

#### *Dedicated Short Bias-Strategie*

Subjektiv überbewertete Wertpapiere werden in der Erwartung leer verkauft, um sie zu einem späteren Zeitpunkt günstiger zurückkaufen zu können.

#### *Emerging Markets-Strategie*

Der Fonds-Manager investiert in Aktien oder Anleihen von Schwellenländern mit positiven wirtschaftlichen Aussichten.

#### *Long/Short Equity-Strategie*

Unterbewertete Aktien werden gekauft und überbewertete leer verkauft. In der Regel ist die *Long*-Quote größer als die *Short*-Quote. Zur Absicherung der Positionen können Terminkontrakte eingesetzt werden.

---

<sup>1</sup> Da in zahlreichen Quellen noch eine Vielzahl von anderen Strategien genannt wird, spricht man hier von typischen Anlagestrategien. Gelegentlich werden auch andere Strategiebezeichnungen verwendet.



Tabelle 3

### Korrelationskoeffizienten ausgewählter Hedge-Fonds-Strategien mit Benchmarks

Jahresdurchschnitt 1988 bis 2003

| Hedge-Fonds-Strategien    | MSCI <sup>1</sup> | S & P <sup>2</sup> | LBABI <sup>3</sup> |
|---------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Distressed Securities     | 0,3               | 0,3                | -0,1               |
| Emerging Markets          | 0,6               | 0,5                | -0,3               |
| Fixed Income              | 0,4               | 0,3                | 0,4                |
| Global Macro              | 0,5               | 0,4                | 0,1                |
| Market Neutral Arbitrage  | 0,3               | 0,4                | 0,0                |
| Opportunistic             | 0,6               | 0,7                | 0,0                |
| Shortselling <sup>4</sup> | -0,7              | -0,8               | 0,2                |
| VGHFI <sup>5</sup>        | 0,7               | 0,7                | -0,1               |

<sup>1</sup> Morgan Stanley Capital International.<sup>2</sup> Standard & Poor's.<sup>3</sup> Lehmann Brothers Aggregate Bond Index.<sup>4</sup> Vergleichbar mit Dedicated Short Bias.<sup>5</sup> VAN Global Hedge Fund Index.

Quelle: Bundesverband alternative Investments (BAI).

DIW Berlin 2004

freilich nicht erzielen. Grund hierfür ist, dass viele der unterschiedlichen Typen von Hedge-Fonds ähnlichen Triebkräften wie Aktienmärkte ausgesetzt sind, also mit den Aktienmärkten positiv korrelieren (Tabelle 3).<sup>8</sup>

Die Beimischung von Hedge-Fonds erzeugt nur unter bestimmten Bedingungen einen wahren Diversifikationseffekt. Das zeigt sich beispielsweise bei einer Mischung aus Hedge-Fonds-Index und dem Anleiheportfolio Lehmann Brothers Aggregate Bond Index (LBABI). Die *negative* Korrelation zwischen beiden Komponenten ermöglicht es, ein risikominimales Portfolio zu konstruieren, bei dem das Marktrisiko jeweils geringer ist als bei einer Investition in die jeweiligen Einzelindizes. Dennoch liegt die Rendite höher, als wenn nur in den Bond-Index investiert würde. Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass Hedge-Fonds das systematische Risiko nur dann reduzieren, wenn sie geeigneten Portfolios beigemischt werden.

Dem Potential zur Reduktion des systematischen Risikos stehen freilich auch eine Reihe von unsystematischen Risiken gegenüber. Hedge-Fonds investieren häufig in langfristige Anlagen, die nur unter Inkaufnahme von Verlusten vorzeitig verkauft werden können. Zudem halten sie teilweise sehr große Positionen von einzelnen Wertpapieren. Beim Versuch des Verkaufs größerer Tranchen würden die Preise dieser Wertpapiere durch die Transaktion selbst so unter Druck geraten, dass ein angemessener Erlös kaum mehr erzielbar wäre. Um auszuschließen, dass das Fonds-Management durch die vorzeitigen Rückgabewünsche ihrer Kunden zu unvorteilhaften Liquidierungstransaktionen gezwungen werden kann, definieren Hedge-Fonds lange Kündigungsfristen und bis zu drei

Jahre reichende Mindesthaltefristen. Diese Fristen bedeuten erhebliche Liquiditätsrisiken für die Klienten und zwingen sie unter Umständen, den Abwärtsbewegungen ihres Fonds tatenlos zusehen zu müssen.

Fremdkapitalrisiken potenzieren sich vor allem durch die Kombination von Leerverkäufen und *Leverage*. Das Leihen von Wertpapieren ist ökonomisch gesehen nichts anderes als eine Kreditaufnahme mit unsicherem Rückzahlungsbetrag. Da Aktienkurse im Prinzip bis ins Unendliche steigen können, ist auch das Verlustrisiko durch Leerverkäufe unbegrenzt hoch. Ein hoher Fremdkapitaleinsatz steigert diese Verlustrisiken zusätzlich. Unerwartete Marktbewegungen oder die Einspeisung von falschen Annahmen in die Handelssysteme<sup>9</sup> können daher sehr schnell die Insolvenz eines Fonds und den Totalverlust aller Einlagen herbeiführen.<sup>10</sup>

Der annähernd regulierungsfreie Raum, in dem Hedge-Fonds agieren können, zieht die Abwesenheit der meisten für andere Investment-Fonds geltenden Offenlegungspflichten nach sich. Viele Hedge-Fonds verweigern die Offenlegung der von ihnen gehaltenen Positionen gegenüber ihren Investoren. Sie argumentieren, dass insbesondere das Bekanntwerden großer *Short*-Positionen von anderen Marktteilnehmern zum Schaden der Fondsinvestoren genutzt werden könnte. Auch über den *Leverage* werden die Investoren in der Regel ebenso im Unklaren gelassen wie über Schätzungen zur Wahrscheinlichkeit eines Fehlschlags der eingeschlagenen Strategie. Ein zusätzliches Problem stellt die völlige Intransparenz hinsichtlich potentieller Interessenkonflikte zwischen dem Management des Fonds und den kooperierenden Investmentbanken dar. In einer kürzlich für die amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde SEC durchgeführten Studie wird darüber hinaus besondere Besorgnis über die mangelnde Information zu den Bewertungstechniken von Hedge-Fonds geäußert.<sup>11</sup> Der fehlende Zugang zu diesen Informationen verwehre es selbst informierten Investoren, den Wert ihrer Anlagen in Hedge-Fonds richtig einzuschätzen.

<sup>8</sup> BAI: Global Hedge Funds Correlations, Hedge Funds Strategies and Benchmarks, 2003, [www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic\\_07.htm](http://www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic_07.htm).

<sup>9</sup> Da die einzelnen Transaktionen auf der Basis hochkomplexer mathematischer Modelle durchgeführt werden, in die die Annahmen des Managements einfließen, sind Hedge-Fonds auch in besonderem Maße dem operationellen Risiko, also dem Risiko des Versagens von Systemen und Personen, ausgesetzt.

<sup>10</sup> Vgl. Barry Eichengreen et al.: Hedge Funds and Financial Market Dynamics. International Monetary Fund, Occasional Paper Nr. 166. Washington, D.C. 1998. Hier ist von einer durchschnittlichen jährlichen Ausfallrate bei Hedge-Fonds von 7 % die Rede.

<sup>11</sup> Vgl. Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission (SEC), a. a. O., Executive Summary, Part xi.



Erschwerend kommt hinzu, dass die veröffentlichten Performance-Indizes zu Hedge-Fonds nur eingeschränkt als hinreichende Informationsbasis für das Wertentwicklungspotential anzusehen sind. Die Indexanbieter übernehmen die Daten von den Hedge-Fonds meist ohne weitere Prüfung. Sie berücksichtigen ausschließlich existierende Hedge-Fonds und keine Performance-Zahlen von insolventen Fonds. Die Performance eines so selektierten Portfolios ist grundsätzlich positiv verzerrt. Viele Hedge-Fonds besitzen zudem keine lange Datenhistorie, so dass eine Einschätzung der langfristigen Performance kaum möglich ist.<sup>12</sup>

## Hedge-Fonds in Deutschland

Das weltweit in Hedge-Fonds investierte Vermögen ist in den letzten Jahren kontinuierlich gewachsen. Waren es 1990 noch weniger als 50 Mrd. US-Dollar, so wurden für das Jahr 2003 bereits Mittel in Höhe von mehr als 800 Mrd. US-Dollar ausgewiesen.<sup>13</sup> Die Wachstumsraten für das weltweit verwaltete Fondsvermögen haben besonders in der jüngsten Vergangenheit stark zugenommen. 2001 betrug die Wachstumsrate knapp 10 %, 2002 bereits mehr als 16 %, und im Jahre 2003 wuchs das Vermögen um mehr als 31 %. Auch für das Jahr 2004 werden wieder Rekordzahlen erwartet.

Seit Januar 2004 sind in Deutschland Hedge-Fonds zugelassen. Nach einer längeren Vorbereitung wurden zum 31. März 2004 die ersten Hedge-Fonds aufgelegt. Dabei ist zwischen so genannten Dach-Hedge-Fonds und Single-Hedge-Fonds zu unterscheiden. Dach-Hedge-Fonds setzen sich aus verschiedenen Single-Hedge-Fonds (Zielfonds) zusammen, die ihrerseits vielfach auf unterschiedliche Strategien setzen. In Single-Hedge-Fonds können nur institutionelle Investoren investieren.

Privatanleger sind auf Dachfonds mit einer breiten Streuung des Vermögens beschränkt. Dabei muss in mindestens fünf verschiedene Zielfonds investiert werden, wobei in einen Zielfonds bzw. eine Anlagestrategie höchstens 20 % bzw. 40 % der Mittel fließen dürfen.<sup>14</sup> Aufgrund dieser Diversifikation gelten Dachfonds im Vergleich zu Single-Hedge-Fonds als risikoärmer. Da die Fondskosten zweimal anfallen, sind Dachfonds für den Anleger allerdings auch teurer. Entscheidend für die Wertentwicklung des Dachfonds ist die Auswahl der zugrunde liegenden Single-Hedge-Fonds. Dachfonds dürfen öffentlich vertrieben und aktiv beworben werden, während der Verkauf eines Single-Hedge-Fonds nur im Rahmen von Privatplatzierungen möglich ist. Als erster deutscher Dach-Hedge-Fonds wurde der DWS Hedge Invest Dynamic aufgelegt. Die unabhängige Fondsgesellschaft

Lupus alpha startete am 30. März 2004 den ersten deutschen Single-Hedge-Fonds.<sup>15</sup>

Durch Beimischung von Single- oder Dach-Hedge-Fonds in *geeignete* Portfolios gelingt es bei gleichem Marktrisiko, eine höhere Rendite zu erzielen. Hedge-Fonds – eingesetzt in breit gestreuten Portfolios von gut informierten Privatanlegern und institutionellen Investoren – tragen somit zu einer verbesserten Risikoallokation in der Ökonomie bei. Da die Anlage in ausländische Fonds auch vorher schon erlaubt war, konnten deutsche Investoren Hedge-Fonds im Prinzip auch bereits vor dem Inkrafttreten des Investment-Modernisierungsgesetzes zur Diversifizierung nutzen. Allgemein ist jedoch bekannt, dass Anleger bei der Bestückung ihrer Portfolios eine besondere Präferenz für einheimische Papiere an den Tag legen (*Home Bias*).<sup>16</sup> Daher ist davon auszugehen, dass trotz der bereits vorhandenen internationalen Alternativen die Zulassung von Hedge-Fonds mit Sitz in Deutschland zur Vervollständigung der hiesigen Kapitalmärkte beigetragen hat.

Lang anhaltende Abweichungen der Wertpapierpreise von ihrem Fundamentalwert setzen Investoren der Gefahr von Vermögensverlusten aus. Mit ihrem speziellen Geschäftsmodell, anomale Preise auf den Wertpapiermärkten zu ihrem Vorteil auszunutzen, arbeiten Hedge-Fonds aktiv an der schnellen Beseitigung von Preisanomalien mit. Insofern verbessern die Transaktionen vieler Hedge-Fonds die Informationseffizienz auf den Kapitalmärkten und beugen Vermögensverlusten infolge von „falschen“ Kursen vor.<sup>17</sup>

Diesen prinzipiell effizienzverbessernden Eigenschaften von Hedge-Fonds stehen mögliche systemische Risiken gegenüber. Spektakuläre Einzelfälle wie die Beinahe-Insolvenz des Hedge-Fonds *Long Term Capital Management* (LTCM) im Jahre 1998 haben gezeigt, dass schlingernde Hedge-Fonds die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems

<sup>12</sup> Vgl. Franklin R. Edwards und Stav Gaon: Hedge Funds: What Do We Know? In: *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 15, 2003, S. 58–71.

<sup>13</sup> BAI: Estimated Global Hedge Funds Assets under Management, 2004, [www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic\\_06.gif](http://www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic_06.gif). Vgl. dazu auch Manolis Chatiras: The Benefits of Hedge Funds: 2004 Update, Working paper, Center of International Securities and Derivatives Markets, Februar 2004, S. 3, [www.cisdsm.som.umass.edu/research/pdffiles/benefitsofhedgefunds.pdf](http://www.cisdsm.som.umass.edu/research/pdffiles/benefitsofhedgefunds.pdf).

<sup>14</sup> Bundesministerium der Finanzen: Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen, [www.bundesfinanzministerium.de/Anlage23717/Gesetz-zur-Modernisierung-des-Investmentwesens-und-zur-Besteuerung-von-Investment-vermoegen.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage23717/Gesetz-zur-Modernisierung-des-Investmentwesens-und-zur-Besteuerung-von-Investment-vermoegen.pdf).

<sup>15</sup> HedgeFunds\_Magazin: Lupus alpha startet mit der Auflage des ersten deutschen Single-Hedge Funds. *HedgeFunds\_Magazin* 03, 2004.

<sup>16</sup> Vgl. Joshua D. Coval und Tobias J. Moskowitz: Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. Working Paper, Selected Papers 85. University of Chicago 2002.

<sup>17</sup> Vgl.: Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten. In: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, März 1999.



bedrohen können. Bei entsprechender Größe der eingegangenen Positionen und einer hohen Verschuldung gegenüber dem Bankensystem kann die Krise eines Fonds ähnliche Turbulenzen im Finanzsystem auslösen wie der drohende Zusammenbruch einer Großbank.<sup>18</sup> Die Übernahme des mit einem extrem hohen *Leverage* arbeitenden Fonds durch die Gläubigerbanken hat zwar 1998 verhindert, dass die Positionen von *Long Term Capital Management* unter Hinnahme schwerer Verluste kurzfristig liquidiert werden mussten. Die Wiederholung des Falles ist jedoch keinesfalls ausgeschlossen, da bislang keine prinzipielle Gefahrenabwehr z. B. in Form von Verschuldungsgrenzen für Hedge-Fonds oder einer stärkeren staatlichen Beaufsichtigung stattgefunden hat.<sup>19</sup> Vor dem Hintergrund des starken Wachstums der Hedge-Fonds in den vergangenen Jahren wird in den USA allerdings damit gerechnet, dass die SEC bereits in naher Zukunft erste Regulierungsvorschriften für die Branche erlässt.<sup>20</sup> Einige Wissenschaftler sehen freilich in einer stärkeren Überwachung jener Risiken, die der Bankensektor gegenüber Hedge-Fonds eingeht, eine effizientere Alternative zur direkten Regulierung der Fonds.<sup>21</sup>

## Fazit

Mit dem Investment-Modernisierungsgesetz hat die Bundesregierung erstmals Hedge-Fonds in

Deutschland zugelassen. Das Inkrafttreten des Gesetzes wurde angesichts des momentan weltweiten Booms dieser Anlageform und der Tatsache, dass Deutschland bei der Legalisierung von Hedge-Fonds zu den Schlusslichtern in Europa zählt, von großen Erwartungen begleitet. Bislang haben sich diese Erwartungen jedoch kaum erfüllt. Nur wenige Investmentgesellschaften sind im ersten Halbjahr 2004 zugelassen worden.<sup>22</sup> Die allgemeine Zurückhaltung mag zum einen darauf zurückzuführen sein, dass sich in jüngster Zeit die Renditen der meisten Hedge-Fonds-Anlagestrategien ungünstig entwickelt haben.<sup>23</sup> Sie kann aber auch ein Resultat der vergleichsweise hohen Kosten und der nur schwer einschätzbaren spezifischen Risiken dieser Anlageform sein.

<sup>18</sup> Der Niedergang des Hedge-Fonds kam in Gang, weil sich die als anomal angesehenen Preisunterschiede zwischen (zumeist festverzinslichen) Wertpapieren aus unterschiedlich entwickelten Ländern unerwartet nicht eingeebnet, sondern ausgeweitet haben. Vgl. auch Franklin R. Edwards: *The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection*. Working Paper Series Nr. 9, Institute for Law and Finance. Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt. Frankfurt a. M. 2003.

<sup>19</sup> Vgl.: Pimco Chief Says Economy is Less Stable than in Past „20 or 30 Years“ (bearbeitet von Deborah Brewster). In: *Financial Times* vom 17. Juni 2004.

<sup>20</sup> IPE.com 24./Jun./04: GLOBAL: Financial Stability Forum to Investigate Hedge Funds (bearbeitet von James Mawson), [www.ipe.com/article\\_default.asp?article=16882](http://www.ipe.com/article_default.asp?article=16882).

<sup>21</sup> Vgl. Franklin R. Edwards, a. a. O.

<sup>22</sup> Vgl.: Warten auf das große Geschäft (bearbeitet von Heino Reents). In: *Die Zeit* vom 13. Mai 2004.

<sup>23</sup> Vgl.: Hedge-Fonds bringen weniger ein. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 29. Mai 2004.



# Aus den Veröffentlichungen des DIW Berlin

## Diskussionspapiere

Erscheinen seit 1989

Nr. 428

### **The Transition into Work – Specialities for the Hidden Labour Force in Comparison to Other Economically Inactive Persons**

Von Elke Holst und C. Katharina Spieß  
Juni 2004

Nr. 429

### **Measuring State Dependence in Individual Poverty Status: Are There Feedback Effects to Employment Decisions and Household Composition?**

Von Martin Biewen  
Juni 2004

Nr. 430

### **R&D and Price Elasticity of Demand**

Von Dorothea Lucke, Philipp Schröder und Dieter Schumacher  
Juli 2004

Nr. 431

### **Does Macroeconomic Policy Affect Private Savings in Europe? Evidence from a Dynamic Panel Data Model**

Von Mechthild Schrooten und Sabine Stephan  
Juli 2004

Nr. 432

### **Cartel Stability and Economic Integration**

Von Philipp J. H. Schröder  
Juli 2004

Nr. 433

### **Declining Output Volatility in Germany: Impulses, Propagation, and the Role of Monetary Policy**

Von Ulrich Fritzsche und Vladimir Kuzin  
Juli 2004

Nr. 434

### **The Relationship between Pet Ownership and Health Outcomes: German Longitudinal Evidence**

Von Bruce Headey und Markus M. Grabka  
August 2004

Nr. 435

### **Induced Technological Change in a Multi-regional, Multi-sectoral Integrated Assessment Model (WIAGEM) – Impact Assessment of Climate Policy Strategies**

Von Claudia Kemfert  
August 2004

Die Volltextversionen der Diskussionspapiere liegen von 1998 an komplett als pdf-Dateien vor und können von der entsprechenden Website des DIW Berlin heruntergeladen werden ([www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/diskussionspapiere)).



## Aus den Veröffentlichungen des DIW Berlin

Bruce Headey and Markus M. Grabka

### The Relationship between Pet Ownership and Health Outcomes: German Longitudinal Evidence

Previous cross-sectional and intervention studies have suggested that pet owners may enjoy better physical and mental health than non-owners. This paper presents longitudinal evidence from a major national representative longitudinal survey: the German Socio-Economic Panel (SOEP). Because the data are longitudinal, it is possible to assess the impact on health outcomes (measured by number of doctor visits) of longer term pet ownership, and also of gaining and losing a pet. An unexpected finding was that all health benefits appear to accrue to homeowners only. The main result, then, is that homeowners who have owned a pet for five years or more make significantly fewer doctor visits than non pet owners. However, losing a pet appears to impose immediate health costs. The results hold after controlling for other variables associated with use of health services, and also for health status at baseline. They still hold when a proxy for unobserved heterogeneity is included in equations.

#### Discussion Paper No. 434

August 2004

Claudia Kemfert

### Induced Technological Change in a Multi-regional, Multi-sectoral Integrated Assessment Model (WIAGEM) – Impact Assessment of Climate Policy Strategies

This paper illustrates the representation of induced technological change in the multi-regional, multi-sectoral integrated assessment model WIAGEM. The main aim of this paper is to investigate quantitatively economic impacts of climate policy measures due to induced technological changes that are considered. Improved technological innovations are triggered by increased R&D expenditures that advance energy efficiencies. Model results show that induced technological changes due to increased investment in R&D reduce compliance costs. Although R&D expenditures compete with other investment expenditures, we find that increased R&D expenditures improve energy efficiency that substantially lowers abatement costs. Without the inclusion of induced technological changes, emission targets are primarily reached by production declines, resulting in overall welfare reductions. With the inclusion of induced technological changes, emission mitigations can achieve fewer production drawbacks. Technological spill over effects also lead to improved terms of trade effects.

#### Discussion Paper No. 435

August 2004

Die Volltextversionen der Diskussionspapiere liegen von 1998 an komplett als pdf-Dateien vor und können von der entsprechenden Website des DIW Berlin heruntergeladen werden ([www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/diskussionspapiere)).

#### Impressum

##### Herausgeber

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann (Präsident)  
Prof. Dr. Georg Meran (Vizepräsident)  
Dr. Tilman Brück  
Dörte Höppner  
PD Dr. Gustav A. Horn  
Dr. Kurt Hornschild  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Dr. Bernhard Seidel  
Prof. Dr. Viktor Steiner  
Prof. Dr. Gert G. Wagner  
Prof. Axel Werwatz, Ph. D.  
Prof. Dr. Christian Wey  
Dr. Hans-Joachim Ziesing

##### Redaktion

Dr. habil. Björn Frank  
Dr. Elke Holst  
Jochen Schmidt  
Dr. Mechthild Schrooten

##### Pressestelle

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-897 89-249  
[presse@diw.de](mailto:presse@diw.de)

##### Verlag

Verlag Duncker & Humblot GmbH  
Carl-Heinrich-Becker-Weg 9  
12165 Berlin  
Tel. +49-30-790 00 60

##### Bezugspreis

Jahrgang Euro 120,-  
Einzelheft Euro 11,-  
Zuzüglich Versandkosten  
Abbestellungen von Abonnements  
spätestens 6 Wochen vor Jahresende

ISSN 0012-1304

Bestellung unter [www.diw.de](http://www.diw.de)

##### Konzept und Gestaltung

kognito, Berlin

##### Druck

Druckerei Conrad GmbH  
Oranienburger Str. 172  
13437 Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung  
– auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Abteilung  
Information und Organisation zulässig.