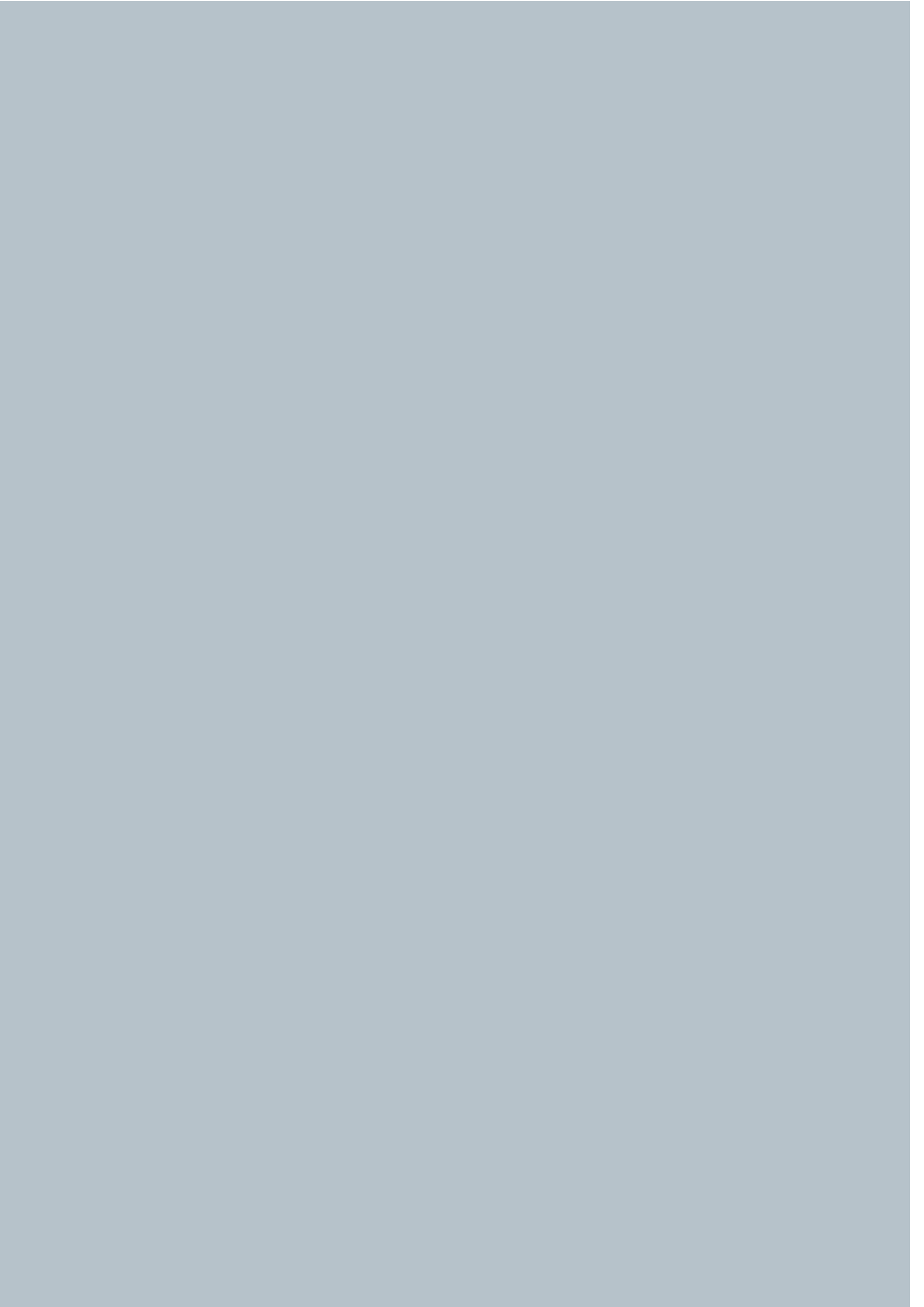


SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIONALE SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



# Quartalsheft



# Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

März

1/2005

23. Jahrgang



# Inhalt

5	<b>Übersicht</b>
6	<b>Bericht über die Geldpolitik</b>
38	<b>Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte</b>
42	<b>Jüngste Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche</b> Philipp M. Hildebrand
58	<b>Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen</b>
60	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>



## **Bericht über die Geldpolitik (S. 6)**

Im vierten Quartal 2004 wurden die nachlassenden Auftriebskräfte in Europa und in Asien nur teilweise durch die weiterhin kräftigen Impulse aus den USA ausgeglichen. Bremsend wirkte vor allem der hohe Erdölpreis sowie – für Europa – der starke Rückgang des Dollarkurses. Für die nächsten Monate stehen die Aussichten gut, dass sich die Konjunktur in Europa wieder festigt. Dafür sprechen die insgesamt robuste Verfassung der Weltkonjunktur und die nach wie vor günstigen monetären Rahmenbedingungen. Weiterhin gehen allerdings vom Erdölpreis sowie von der Entwicklung der amerikanischen Währung erhebliche Risiken aus.

In der Schweiz verlor die Konjunktur am Jahresende an Schwung. Das reale BIP sank im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,3% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag noch 1,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Abschwächung betraf fast alle Nachfragekomponenten und kam auch in den Umfragen in der Industrie und im Detailhandel zum Ausdruck. Die Beschäftigung stagnierte und die Arbeitslosenquote verharrte bis Februar bei 3,8%.

An der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 17. März 2005 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,25%–1,25% zu belassen. Zwei Hauptgründe lagen dieser Entscheidung zugrunde. Erstens verbesserten sich die Inflationsaussichten seit der letzten Lagebeurteilung leicht. Zweitens passte die SNB ihre Einschätzung der Konjunktur für das Jahr 2005 leicht nach unten an und gewichtet gewisse Risiken stärker als an der Lagebeurteilung vom Dezember 2004.

## **Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 38)**

Aus den in den Monaten Dezember 2004 bis Februar 2005 geführten Gesprächen mit rund 140 Unternehmen ergab sich immer noch ein überwiegend günstiges Stimmungsbild. Dazu trugen nicht zuletzt die guten bis sehr guten Geschäftsabschlüsse für das Jahr 2004 bei. Trotz einer Abflachung des Geschäftsgangs äusserten sich insbesondere die Exportunternehmen bezüglich der Auftragslage und des Bestellungseingangs insgesamt zufrieden. Allerdings bereitete der schwache Dollar zunehmend Sorgen. Die Aussichten für 2005 wurden mehrheitlich zuversichtlich beurteilt. Es wird jedoch mit einem schwächeren Umsatzwachstum als im Vorjahr gerechnet.

## **Jüngste Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche (S. 42)**

Die Hedge-Fonds-Branche verzeichnet nicht nur ein rasches Wachstum, sondern ist auch ein wichtiger Innovationsfaktor für die Vermögensverwaltung im Allgemeinen. Hedge Fonds führen den Finanzmärkten zusätzliche Liquidität zu und steigern deren Effizienz und Flexibilität. Bei näherer Beobachtung der Märkte liegt allerdings der Schluss nahe, dass einige Teilsegmente der Hedge-Fonds-Branche in bestimmten Perioden zur erhöhten Volatilität der Finanzmärkte beigetragen haben, indem sie bestehende Trends verschärften, Kurse und Preise rapide in ihr Gegenteil umschlagen liessen oder Kurssprünge verursachten. Leverage, d. h. der Einsatz von Fremdkapital, gehört zu den zentralen Charakteristika der Branche. Die Messung des Fremdkapitaleinsatzes für die gesamte Branche ist äusserst schwierig. Ein hoher Fremdkapitaleinsatz stand zusammen mit ungeeigneten Vermögensverwaltungsstrategien am Anfang von Hedge-Fonds-Zusammenbrüchen. Diese Zusammenbrüche sollten für die Aufsichtsbehörden aber kein Anlass zur Besorgnis sein, solange das Finanzsystem als Ganzes hierdurch nicht gefährdet wird. Ein umsichtiges und diszipliniertes Risiko-Management der weltweiten Investmentbanken ist die beste Vorsichtsmassnahme gegen eine Aushöhlung der Kreditvergabe-Grundsätze sowie potenziell schädliche Folgen exzessiver Fremdmittelaufnahmen in der Hedge-Fonds-Branche.

## **Swiss National Bank Economic Studies (S. 58)**

Zusammenfassung des Aufsatzes von Mathias Zurlinden, «Credit in the monetary transmission mechanism: An overview of some recent research using Swiss data», Swiss National Bank Economic Study No. 1, Januar 2005.

# Bericht über die Geldpolitik

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte März 2005 bekannt wurden. Die Teile 1 bis 3 wurden für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2005 verfasst.



## Inhalt

8	Zu diesem Bericht
9	Überblick
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
21	2.2 Kapazitätsauslastung
22	2.3 Arbeitsmarkt
23	2.4 Güterpreise
26	3 Monetäre Entwicklung
26	3.1 Zinsentwicklung
30	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien- und Immobilienpreise
32	3.4 Geldaggregate
35	3.5 Kredite
36	4 Die Inflationsprognose der SNB
36	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
37	4.2 Inflationsprognose 1. Quartal 2005 bis 4. Quartal 2007
33	Box: Geldmengenwachstum und Inflation

## Zu diesem Bericht

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den gesetzlichen Auftrag, eine im Gesamtinteresse des Landes liegende Geld- und Währungspolitik zu führen. Sie gewährleistet Preisstabilität, wobei sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung trägt.

Es ist ein Anliegen der SNB, dass ihre Geldpolitik von einer breiten Öffentlichkeit verstanden wird. Sie wird aber auch vom Gesetz dazu verpflichtet, die Öffentlichkeit regelmässig über ihre Politik zu orientieren und ihre Absichten bekannt zu machen. Beides erfolgt im vorliegenden «Bericht über die Geldpolitik». Er beschreibt die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung in der Schweiz und erläutert die Inflationsprognose. Er zeigt, wie die SNB die Wirtschaftslage beurteilt und welche Konsequenzen sie daraus für die Geldpolitik ableitet.

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom März 2005 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 17. März 2005.

Alle Veränderungsdaten gegenüber der Vorperiode basieren – falls nichts anders vermerkt wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf Jahresbasis hochgerechnet.

## Überblick

Im vierten Quartal 2004 setzte sich die um die Jahresmitte eingetretene Verlangsamung des weltwirtschaftlichen Wachstums fort. Besonders ausgeprägt war sie in Europa und in Japan. Dagegen gingen von den USA und von den aufstrebenden Ländern Asiens, insbesondere von China, weiterhin kräftige Impulse aus. Insgesamt fiel die Konjunkturabflachung leicht stärker aus, als die SNB zum Zeitpunkt ihrer letzten Lagebeurteilung im Dezember 2004 angenommen hatte. Bremsend wirkten vor allem der hohe Erdölpreis sowie im Falle von Europa der starke Rückgang des Dollarkurses.

In den nächsten Monaten dürfte sich die Konjunktur in Europa wieder festigen. Dafür sprechen die insgesamt robuste Verfassung der Weltkonjunktur und die nach wie vor günstigen monetären Rahmenbedingungen. Weiterhin gehen allerdings vom Erdölpreis und von der Entwicklung der amerikanischen Währung erhebliche Risiken aus.

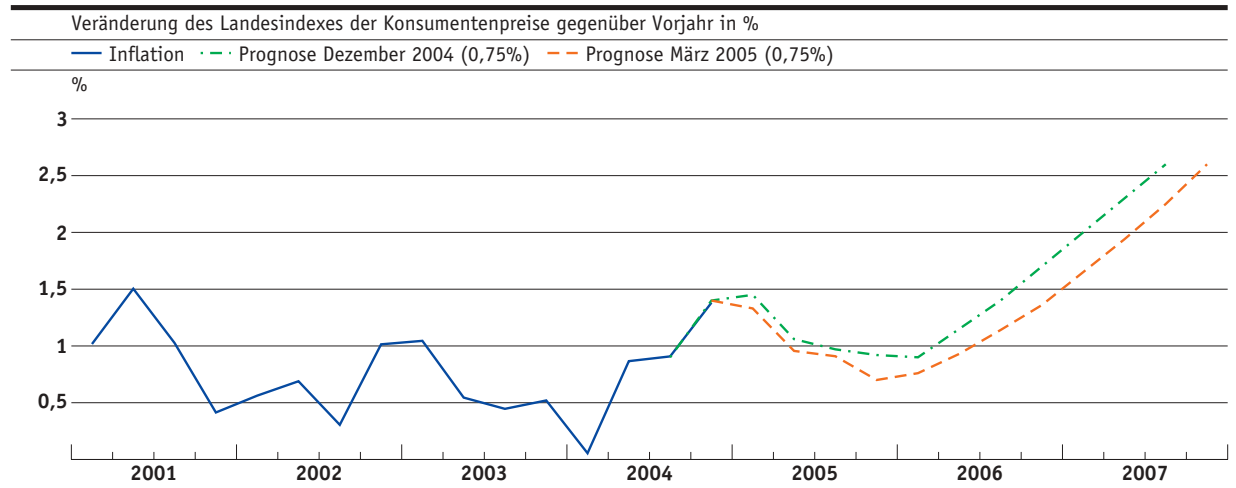
Auch in der Schweiz verlor die Konjunktur am Ende 2004 deutlich an Schwung. Das reale BIP bildete sich im vierten Quartal leicht zurück und übertraf den Vorjahresstand noch um 1,2%. Die Abschwächung betraf alle Nachfragekomponenten, besonders aber die Warenexporte und die Investitionen. Die Lage am Arbeitsmarkt blieb unbefriedigend.

Die SNB geht davon aus, dass die konjunkturelle Schwächephase in den nächsten Quartalen überwunden wird. Die Schweiz dürfte vom positiven weltwirtschaftlichen Umfeld und von den günstigen monetären Bedingungen im Inland profitieren. Im Jahresdurchschnitt erwartet die SNB für das Jahr 2005 ein Wirtschaftswachstum in der Grössenordnung von 1,5%, nachdem sie an der Lagebeurteilung vom Dezember 2004 noch von einer Bandbreite von 1,5%–2% ausgegangen war. Gleichzeitig gewichtet sie gewisse Risiken stärker als damals. Dazu gehört insbesondere die Gefahr, dass der höhere Erdölpreis die Weltkonjunktur stärker dämpfen könnte, als bisher angenommen worden war. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass die Konjunkturerholung in Europa schwächer ausfällt als erwartet.

Die Inflationsaussichten haben sich seit der Lagebeurteilung vom Dezember leicht verbessert. Vor diesem Hintergrund beschloss die SNB an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 17. März 2005, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,25%–1,25% zu belassen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten. Die SNB führt damit ihre expansive Geldpolitik weiter. Sie nutzt den geldpolitischen Spielraum, der ihr für die Unterstützung der konjunkturellen Erholung zur Verfügung steht, ohne die Preisstabilität zu gefährden.

Die Inflationsprognose vom März 2005, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 0,75% beruht, beträgt sowohl für das Jahr 2005 als auch für 2006 1%. Infolge der verzögerten Konjunkturerholung bleibt die Teuerung auch in der mittleren Frist tief. Wie bereits in der Dezember-Prognose zieht die Inflation ab Mitte 2006 an. Der prognostizierte Preisauftrieb fällt jedoch geringer aus als noch im Dezember erwartet worden war. Die prognostizierte Inflation übersteigt jedoch im Jahre 2007 die Grenze von 2%, welche die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Daraus lässt sich schliessen, dass die SNB ihre Geldpolitik in den nächsten drei Jahren straffen muss, um Preisstabilität auch längerfristig gewährleisten zu können.

## Inflationsprognose Dezember 2004 mit Libor 0,75% und März 2005 mit Libor 0,75%



### Inflationsprognose März 2005, Libor 0,75%

	2005	2006	2007
Durchschnittliche Jahresinflation in %	1,0	1,0	2,1

# 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Im vierten Quartal 2004 setzte sich die um die Jahresmitte eingetretene Verlangsamung des weltwirtschaftlichen Wachstums fort. Die nachlassenden Auftriebskräfte in Europa und in Asien wurden nur teilweise durch die weiterhin kräftigen Impulse aus den USA ausgeglichen.

Insgesamt fiel die Wachstumsverlangsamung leicht stärker aus, als die SNB zum Zeitpunkt ihrer letzten Lagebeurteilung im Dezember 2004 angenommen hatte. Bremsend wirkte im zweiten Halbjahr vor allem der hohe Erdölpreis sowie – für Europa – der starke Rückgang des Dollarkurses.

Für die nächsten Monate stehen die Aussichten gut, dass sich die Konjunktur in Europa wieder festigt. Dafür sprechen die insgesamt robuste Verfassung der Weltkonjunktur und die nach wie vor günstigen monetären Rahmenbedingungen. Weiterhin gehen allerdings sowohl vom Erdölpreis als auch von der Entwicklung der amerikanischen Währung erhebliche konjunkturelle Risiken aus.

## Kräftige Binnennachfrage und steigendes Handelsbilanzdefizit in den USA

In den USA nahm die Binnennachfrage im vierten Quartal kräftig zu. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte stiegen um 4,2% gegenüber der Vorperiode, während die Unternehmensinvestitionen zum zweiten Mal hintereinander ein Wachstum in der Grössenordnung von 20% aufwiesen. Da sich jedoch

das Handelsbilanzdefizit als Folge steigender Importe und nur mässig wachsender Exporte stark ausweitete, schlug sich die kräftige Binnennachfrage nicht in einem höheren Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nieder. Mit 3,8% wuchs das BIP vielmehr eine Spur schwächer als in der Vorperiode (4%).

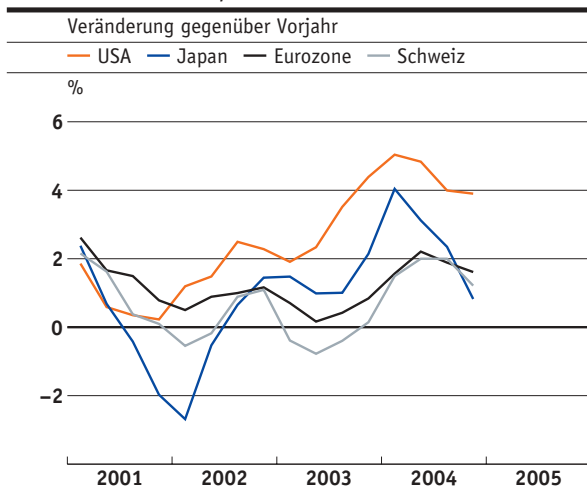
Die für Januar verfügbaren Indikatoren deuten auf ein weiterhin kräftiges Wachstum des Industriesektors und der Bauwirtschaft hin. Auch die Arbeitsmarktindikatoren entwickelten sich günstig. Die Beschäftigung, die im Februar kräftig anzog, dürfte in den nächsten Monaten weiter steigen und den privaten Konsum stützen. Wachstumsimpulse sind zudem von den Exporten zu erwarten, die durch den tiefen Dollarkurs gestützt werden. Infolge der guten Finanzlage der Unternehmen kann auch weiterhin mit einer kräftigen Investitionstätigkeit gerechnet werden.

## Stotternde europäische Konjunktur

Die Eurozone wies im vierten Quartal mit 0,6% das schwächste BIP-Wachstum seit anderthalb Jahren auf. Das enttäuschende Ergebnis widerspiegelte hauptsächlich den Rückgang des BIP in Deutschland (-0,9%) und in Italien (-1,2%). Dieser stand in einem deutlichen Gegensatz zur Wachstumsbeschleunigung in Frankreich (3,1%).

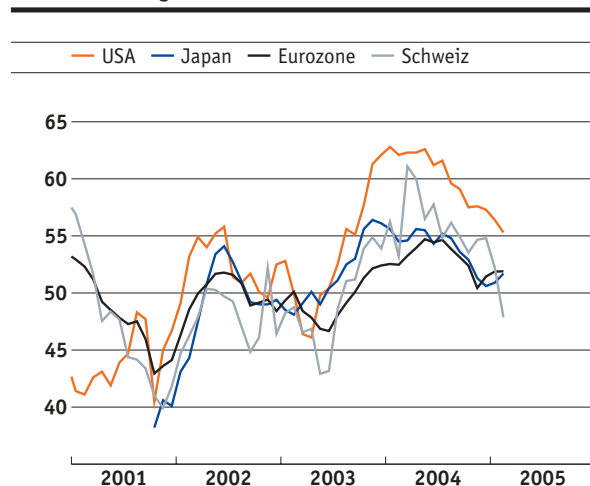
Der Rückgang des BIP in Deutschland war in erster Linie auf die sinkenden Staatsausgaben und den Lagerabbau zurückzuführen. Wie in der gesamten Eurozone entwickelte sich auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen verhalten. Die schleppenden

Grafik 1.1  
Reales Bruttoinlandsprodukt



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco)

Grafik 1.2  
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Datastream

inländischen Umsätze dürften dazu ebenso beigetragen haben wie der starke Euro. Ein Lichtblick stellten dagegen die privaten Konsumausgaben dar, die im vierten Quartal wieder über ihrem Vorjahresstand lagen.

Trotz des schlechten Wirtschaftsergebnisses im zweiten Halbjahr 2004 ist ein Abgleiten der Eurozone in eine Rezession unwahrscheinlich. Die meisten der monatlich verfügbaren Wirtschaftsindikatoren befinden sich immer noch nahe bei ihren historischen Durchschnittswerten und weisen auf ein moderates Wirtschaftswachstum hin. Einige, wenn auch noch schwache Anzeichen deuten darauf hin, dass das Wachstum in Deutschland im Laufe dieses Jahres anziehen wird. Dazu gehört insbesondere die Verbesserung des Konsumklimas.

### Leicht schwächere Wirtschaftsdynamik in Asien

Die Wirtschaftsentwicklung in Asien zeigte im vierten Quartal kein einheitliches Bild. In Japan stagnierte das BIP nach zwei Quartalen mit negativem Wachstum. Zu dieser Abkühlung trugen der unerwartete Rückgang des privaten Konsums sowie der stark negative Beitrag des Aussenhandels bei. Die aufstrebenden asiatischen Industrieländer (Korea, Taiwan, Hongkong, Singapur) wuchsen verlangsamt. Ins Gewicht fiel die Abschwächung der sehr zyklischen Nachfrage nach IT-Produkten, insbesondere aus den USA. Kräftig blieb das Wirtschaftswachstum hingegen in China. Von der erwarteten und von der chinesischen Regierung angestrebten Wachstums-

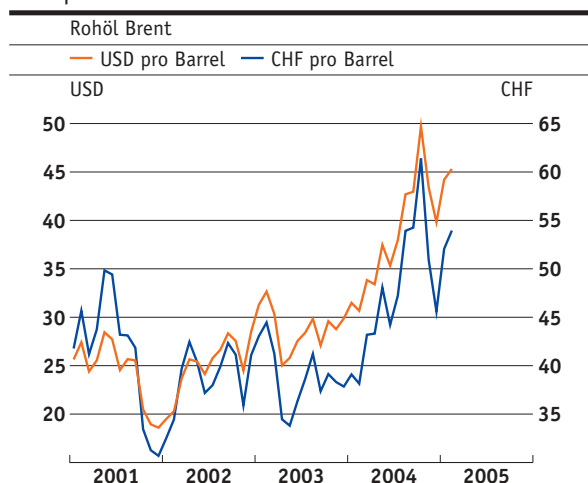
beruhigung war noch kaum etwas zu spüren. Allerdings bildeten sich im vierten Quartal die Umsätze im Detailhandel zurück, was auf eine allmählich nachlassende Dynamik der Binnennachfrage hindeutet.

Die vorlaufenden Indikatoren im ersten Quartal 2005 lassen erwarten, dass die japanische Konjunktur wieder an Fahrt gewinnen wird. Stützend dürfte die Binnennachfrage wirken, die von der tendenziellen Besserung der Arbeitsmarktlage und vom günstigen Investitionsklima profitiert. In China ist weiterhin mit einer Wachstumsverlangsamung zu rechnen. Solange die chinesische Regierung an einer fixen Währungsrelation zum amerikanischen Dollar festhält, muss sie allerdings bis zu einem gewissen Grad die expansiven geldpolitischen Rahmenbedingungen der USA übernehmen. Dies bedeutet, dass die Gefahr einer Überhitzung der chinesischen Wirtschaft nicht gebannt ist.

### Sinkende Inflation infolge rückläufiger Erdölpreise

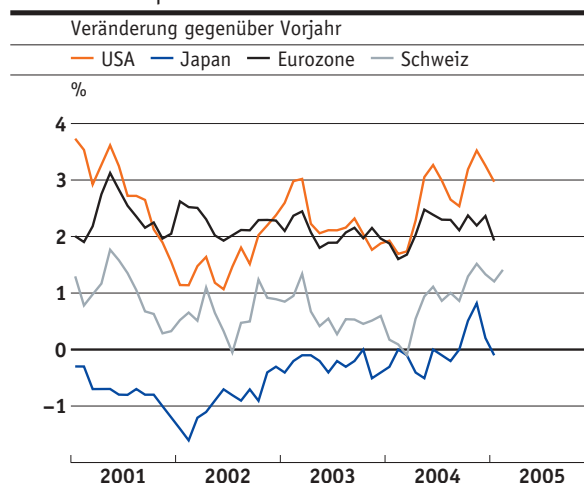
Die an den Konsumentenpreisindizes gemessenen Jahresinflationsraten bildeten sich zwischen Oktober 2004 und Januar 2005 in den meisten Industrieländern zurück. In den USA sank die Jahreststeuerung von 3,2% auf 3,0% und in der Eurozone von 2,4% auf 1,9%. Diese Entwicklung ist vor allem auf den Rückgang des Rohölpreises zurückzuführen, der pro Fass Brent von durchschnittlich 50 Dollar im Oktober auf 44 Dollar im Januar sank. Im Februar stieg die Jahreststeuerung in der Eurozone wieder leicht auf 2,0%. In den USA verharrte sie bei 3%.

Grafik 1.3  
Erdölpreise



Quelle: SNB

Grafik 1.4  
Konsumentenpreise



Quelle: BIZ

Die ohne die volatilen Komponenten Erdöl und Nahrungsmittel berechnete Kernteuerung entwickelte sich unterschiedlich. In den USA stieg sie infolge des Kursrückgangs des Dollars und der kräftigen Binnennachfrage von Oktober bis Februar um 0,4 Prozentpunkte auf 2,4%. Demgegenüber sank die Kernteuerung in der Eurozone von 1,9% auf 1,4%.

### Schrittweise Straffung der amerikanischen Geldpolitik

Im Februar 2005 erhöhte die amerikanische Notenbank (Fed) ihren Leitzins, den Tagesgeldsatz, zum sechsten Mal seit Juni 2004 um einen viertel Prozentpunkt. Dieser kam damit auf 2,5% zu liegen. Gemäss Fed erfordern die Stärke der Binnennachfrage und die im historischen Vergleich immer noch sehr tiefen kurzfristigen Zinssätze eine Straffung der Geldpolitik. Diese soll jedoch langsam erfolgen, da einerseits vom hohen Erdölpreis und der schwachen Aussennachfrage nach wie vor gewisse Risiken ausgehen, andererseits aber die stabilen Inflationserwartungen helfen, die Inflationsgefahr in Grenzen zu halten.

Die Europäische Zentralbank (EZB) liess den Hauptfinanzierungssatz seit Juni 2003 bei 2%. Die EZB begründet die unveränderte Geldpolitik damit,

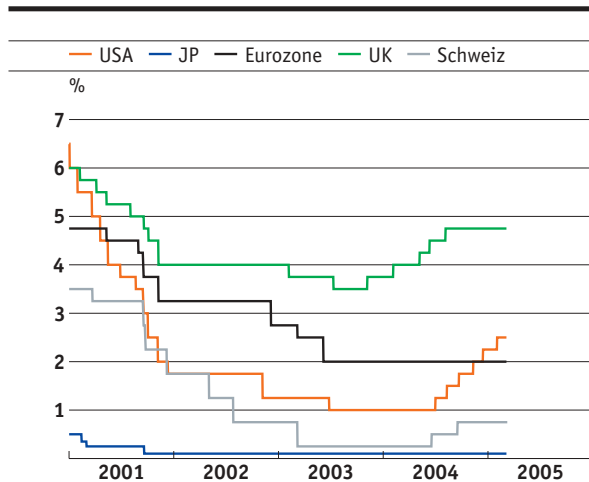
dass sich in der Eurozone kein binnenwirtschaftlicher Preisdruck aufgebaut hat. Angesichts des kräftigen Geldmengen- und Kreditwachstums behält sie indes die mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität im Auge.

### Verhaltene Wirtschaftsaussichten

Infolge der enttäuschenden Wirtschaftsentwicklung in Europa und in Japan senkten die meisten Prognoseinstitute ihre Wachstumsprognosen für 2005. Von November 2004 bis Februar 2005 fiel die Konsensusprognose für die Eurozone von 1,9% auf 1,7% und für Japan von 1,8% auf 1,1%. Die Konsensusprognose für die USA stieg dagegen um 0,1 Prozentpunkte auf 3,5% (vgl. Tabelle 1.1).

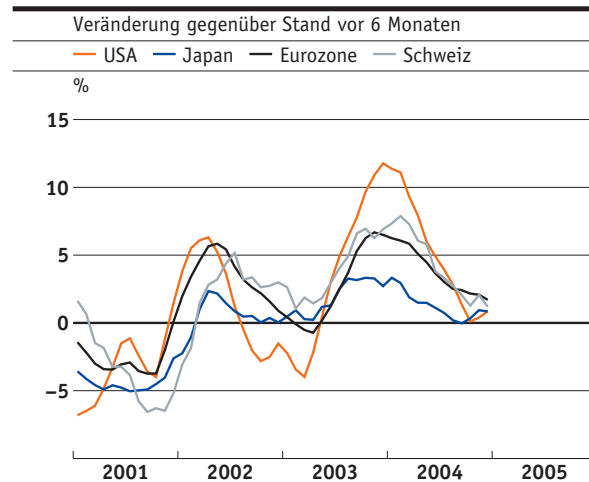
Im Hinblick auf die Inflationsprognose vom März 2005 revidierte die SNB ihre Annahmen für die BIP-Entwicklung in der EU gegenüber der Inflationsprognose vom Dezember 2004 leicht nach unten. Sie rechnet jedoch bezüglich Europa mit einem leicht höheren Wachstum als die Konsensusprognose (vgl. Kapitel 4.1).

Grafik 1.5  
Offizielle Zinssätze



Quellen: BIZ, SNB

Grafik 1.6  
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum <sup>1</sup>				Teuerung <sup>2</sup>			
	IWF		Konsensus <sup>3</sup>		IWF		Konsensus <sup>3</sup>	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
USA	3,7	3,7	3,5	3,4	2,8	2,4	2,4	2,2
Japan	0,8	1,9	1,1	1,8	0,3	0,4	0,0	0,3
Eurozone	1,6	2,2	1,7	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7
Deutschland	0,8	1,9	1,2	1,6	1,4	1,2	1,3	1,2
Frankreich	2,0	2,3	1,9	2,2	2,2	2,0	1,8	1,7
Italien	1,2	2,0	1,4	1,8	2,8	2,3	2,0	1,9
Vereinigtes Königreich	2,6	2,6	2,5	2,4	1,5	1,8	1,7	1,8

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %. IWF: Eurozone, Vereinigtes Königreich: harmonisierte Teuerung

3 Bei der Konsensusprognose handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei über 240 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in rund 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise, der Zinssätze und anderer volkswirtschaftlicher Grössen. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

Quellen: IWF: World Economic Outlook April 2005; Konsensus: February 2005 Survey



## 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

### 2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

#### Leichter BIP-Rückgang

In der Schweiz verlor die Konjunktur am Jahresende deutlich an Schwung. Gemäss Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) nahm das reale BIP im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,3% ab (auf Jahresbasis hochgerechnet). Es lag damit 1,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach einem Anstieg von 2,0% im dritten Quartal. Für das gesamte Jahr 2004 ergibt sich aufgrund der Quartalsschätzung des Seco ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von 1,7%.

Die Abflachung betraf alle Nachfragekomponenten mit Ausnahme des öffentlichen Konsums. Während der private Konsum nur leicht verlangsamt wuchs, bildeten sich sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen gegenüber der Vorperiode zurück. Insgesamt nahm damit die Binnennachfrage (ohne Lager) leicht ab. Auch der Aussenhandel neigte zur Schwäche. Die Warenausfuhren – gemessen ohne die volatilen Ausfuhren von Wertsachen – stagnierten, während die Exporte von Dienstleistungen schrumpften. Die Importe sanken auf breiter Basis.

Infolge des schwächeren Weltwirtschaftswachstums musste auch in der Schweiz mit einer Verlangsamung der konjunkturellen Erholung gerechnet werden. Seit Herbst 2004 deutete denn auch eine Reihe

von Indikatoren auf nachlassende Auftriebskräfte im Produktions- und Dienstleistungssektor hin. Die durch die BIP-Entwicklung ausgewiesene Konjunkturabflachung fiel jedoch stärker aus, als die SNB erwartet hatte. Der vom Seco ausgewiesene Rückgang der Bauinvestitionen stand im Widerspruch zu anderen Indikatoren, die auf eine robustere Entwicklung der Bautätigkeit hinweisen.

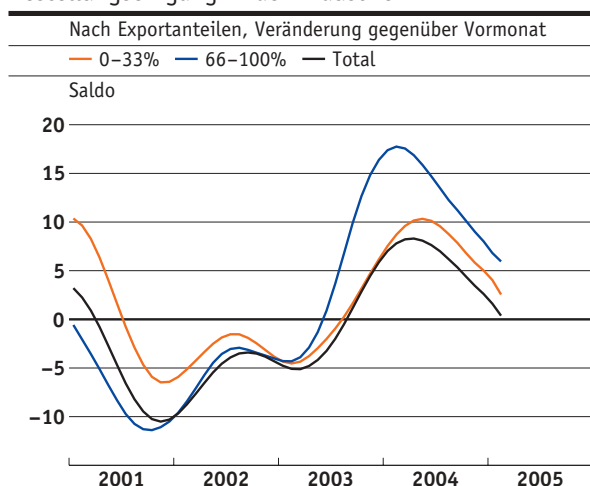
Die SNB geht davon aus, dass die konjunkturelle Schwächephase in den nächsten Quartalen überwunden wird. Diese Einschätzung beruht darauf, dass die Schweiz weiterhin vom positiven weltwirtschaftlichen Umfeld und von den günstigen monetären Bedingungen im Inland profitieren wird. Dies setzt allerdings voraus, dass insbesondere vom Wechselkurs und vom Erdölpreis keine neuen Störungen ausgehen.

#### Verlangsamte Industriekonjunktur

Nach dem Wachstumsschub von Ende 2003/Anfang 2004 schwächte sich das Wachstum der Industrieproduktion im weiteren Jahresverlauf deutlich ab. Im vierten Quartal stieg die Produktion der verarbeitenden Industrie um 0,7% und übertraf damit den Vorjahresstand um 4,9% (3. Quartal: 3,8%). Von der Verlangsamung waren fast alle Branchen betroffen.

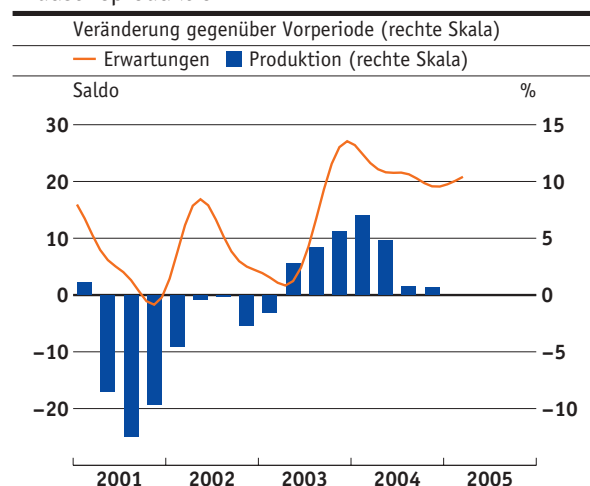
Gemäss den Umfrageergebnissen der KOF/ETH erhielt die Industrie Anfang 2005 nur noch wenige zusätzliche Impulse. Im Januar verlangsamte sich der Bestellungseingang weiter und die Beurteilung der Auftragslage durch die Unternehmen verbesserte sich nicht mehr. Der Auftragsbestand befand sich jedoch weiterhin auf einem zufrieden stellenden Niveau.

Grafik 2.1  
Bestellungseingang in der Industrie



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF/ETH)

Grafik 2.2  
Industrieproduktion



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), KOF/ETH

**Reales BIP und Komponenten**  
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2001	2002	2003	2004	2003				2004			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	2,0	0,3	0,5	1,3	0,6	0,6	1,0	1,5	2,3	0,5	0,8	0,7
Staatlicher Konsum	4,2	3,2	1,4	1,2	-0,1	2,1	2,1	1,4	2,1	0,6	-1,3	1,0
Anlageinvestitionen	-3,1	0,3	-0,3	3,4	2,5	-10,5	11,7	9,6	-1,5	8,1	2,2	-5,8
Bau	-3,4	2,2	1,8	3,5	5,6	1,2	3,7	8,4	6,7	0,5	2,1	-8,6
Ausrüstungen	-2,9	-1,1	-2,0	3,4	0,1	-19,1	18,9	10,6	-7,9	14,8	2,3	-3,4
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>
<b>Inlandnachfrage<sup>1</sup></b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Exporte total	0,2	-0,2	0,0	6,6	-9,7	4,6	10,5	11,3	9,6	-0,1	4,5	1,8
Waren <sup>2</sup>	3,7	0,3	0,7	7,6	-3,8	2,8	9,2	14,0	10,8	0,6	7,4	0,2
Dienstleistungen	-2,8	-3,8	0,6	3,2	-12,3	4,4	15,9	7,8	-1,6	0,8	3,1	-6,0
<b>Gesamtnachfrage</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Importe total	3,2	-2,8	1,4	5,5	3,1	-1,2	10,1	14,3	-4,9	12,9	9,1	-4,6
Waren <sup>2</sup>	1,6	-2,2	2,7	6,4	22,9	-18,6	23,3	15,7	0,6	2,7	15,2	-3,3
Dienstleistungen	11,2	-1,7	-1,4	1,5	-0,4	-0,9	-3,2	-3,7	9,4	1,6	2,3	-4,3
<b>BIP</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,3</b>

1 Inklusive Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (EESKA)

2 Ohne EESKA

Quelle: Seco

Infolge der Verlangsamung der Nachfrage nahmen die Unternehmen indessen den Produktionsrhythmus etwas zurück. Die Lager wurden weiterhin als angemessen beurteilt.

### Aussichten

Wie die Umfrageergebnisse der KOF/ETH zeigen, rechnen die Unternehmen kurzfristig nicht mit einer Belebung der Nachfrage. Die Produktion dürfte daher im ersten Quartal noch kaum anziehen. In diese Richtung weist auch der Einkaufsmanager-Index (PMI), der im Februar wieder knapp in einen Bereich fiel, der eine rückläufige Produktion signalisiert.

Nach wie vor recht zuversichtlich stimmt der Eindruck, den die Delegierten der SNB für regionale Wirtschaftskontakte aus ihren Gesprächen mit Unternehmen aus allen wichtigen Sektoren der Wirtschaft gewannen. Trotz einer Abflachung des Geschäftsgangs äusserten sich insbesondere die Gesprächspartner aus der Exportindustrie bezüglich Auftragslage und Bestellungseingang insgesamt zufrieden. Allerdings bereitete der schwache Dollar vielen Exportunternehmen zunehmend Sorgen. Die Aussichten für 2005 wurden mehrheitlich zuversichtlich beurteilt. Es wird aber mit einem schwächeren Umsatzwachstum als im Jahre 2004 gerechnet, was viele Gesprächspartner bereits im vergangenen Herbst angedeutet hatten.

### Schwächeres Exportwachstum

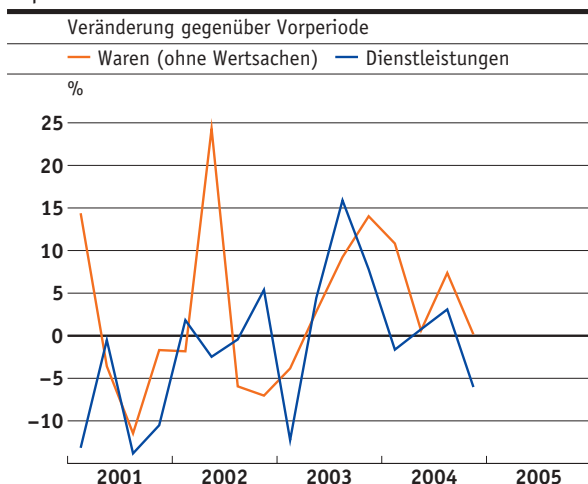
Das Wachstum der realen Exporte schwächte sich im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode merklich ab. Die Ausfuhren von Dienstleistungen schrumpften und die Warenexporte nahmen kaum mehr zu, sieht man von den steigenden Ausfuhren von Wertsachen ab. Dank der guten Exportleistung im ersten Halbjahr übertrafen die Exporte ihr Vorjahresniveau jedoch immer noch um 3,8%. Im Jahresdurchschnitt stiegen sie um 6,7%.

Nach Güterarten gegliedert, sanken die Ausfuhren von Halbfabrikaten, während diejenigen von Investitionsgütern stagnierten. Allerdings entwickelten sich innerhalb der Gruppe der Investitionsgüter die Lieferungen von Industriemaschinen, die rund 17% der gesamten Warenexporte ausmachen, günstig. Stützend wirkten auch die Exporte von Konsumgütern (insbesondere von Chemikalien und Arzneiwaren).

Im Januar scheint sich die Wachstumsschwäche der Warenexporte akzentuiert zu haben. So wuchsen auch die Konsumgüterausfuhren nur noch geringfügig und die Exporte von Industriemaschinen stagnierten.

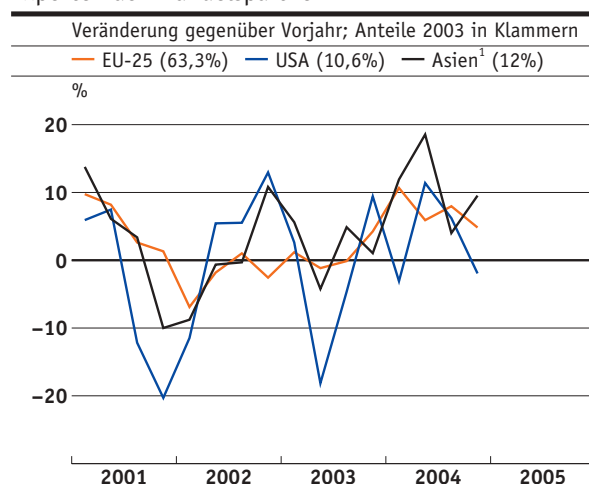
Die nominellen Warenexporte, die für die länderweise Gliederung der Ausfuhren herangezogen werden, sanken im vierten Quartal um 1,5% gegenüber der Vorperiode. Sie lagen damit noch 4,2% über

Grafik 2.3  
Exporte



Quelle: Seco

Grafik 2.4  
Exporte nach Handelspartnern



1 Asien: Japan, China, Südkorea, Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia, Thailand, Philippinen, Indonesien  
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

dem entsprechenden Vorjahresstand. Wie bereits im dritten Quartal hielten sich die Exporte in die EU, insbesondere nach Deutschland, vergleichsweise gut. Als bedeutende Zulieferer der deutschen Industrie profitierten die schweizerischen Unternehmen von der immer noch robusten deutschen Exportkonjunktur. Im Gegensatz dazu stagnierten die Exporte in die USA und in den asiatischen Ländern, vor allem in China, wurden sogar weniger Waren abgesetzt als in den Quartalen zuvor.

Die realen Exporte von Dienstleistungen nahmen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode ab und lagen damit 1,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Dämpfend wirkten weiterhin die stark rückläufigen Einnahmen aus dem Versicherungsgeschäft sowie aus Transportdienstleistungen. Demgegenüber nahmen die Bankkommissionen im vierten Quartal dank der höheren Umsätze auf den internationalen Finanzmärkten wieder leicht zu. Besonders stark erhöhten sich die Einnahmen aus dem Tourismus, auf die rund ein Drittel der gesamten Dienstleistungsexporte entfällt.

### Sinkende Importe

Die realen Importe verringerten sich im vierten Quartal deutlich, nachdem sie in den beiden Vorperioden kräftig gestiegen waren. Vom Rückgang waren sowohl die Waren als auch die Dienstleistungen betroffen. Im Vorjahresvergleich stiegen die Importe um 2,7%.

Besonders stark sanken die Einfuhren von Investitionsgütern, wobei der Rückgang allerdings durch die Sonderfaktoren (sinkende Flugzeugimporte) über-

zeichnet wurde. Die Einfuhren von Konsumgütern nahmen ebenfalls ab, während die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten leicht stiegen. Im Januar bildeten sich die Warenbezüge aus dem Ausland weiter zurück.

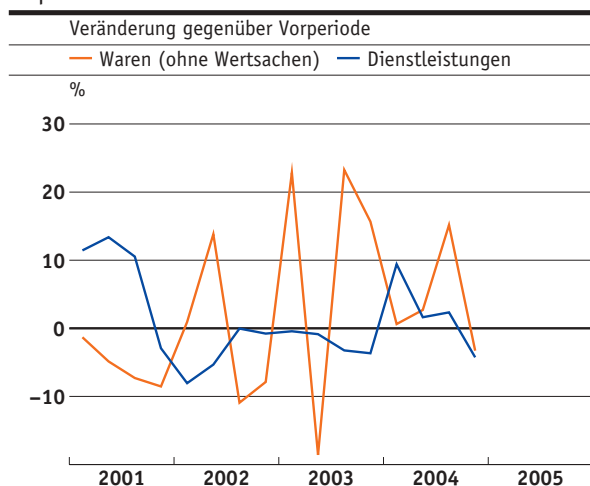
Erstmals seit einem Jahr sanken auch die Importe von Dienstleistungen. Ins Gewicht fielen vor allem die stark rückläufigen Ausgaben für Transportdienste. Auch die Tourismusausgaben schrumpften, übertrafen jedoch – wie auch das Total der Dienstleistungseinfuhren – ihren Vorjahreswert.

### Bescheidenes Konsumwachstum

Der private Konsum setzte im vierten Quartal 2004 seinen moderaten Aufwärtstrend fort. Das Wachstum fiel mit 0,7% weiterhin geringer aus als noch zu Jahresbeginn 2004. Im Vorjahresvergleich stiegen die Konsumausgaben um 1,1%.

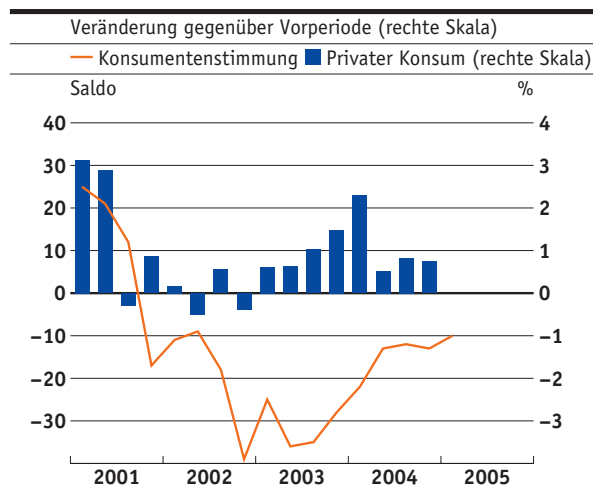
Das Konsumwachstum wurde hauptsächlich von den nur wenig konjunktursensitiven Ausgaben für Wohnen und Gesundheit gestützt. Der Warenkonsum entwickelte sich dagegen schwach. Die realen Detailhandelsumsätze schrumpften gegenüber dem Vorquartal und fielen damit trotz eines zusätzlichen Verkaufstages gleich hoch aus wie vor Jahresfrist (3. Quartal: +0,6%). Diese Entwicklung war teilweise die Folge des auslaufenden Nachholbedarfs bei dauerhaften Konsumgütern wie Haushaltgegenständen und Wohnungseinrichtungen. Zudem schränkten die Haushalte aufgrund der hohen Preise auch die Käufe von Treib- und Brennstoffen ein. Im Januar entwickelten sich die Detailhandelsumsätze weiterhin schwach und lagen 3,1% unter dem Vorjahresstand.

Grafik 2.5  
Importe



Quelle: Seco

Grafik 2.6  
Privater Konsum



Quelle: Seco

Gemäss der Umfrage der KOF/ETH trübten sich die Aussichten im Detailhandel für das laufende Halbjahr weiter ein.

Der Tourismussektor sah nach einer bereits verhaltenen Sommersaison einen harzigen Start in die Wintersaison. Im vierten Quartal lag die Zahl der Übernachtungen inländischer Gäste 3,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Wie aus der Quartalsumfrage der KOF/ETH hervorging, rechnete das Gastgewerbe auch für das erste Quartal mit rückläufigen Frequenzen inländischer Gäste. Erste Ergebnisse stimmen allerdings etwas zuversichtlicher. Insbesondere äusserten sich die Wintersportorte über den Verlauf der Wintersaison sehr zufrieden.

### Robuste Konsumentenstimmung und günstigere Einkommensentwicklung

Trotz der enttäuschenden Entwicklung im Detailhandel gibt es für den privaten Konsum auch ermutigende Entwicklungen. Im Januar lag der vom Seco ausgewiesene Index der Konsumentenstimmung bei -10 Punkten. Im Vergleich zur Vorerhebung im Oktober (-13 Punkte) waren die befragten Haushalte somit eine Spur zuversichtlicher. Sorge bereitete nach wie vor die ungenügende Sicherheit der Arbeitsplätze. Die Aussichten für die eigene finanzielle Lage wurden dagegen besser eingeschätzt als im Oktober. Ebenso beurteilten die befragten Haushalte den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen etwas günstiger.

Zuversichtlich stimmt auch die Einkommensentwicklung, die etwas günstiger ausfallen dürfte als im letzten Jahr. Die SNB geht davon aus, dass die realen Arbeitnehmereinkommen 2005 aufgrund steigender

Löhne um 1,2% wachsen werden, nach einem Zuwachs von 0,7% im Vorjahr. Der private Konsum dürfte damit seinen moderaten Aufwärtstrend fortsetzen.

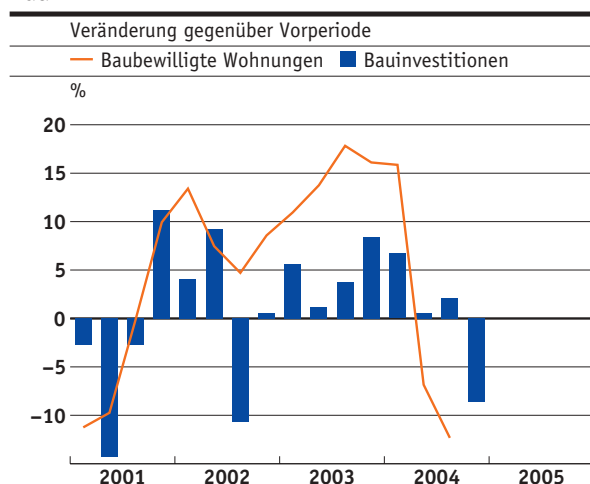
### Abschwächung der Bautätigkeit

Die Bauinvestitionen wuchsen im Jahre 2004 um 3,6% und trugen damit wie bereits in den beiden Vorjahren positiv zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bei. Im vierten Quartal nahmen sie allerdings ab und stagnierten gegenüber dem Vorjahr. Gemäss Angaben des Seco ist diese Entwicklung auf einen Rückgang im Geschäfts- und Tiefbau zurückzuführen, der durch die weiterhin sehr kräftige Wohnbautätigkeit nicht ausgeglichen werden konnte.

Nach der Abflachung im Sommerhalbjahr 2004 nahmen die Wohnbaubewilligungen am Jahresende wieder sprunghaft zu. Die Wohnbauinvestitionen dürften damit vorderhand kräftig expandieren. Da sich das Wohnungsangebot im Jahre 2004 aber deutlich vergrössert und die Leerwohnungsziffer wieder leicht zugenommen hat, muss mit einer allmählichen Verlangsamung im Wohnungsbau gerechnet werden.

Der Geschäftsbau dürfte sich im Zuge der verstärkten Investitionstätigkeit der Unternehmen tendenziell beleben. Dies geht nicht zuletzt aus den Ergebnissen der im Herbst 2004 durchgeführten jährlichen Investitionsumfrage der KOF/ETH hervor. Angesichts der immer noch hohen Leerstandsquote bei den Büroflächen dürfte die Belegung allerdings moderat ausfallen. Beim öffentlichen Bau kann infolge der Sparmassnahmen der öffentlichen Hand nicht mit einer baldigen Trendwende gerechnet werden.

Grafik 2.7  
Bau



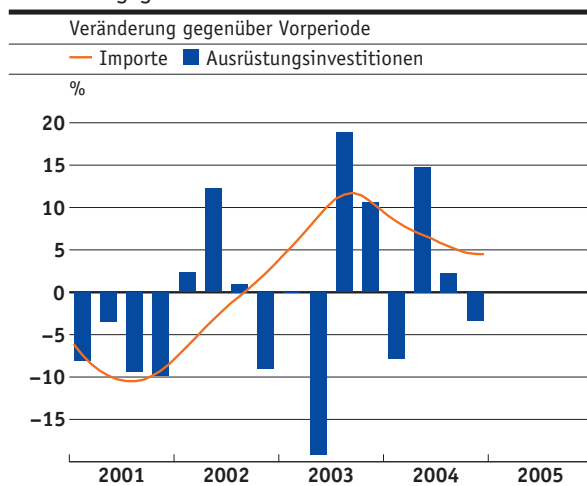
Quellen: BFS, Seco

### Moderate Belegung der Ausrüstungsinvestitionen

Auch die Ausrüstungsinvestitionen entwickelten sich im vierten Quartal flau und übertrafen ihren Vorjahresstand lediglich um 1,1%. Während die Einfuhren von Investitionsgütern im Vorquartalsvergleich sanken, wurden etwas mehr inländische Investitionsgüter umgesetzt. Gemäss Angaben des Seco nahmen insbesondere die Investitionen in Maschinen sowie die Nachfrage nach IT-Dienstleistungen ab.

Die Ausrüstungsinvestitionen dürften sich im ersten Halbjahr 2005 wieder beleben. Dafür sprechen die gestiegene Kapazitätsauslastung sowie die verbesserte Ertragslage der Unternehmen. Eine nachhaltige Verstärkung der Investitionstätigkeit setzt allerdings voraus, dass die Produktion im zweiten Halbjahr wie erwartet anzieht.

Grafik 2.8  
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, Seco

## 2.2 Kapazitätsauslastung

### Bessere Kapazitätsauslastung in der Industrie

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie nahm im vierten Quartal weiter zu. Gemäss der im Januar 2005 durchgeführten Umfrage der KOF/ETH stieg sie auf knapp 85% (Grafik 2.9). Dies entspricht dem höchsten Stand seit Anfang 1999 und liegt leicht über dem langfristigen Durchschnitt. Verglichen mit der ersten Jahreshälfte 2004 stieg die Auslastung allerdings deutlich langsamer. Darin widerspiegelt sich die Abschwächung der Produktionswachstums. Als Folge davon wurden auch die Kapazitäten nicht mehr so stark erhöht wie zuvor.

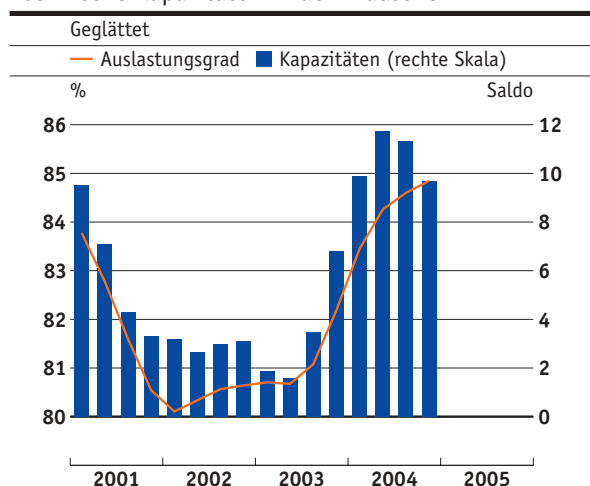
### Leicht höhere gesamtwirtschaftliche Produktionslücke

Ein allgemeineres Mass für die Auslastung der Produktionskapazitäten ist die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke. Im Unterschied zur Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie bezieht sich

die Produktionslücke auf alle Wirtschaftssektoren und berücksichtigt neben den technischen Kapazitäten auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Die Produktionslücke ist definiert als Differenz zwischen dem effektiven und dem potenziellen realen BIP. Das potenzielle reale BIP muss geschätzt werden, wozu in der SNB drei Verfahren zum Einsatz kommen. Diese sind in einer früheren Ausgabe dieses Berichts kurz beschrieben worden (vgl. Quartalsheft 2/2004, S. 21).

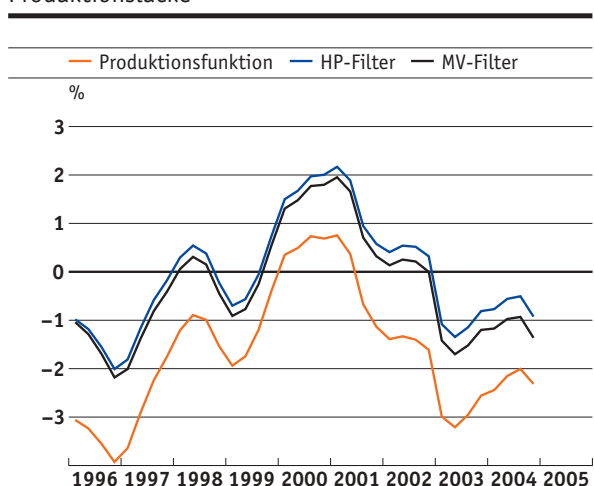
Die verschiedenen Verfahren liefern unterschiedliche Schätzungen für das Niveau der Produktionslücke (Grafik 2.10) und mahnen damit bezüglich der Einschätzung des Produktionspotenzials zur Vorsicht. Davon abgesehen signalisieren aber alle Schätzungen, dass das effektive BIP unter dem potenziellen BIP liegt und sich die Produktionslücke zwischen dem zweiten Quartal 2003 und dem dritten Quartal 2004 kontinuierlich verringerte. Infolge der Stagnation des BIP setzte sich diese Entwicklung im vierten Quartal 2004 allerdings nicht mehr weiter fort. Die Produktionslücke nahm gegenüber der Vorperiode leicht zu.

Grafik 2.9  
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10  
Produktionslücke



Quelle: SNB

## 2.3 Arbeitsmarkt

### Weiterhin unbefriedigende Arbeitsmarktlage

Im Jahre 2004 blieb die Wende am Arbeitsmarkt aus. Hauptgrund war das verhaltene Wirtschaftswachstum, das nur wenig höher ausfiel als der Anstieg der Arbeitsproduktivität. Im vierten Quartal nahm die Zahl der Beschäftigten gegenüber der Vorperiode lediglich um 0,2% zu und übertraf damit den Vorjahresstand nur knapp. Im Industriesektor setzte sich der Abbau von Arbeitsplätzen praktisch unverändert fort (-1,6%). Zu den wenigen Branchen, die zusätzliche Stellen schufen, gehörte die chemische Industrie. Im Dienstleistungssektor stagnierte die Anzahl der Beschäftigten weiterhin. In den Bereichen Finanzintermediäre und öffentliche Dienste stieg die Beschäftigung zwar leicht, doch bauten wichtige Branchen wie der Detail- und Grosshandel erneut Stellen ab. Einen verstärkten Beschäftigungszuwachs wies lediglich der Bausektor aus (2,2%).

Nach Beschäftigungsgrad gegliedert, setzten sich die langjährigen Trends fort. Auf der einen Seite sank die Zahl der Vollzeitbeschäftigten sowohl im Industrie- als auch im Dienstleistungssektor. Auf der anderen Seite befand sich die Teilzeitbeschäftigung weiterhin im Aufwind. Umgerechnet auf Vollzeitstellen nahm die Beschäftigung in beiden Wirtschaftssektoren ab, wobei der Rückgang leicht schwächer ausfiel als in der Vorperiode.

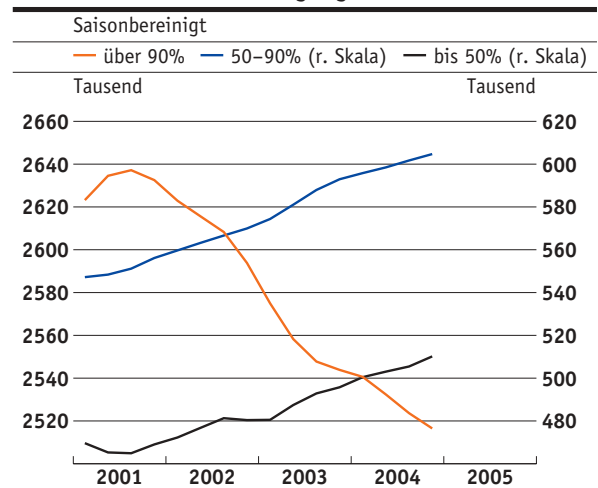
### Stagnierende Arbeitslosenquote

Die Arbeitslosenquote verharrte im Februar 2005 bei 4,1%. Dies entsprach rund 162 000 Personen. Um Saisoneffekte bereinigt betrug sie weiterhin 3,8%. Auch die Zahl der Stellensuchenden blieb bis Februar unverändert bei rund 218 100 Personen, was einer Quote von 5,5% entsprach (saisonbereinigt).

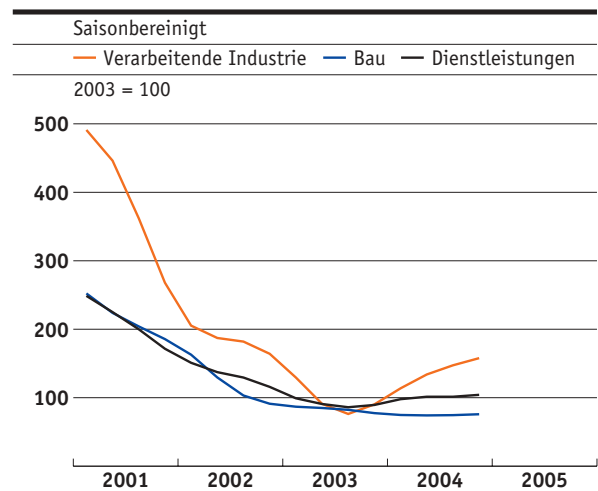
### Keine rasche Besserung in Sicht

Aufgrund des für die erste Jahreshälfte 2005 erwarteten moderaten BIP-Wachstums kann vorderhand nicht mit einer spürbaren Besserung am Arbeitsmarkt gerechnet werden. Dies widerspiegelt sich auch in der Entwicklung der vorlaufenden Beschäftigungsindikatoren. Der vom BFS veröffentlichte Index der offenen Stellen verbesserte sich im vierten Quartal nur geringfügig und blieb im historischen Vergleich auf tiefem Niveau. Der Manpower-Index stagnierte und die Beschäftigungskomponente des PMI signalisierte, dass sich der Stellenabbau im Industriesektor bis zuletzt fortsetzte.

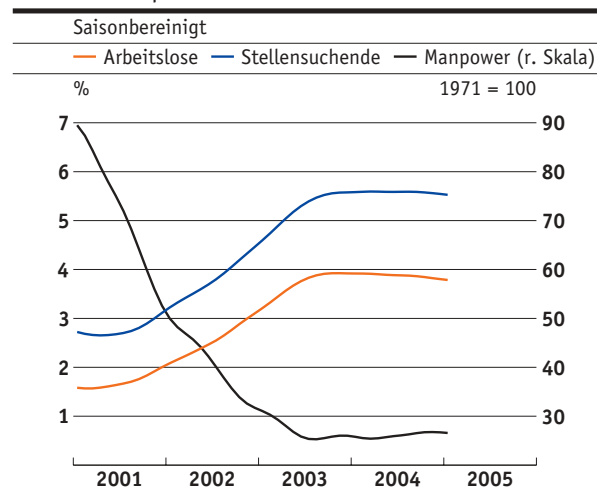
Grafik 2.11  
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



Grafik 2.12  
Index der offenen Stellen



Grafik 2.13  
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafiken 2.11 und 2.12:  
Quelle: BFS

Grafik 2.13:  
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)  
Quellen: Manpower, Seco



## 2.4 Güterpreise

### Nachlassende Teuerung bei den Produzenten- und Importpreisen

Der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe ausgeht, schwächte sich deutlich ab. Bedingt durch die rückläufigen Preise für Mineralölprodukte lagen die Preise der importierten Güter im Januar noch 1,8% über dem Vorjahresstand, nach einem Anstieg von 2,6% im Oktober. Die Jahresteuerung der Produzentenpreise sank zwischen Oktober und Januar von 1,7% auf 1,0% und erreichte damit den tiefsten Stand seit März 2004. Die Güter, die für den Absatz im Inland bestimmt waren, verteuerten sich mit 1,5% weniger stark als noch im Oktober (2,6%), aber immer noch stärker als die Exportgüter (0,5%).

Nach Güterarten gegliedert setzte sich die Preiserosion der Agrarerzeugnisse, die Mitte 2004 eingesetzt hatte, fort (Januar: -2,2%). Dagegen blieben die Preise der Konsum- und der Investitionsgüter praktisch stabil. Als Folge der anhaltend hohen Notierungen für Metallwaren war der Preisauftrieb bei den Vorleistungsgütern mit 3,1% weiterhin überdurchschnittlich stark, erreichte aber nicht mehr die Werte vom Oktober. Die Teuerung der Energieträger sank von 12,4% auf 4,5%.

### Leicht tiefere Teuerung auf der Konsumentenstufe

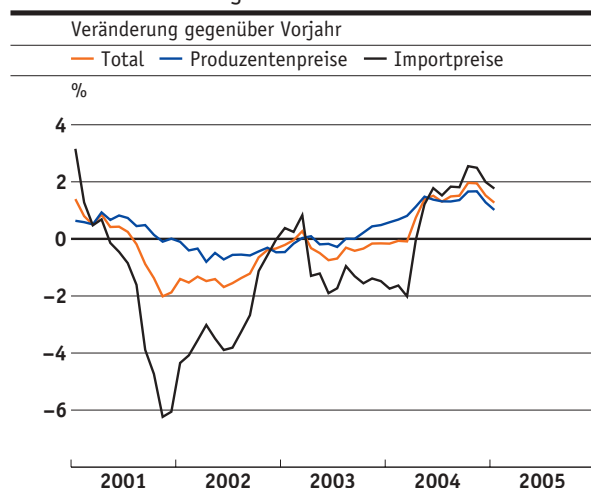
Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung sank von November bis Januar um 0,3 Prozentpunkte auf 1,2%, stieg aber

im Februar wieder auf 1,4%. Der Teuerungsverlauf wurde in starkem Masse von den Warenpreisen (einschliesslich der Erdölprodukte) geprägt. Im Durchschnitt des ersten Quartals dürfte die Teuerung leicht tiefer liegen, als die SNB in ihrer Inflationsprognose vom Dezember 2004 erwartet hatte. Die Messgrössen für die Kerninflation signalisierten einen moderaten und stabilen Trend im allgemeinen Preisniveau.

### Nachlassende Binnenteuerung

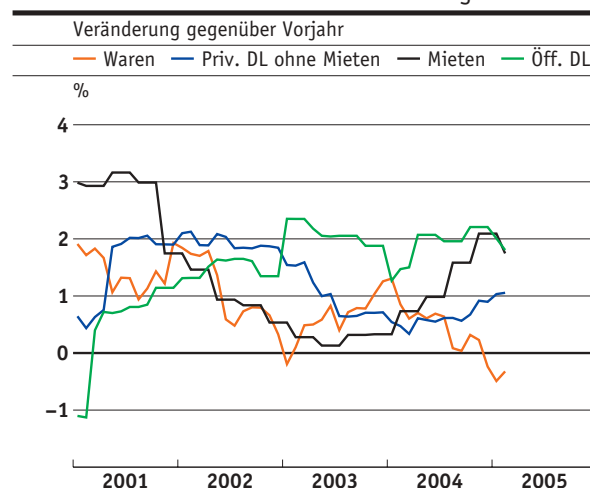
Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen verringerte sich zwischen November und Februar von 1,2% auf 1,0%. Dieser Rückgang war teilweise auf die leicht sinkenden Preise der inländischen Waren zurückzuführen, deren Anteil am inländischen Warenkorb rund ein Viertel beträgt. Besonders stark sanken die Preise für Elektrizität sowie für einzelne Nahrungsmittel wie Obst und Fleisch. Stärker ins Gewicht fiel der Rückgang der vierteljährlich gemessenen Jahresteuerung der Mieten. Von Oktober bis Februar sank sie um 0,4 Prozentpunkte auf 1,7%. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen erhöhte sich die Jahresteuerung von November bis Februar um 0,2 Prozentpunkte auf 1,1%. Preiserhöhungen wurden insbesondere bei der Bahn (SBB-Tarife), im Luftverkehr sowie bei einzelnen Gesundheitsleistungen verzeichnet. Bei den öffentlichen Dienstleistungen ging die Teuerung von 2,2% auf 1,8% zurück. Ins Gewicht fielen die tieferen Teuerungsraten bei den Spitalleistungen und den Gebühren für Kehricht und Abwasser. Ein Preisschub wurde dagegen bei den Tarifen im öffentlichen Regionalverkehr verbucht.

Grafik 2.14  
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 2.15  
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

### Vorübergehende Abschwächung der Importteuerung

Infolge der sinkenden Preise für Treibstoffe und Heizöl bildete sich die Jahresteuerung der importierten Konsumgüter von November bis Januar um einen Prozentpunkt auf 1,5% zurück. Im Februar stieg sie erneut auf 2,5%. Mit einer Jahresteuerung von 15,1% entfiel auf die Erdölprodukte immer noch fast die Hälfte der gesamten Konsumteuerung. Gleichzeitig kam der Preisrückgang bei den übrigen importierten Gütern nach mehr als zwei Jahren zum Stillstand (+0,1%). Ins Gewicht fielen unter anderem die Preiserhöhungen beim Gemüse, die auf witterungsbedingte Ernteaufschläge in Spanien zurückzuführen waren. Die Preise für Heimelektronik sanken dagegen verstärkt und lagen im Februar 8,0% unter dem Vorjahresstand, nach -4,9% im November.

### Leichter Rückgang der Kerninflation der SNB

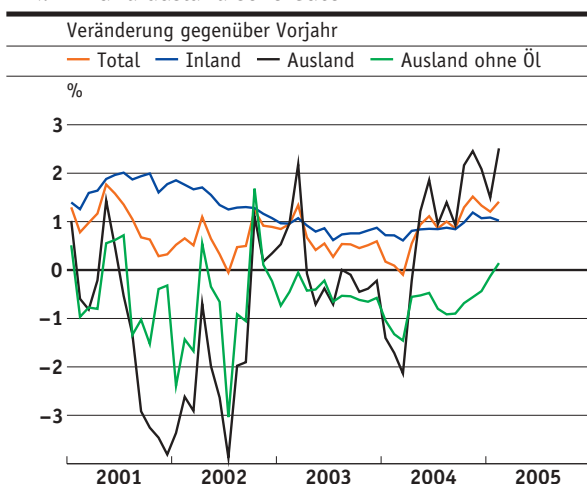
Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den Trend im allgemeinen Preisniveau verzerren können. Die SNB

berechnet deshalb eine Messgrösse für die Kerninflation. Diese klammert in jeder Periode die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Warenkorb des Konsumentenpreisindex aus. Nachdem sich die so berechnete Kernteuerung seit Juli 2004 auf 1,1% im November erhöht hatte, verharrte sie bis Januar 2005 auf diesem Stand. Im Februar schwächte sie sich auf 1,0% ab.

### Anstieg der Kernraten des BFS

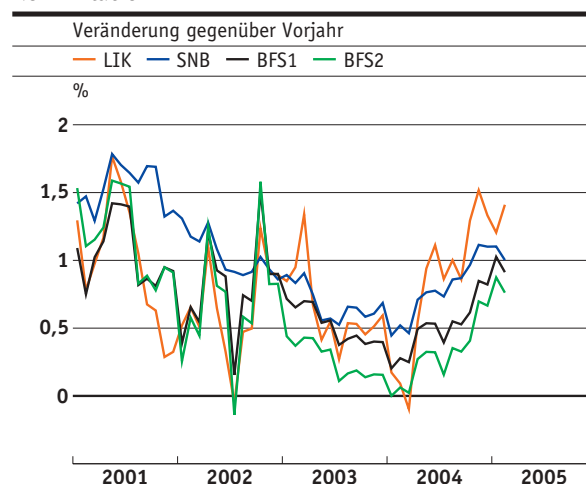
Im Unterschied zur Kerninflation der SNB schliessen die beiden Kerninflationen des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Anders als die von der SNB berechnete Kerninflation lagen die vom BFS veröffentlichten Kerninflationen im Februar um jeweils 0,1 Prozentpunkte höher als im November. Die Kerninflation 1 belief sich auf 0,9% und die Kerninflation 2 auf 0,8%.

Grafik 2.16  
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.17  
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

**Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten**  
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2004	2004					2005	
		2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar	Februar
<b>LIK total</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,9	0,8	0,9	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0
Waren	0,5	0,7	0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,3
Dienstleistungen	1,0	0,9	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
Mieten	1,2	0,9	1,4	1,9	2,1	2,1	2,1	1,7
öffentliche Dienstleistungen	1,9	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,0	1,8
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,6	0,9	1,1	2,2	2,5	2,1	1,5	2,5
ohne Erdölprodukte	-0,8	-0,5	-0,9	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1	0,1
Erdölprodukte	9,3	10,3	12,7	19,2	20,9	17,6	10,0	15,1

Quellen: BFS, SNB

## 3 Monetäre Entwicklung

### 3.1 Zinsentwicklung

#### Unveränderte Geldmarktzinsen in der Schweiz

Die SNB liess das Zielband für den Dreimonats-Libor an der Lagebeurteilung vom Dezember 2004 unverändert bei 0,25% bis 1,25%, nachdem sie es im September um einen viertel Prozentpunkt erhöht hatte. Sie strebte dabei weiterhin den Mittelwert von 0,75% an. In den folgenden drei Monaten lag der Dreimonatssatz ziemlich genau auf diesem Niveau. Die SNB steuert den Dreimonats-Libor indirekt über die Festsetzung der Reposätze, insbesondere über den wöchentlichen Reposatz. Dieser schwankte, mit steigender Tendenz, zwischen 0,50% im Dezember und 0,64% im Februar. Der Reposatz wird grundsätzlich nach den geldpolitischen Erfordernissen festgelegt, wobei der Marktsituation Rechnung getragen wird. Die Marktsituation war in der Berichtsperiode etwas schwieriger planbar. Ein Faktor war die Anpassung der Bankennachfrage nach Notenbankgeld an die am 1. Januar 2005 in Kraft getretenen neuen Liquiditätsvorschriften. Diese dürften tendenziell zu einer Abnahme der Nachfrage nach Giro Guthaben führen. Nicht alle Banken haben indessen ihr Verhalten unverzüglich auf die neue Mindestreservenregelung abgestimmt.

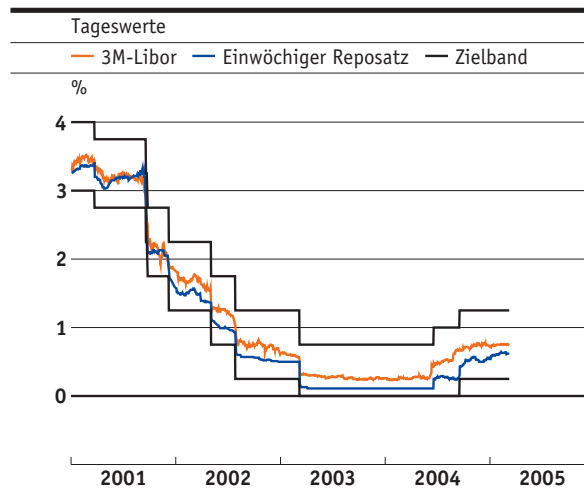
#### Erwartungen stabiler kurzfristiger Zinssätze

Der aus dem Schweizer Geldmarkt-Future mit Verfalldatum 14. März, drei Tage vor der Lagebeurteilung vom 17. März 2005, implizierte Dreimonatssatz bildete sich nach der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Dezember zunächst weiter zurück. Seit Anfang Januar blieb er stabil bei 0,8% (Grafik 3.2). Daraus lässt sich folgern, dass die Märkte bis Mitte März nicht mehr mit einer Straffung der Geldpolitik rechneten.

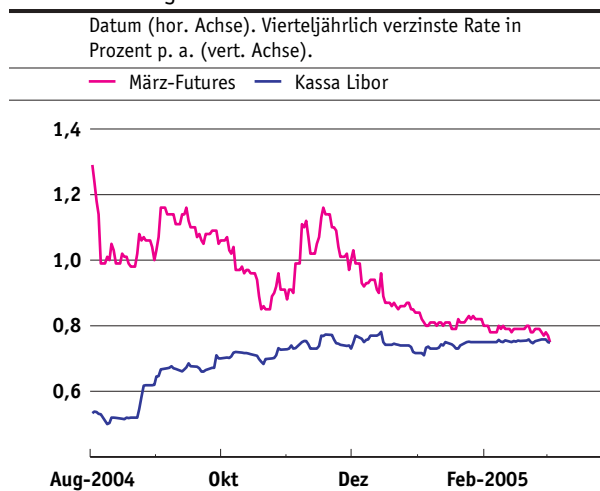
#### Leicht tieferes Niveau der Terminzinssätze seit Dezember

In der Grafik 3.3 sind drei aus der Zinsstruktur des Franken-Libor abgeleitete Terminzinssätze sowie der Kassasatz des Dreimonats-Libor seit Dezember 2004 abgebildet. Ein Terminvertrag stellt einen heute abgeschlossenen Vertrag für einen zukünftigen Zeitpunkt dar. Seinem Wesen nach ist er somit gleich wie ein Futures-Vertrag. Im Gegensatz zu einem Futures-Vertrag bietet ein Terminvertrag aber den Vertragsparteien mehr Gestaltungsmöglichkeiten bezüglich Fälligkeitstermin und Anlagensumme. Die rot gezeich-

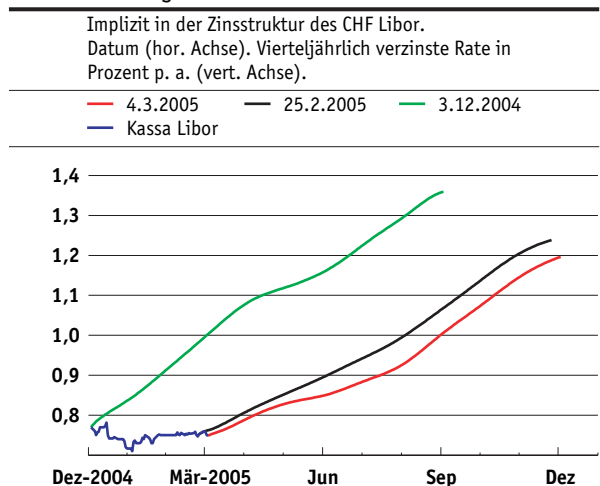
Grafik 3.1  
Geldmarktsätze



Grafik 3.2  
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3  
Der dreimonatige Terminzinssatz



Grafiken 3.1, 3.2, 3.3:  
Quelle: SNB

nete Kurve zeigt aufgrund der am 4. März beobachteten Zinsstruktur des Franken-Libor den Terminzinssatz für Dreimonats-Verträge, die zwischen dem 4. März und dem 4. Dezember 2005 fällig werden. Beispielsweise geht daraus hervor, dass ein Geldnehmer am 4. März einen Terminvertrag abschloss, der ihm eine vereinbarte Darlehenssumme zu einem bestimmten Termin, etwa am 1. Juli garantiert. Der Vertrag würde somit vom 1. Juli an für drei Monate laufen und das Darlehen wäre dann am 1. Oktober 2005 einschliesslich des vereinbarten Terminzinssatzes zurückzuzahlen. Der ihm vom Geldgeber verrechnete Zins würde sich auf 0,88% belaufen. Für einen am 4. März 2005 abgeschlossenen Vertrag mit Fälligkeit am 4. Dezember (Rückzahlungstermin 4. März 2006) wäre hingegen ein Zinssatz von 1,2% zu entrichten. In der Grafik sind auch die Terminsätze der Vorwoche sowie vom 3. Dezember 2004 dargestellt. Daraus wird ersichtlich, dass das Niveau der Terminzinssätze in den letzten drei Monaten leicht gesunken ist.

Legt man die Terminzinnskurve zugrunde, dann würden die Finanzmarktteilnehmer in diesem Jahr mit zwei Erhöhungen des Dreimonats-Libor von insgesamt 0,5 Prozentpunkten rechnen. Die Terminzinssätze sind allerdings nur ein bedingter Hinweis auf die Markterwartungen für den dreimonatigen Kassa-Libor. Weil der Terminzinssatz wegen der Risikoprämie in der Regel über dem erwarteten Kassazinssatz liegt, kann daraus nur dann auf die Zinserwartungen im Markt geschlossen werden, wenn die Risikoprämie gerade null ist, was aber nur im Ausnahmefall zutrifft.

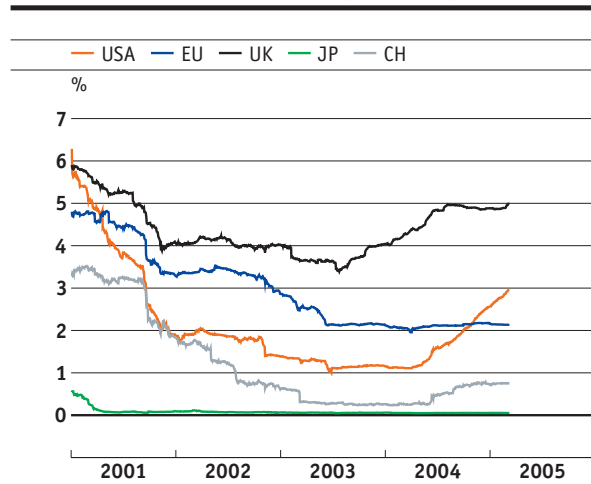
#### Zunehmende Zinsdifferenz zu Dollaranlagen

Die zwischen Dezember und Februar erfolgte Erhöhung der US-Leitzinsen um insgesamt 0,5 Prozentpunkte führte zu einer weiteren Ausweitung der Zinsdifferenz des Dollars zum Franken. Gemessen an der Verzinsung dreimonatiger Geldmarktanlagen erhöhte sich die Differenz von durchschnittlich 160 Basispunkten im November auf 210 Basispunkte im Februar. Zum Euro blieb die Zinsdifferenz unverändert bei 140 Basispunkten (Grafik 3.4).

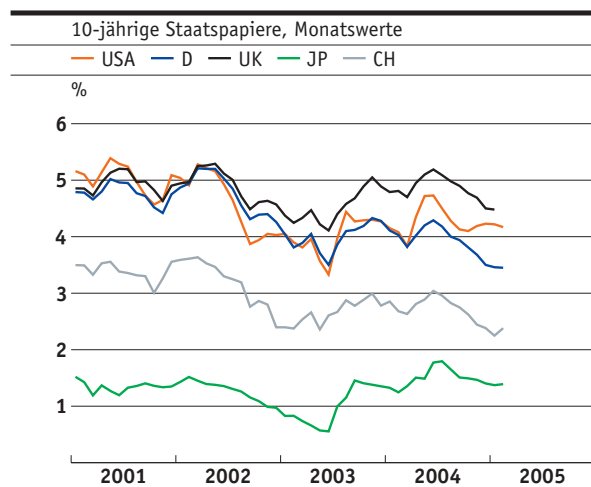
#### Starker Rückgang der langfristigen Zinssätze

Die Renditen von Anleihen mit längerer Laufzeit bildeten sich bis Anfang Februar weiter zurück. Besonders ausgeprägt gaben sie in der Schweiz und in Europa nach (Grafik 3.5). Die Rendite einer 10-jährigen Bundesobligation sank von durchschnittlich 2,5% im November auf 2,3% im Januar. Im Februar sank sie unter ihren Tiefststand vom Sommer 2003. Die Rendite deutscher Staatspapiere mit einer Laufzeit von zehn Jahren sank von November bis Anfang

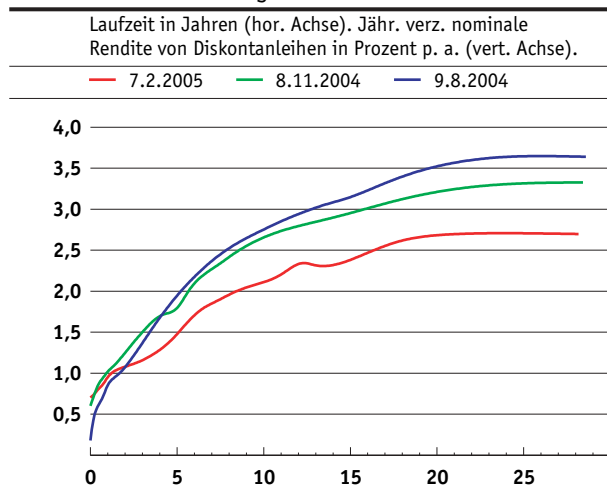
Grafik 3.4  
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.5  
Zinssätze im Ausland



Grafik 3.6  
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafiken 3.4, 3.5, 3.6:  
Quelle: SNB

Februar von 3,7% auf 3,5%. In Grossbritannien gingen die Renditen im selben Zeitraum ebenfalls um 20 Basispunkte, von 4,7% auf 4,5%, zurück. In Japan und in den USA veränderten sich die Renditen im Monatsdurchschnitt kaum.

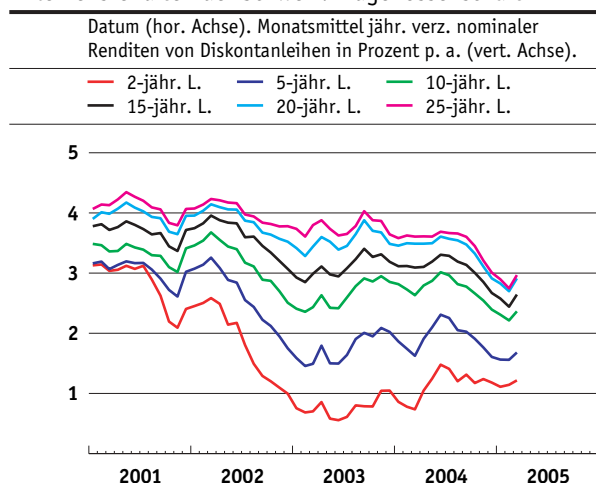
Noch stärker als die üblicherweise im Vordergrund stehenden zehnjährigen Zinssätze gingen in der Schweiz die ganz langen Sätze bis zu 25 Jahren zurück. Diese Entwicklung ist ungewöhnlich, da die Renditen von Obligationen mit sehr langer Laufzeit im Allgemeinen weniger stark schwanken als die kürzerfristigen Sätze und von Bewegungen am kürzeren Ende der Zinskurve nur teilweise beeinflusst werden. Neben Erwartungen eines sich verlangsamenden Wirtschaftswachstums und einer geringeren Inflation werden als Erklärung für diese Entwicklung ein Auseinanderklaffen von Angebot und Nachfrage nach Obligationen erwähnt. So soll gemäss dem Emissionskalender der Eidgenossenschaft das Emissionsvolumen in diesem Jahr nur noch etwa halb so gross sein wie im Vorjahr. Gleichzeitig scheint die Nachfrage nach Bundesobligationen gestiegen zu sein. Ein Grund dafür könnte darin liegen, dass sich Versicherungsunternehmen an strengere Regeln zur Steuerung ihrer Bilanzen (Assets and Liabilities Management) halten müssen. Eine Folge davon ist, dass sie die Duration ihrer Obligationen-Portefeuilles zunehmend der Fälligkeitsstruktur ihrer (langfristigen) Verpflichtungen anpassen.

Mitte Februar setzte weltweit eine Korrektur ein, welche die Kapitalmarktrenditen ansteigen liess. Ein Grund könnte der überraschend starke Anstieg der US-Produzentenpreise im Januar gewesen sein. Nachdem diese im Dezember noch um 0,3% nachgelassen hatten, zogen sie im Januar um 0,3% an. Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen stiegen von ihrem Tief Anfang Februar bis Anfang März um 40 Basispunkte, diejenigen der deutschen Staatsanleihen um 30 Basispunkte. Die entsprechenden schweizerischen Sätze zogen ebenfalls um 30 Basispunkte an.

### Leichter Anstieg der Kreditzinsspannen

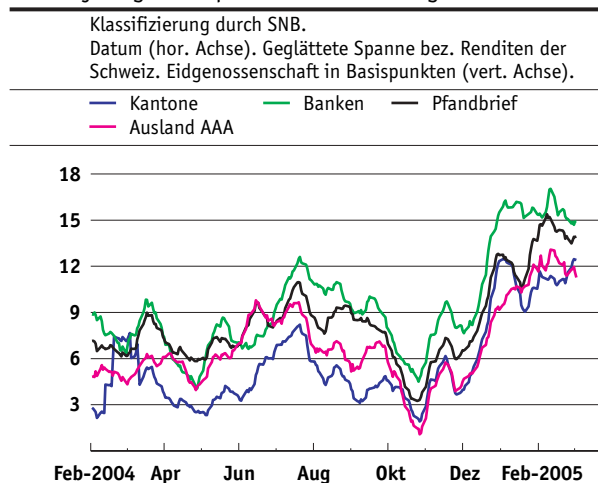
Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen für Obligationenschuldner unterschiedlicher Bonität lässt sich anhand von Kreditzinsspannen darstellen. Die Kreditzinsspanne, die als Mass für das Kreditrisiko interpretiert werden kann, ergibt sich aus der Differenz der Rendite einer Unternehmungsanleihe zu einer entsprechenden Rendite von Obligationen der Schweizerischen Eidgenossenschaft (siehe «Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33). Den Grafiken 3.8 und 3.9 können die Zinsspannen für Diskontanleihen mit einer zehnjährigen Laufzeit sowie die Zinsspannen für Anleihen mit einer Laufzeit von fünf Jahren seit Februar 2004 entnommen werden. Die dargestellten Sektoren sind Kantone, Banken, Pfandbrief

Grafik 3.7  
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Quelle: SNB

Grafik 3.8  
Die 10-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



Quelle: SNB

briefe, Industrie und Auslandsanleihen. Anleihen der ersten Klasse geniessen die höchste Bonität und sind in Grafik 3.8 abgebildet, während Grafik 3.9 die Zinsspannen von Anleihen mit der zweithöchsten Bonität darstellt.

Die beiden Grafiken zeigen, dass sich die erstklassigen und zweitklassigen Anleiensrenditen seit Dezember 2004 ähnlich entwickelten. Beide weisen für sämtliche Sektoren einen steigenden Trend auf, wobei die Zinsspanne der zweitklassigen Obligationen sich erwartungsgemäss stärker ausweitete. Dies gilt insbesondere für Industrietitel sowie Titel ausländischer Banken mit einer Bonitätseinschätzung von A gemäss Standard & Poor's.

Die Kreditzinsspannen in der zweiten Bonitätsklasse reagieren mit einer gewissen Verzögerung auf Veränderungen in den Bundesobligationenrenditen. Hierin liegt auch die Erklärung für die Verengung der Zinsspannen in der zweiten Klasse im Verlaufe des Februars, als die Renditen der Bundesobligationen zu steigen begannen. Mit der Zeit ist daher mit einer weiteren Ausweitung der Zinsspannen in dieser Klasse zu rechnen.

Die Zinsspanne bietet sich als vorlaufender Indikator für die wirtschaftliche Aktivität an. Als Faustregel gilt, dass eine vergrösserte Zinsspanne eine konjunkturelle Verlangsamung signalisiert. Umgekehrt deutet eine Verengung dieser Spanne auf eine Konjunkturbeschleunigung hin. Die beobachtete Ver-

grösserung der Zinsspanne steht in Einklang mit der für die nächsten Monate erwarteten konjunkturellen Verlangsamung. Die Zinsspannen befinden sich aber immer noch auf einem tiefen Niveau, das grundsätzlich eine Konjunkturerholung signalisiert.

### Negative kurzfristige reale Zinsen

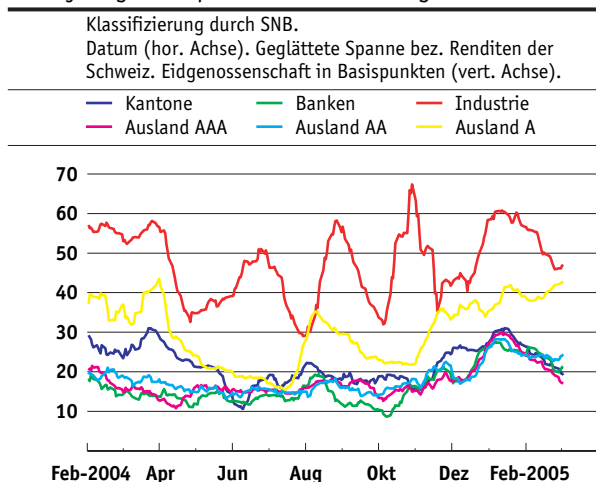
Die Grafik 3.10 zeigt die Entwicklung des einjährigen Realzinssatzes, wobei der Realzins als Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und dem für den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert ist. Die Inflationserwartungen sind als Durchschnitt der Erwartungen verschiedener Prognoseinstitute berechnet (Konsensusprognose, Januar 2005).<sup>2</sup>

Obwohl der Dreimonats-Libor im Jahre 2004 in zwei Schritten angehoben wurde, blieb der reale 12-monatige Zinssatz negativ. Die realen Kurzfristzinsen sind bereits seit zweieinhalb Jahren negativ. Es handelt sich um die längste Periode mit negativen Realzinsen<sup>3</sup> in der Schweiz, wobei allerdings die Anfang der 1980er-Jahre verzeichneten Tiefstwerte nicht erreicht wurden.

<sup>2</sup> Vgl. Tabelle 1.1, Fussnote 3.

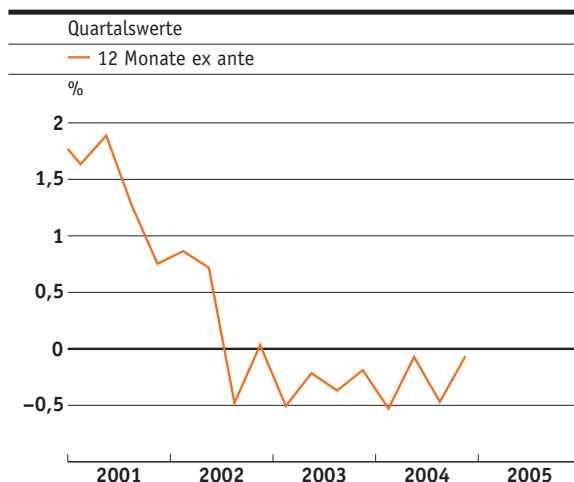
<sup>3</sup> Wenigstens seit 1979, dem Beginn unserer Beobachtungsperiode

Grafik 3.9  
Die 5-jährige Zinsspanne von zweitklassigen Anleihen



Quelle: SNB

Grafik 3.10  
Geschätzte Realzinssätze



Quelle: SNB

## 3.2 Wechselkurse

### Abschwächung des Frankens

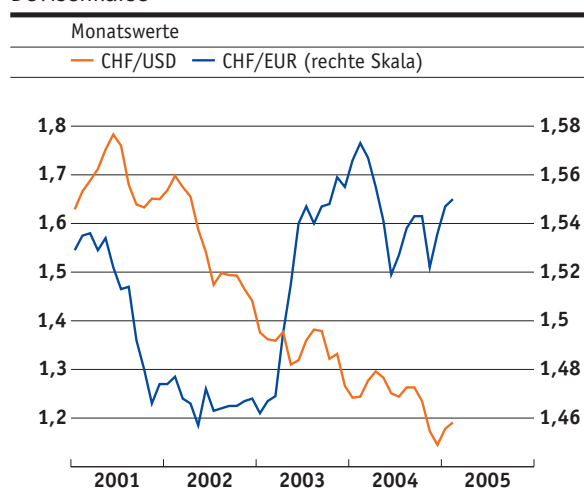
Nach starken Kursverlusten im Oktober und November 2004 stabilisierte sich der Dollar im Dezember bei rund 1.14 CHF nur knapp über seinem am 19. April 1995 notierten Rekordtief von 1.12 CHF. In den ersten Wochen des neuen Jahres erholte sich der Dollar rasch und erreichte Anfang Februar 1.22 CHF, bevor er sich bis gegen Ende Februar wieder auf 1.16 CHF abschwächte. Belastend für den Dollar wirkten das rekordhohe amerikanische Handelsbilanzdefizit von 5,3% des US-BIP und Befürchtungen über Umschichtungen von Währungsreserven durch asiatische Zentralbanken. Der Euro wertete sich gegenüber dem Franken leicht von 1.52 CHF Anfang Dezember auf 1.54 CHF Ende Februar auf.

Real wertete sich der Franken im Oktober und November im Vormonatsvergleich gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern auf und schwächte sich danach bis Februar wieder auf den Stand vom Oktober ab. Im Januar entsprach der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens dem Durchschnitt der vergangenen drei Jahre.

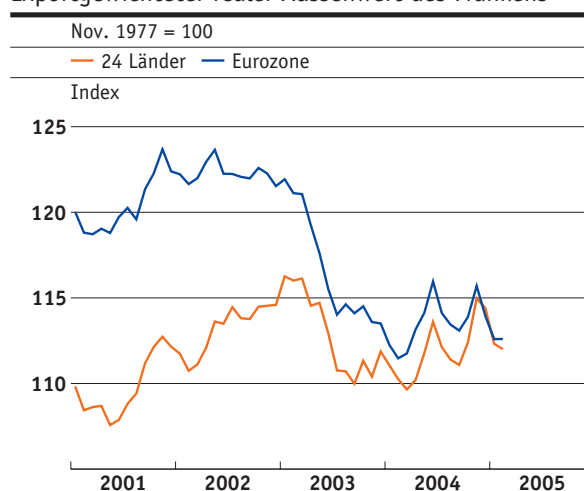
### Expansivere monetäre Bedingungen

Ein Mass zur Ermittlung der monetären Bedingungen, denen die Schweizer Wirtschaft in den letzten Monaten ausgesetzt war, ist der Monetary Conditions Index (MCI). Dieser fasst den Dreimonats-Libor und den nominalen handelsgewichteten Frankenindex mit einer Gewichtung von 5:1 bzw. 3:1 zusammen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Ein Rückgang des MCI deutet auf eine expansivere geldpolitische Gangart hin. Die Abschwächung des Frankens seit Jahresbeginn führte dazu, dass der MCI seit der Lagebeurteilung vom Dezember 2004 bis Anfang Februar zwischen 40 Basispunkte (bei einer 5:1-Gewichtung) und 80 Basispunkte (bei einer 3:1-Gewichtung) sank, was einer deutlichen Lockerung der monetären Bedingungen entspricht. Im Verlaufe des Februars setzte dann eine durch eine Stärkung des Frankens angetriebene Gegenbewegung ein. Anfang März lag der MCI 20 bis 40 Basispunkte unter dem Stand vom Dezember.

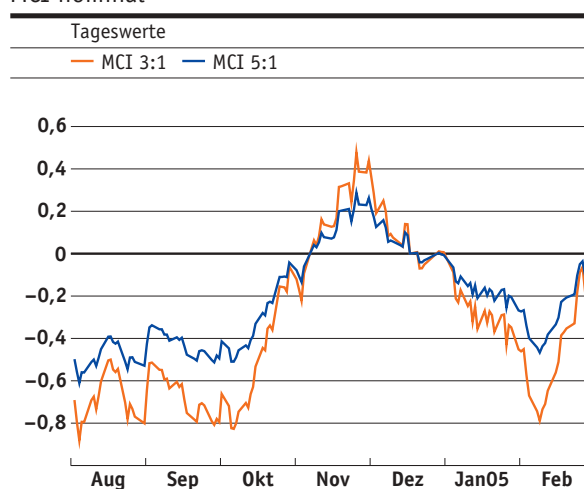
Grafik 3.11  
Devisenkurse



Grafik 3.12  
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.13  
MCI nominal



Grafiken 3.11, 3.12, 3.13:  
Quelle: SNB



### 3.3 Aktien- und Immobilienpreise

#### Anstieg der Aktienindizes

Die weltweite positive Tendenz an den Aktienmärkten sowie gute Quartalsabschlüsse führten dazu, dass der Schweizer Aktienmarkt seit November deutlich zulegte. Am stärksten zogen die Titel des Marktsektors «Basic Resources» (Stahl, Holz, Metall) an, der von Dezember bis Februar um 22% zunahm. An zweiter Stelle folgte der Bausektor mit einem Plus von rund 14%. Der alle an der Schweizer Börse kotierten Aktien Schweizer Emittenten umfassende Swiss Performance Index (SPI) stieg von 4100 Punkten Anfang Dezember auf über 4500 Punkte Anfang März. Der Swiss Market Index (SMI), der Index der grössten und umsatzstärksten Schweizer Aktien, überschritt Anfang März die Marke von 6000. Dies war der höchste Stand seit Juli 2002. Damit lag er 60% über dem Tiefstand vom März 2003, aber immer noch 40% unter dem Höchststand vom August 2000. Die Entwicklung an den Aktienmärkten weist auf eine robuste Weltkonjunktur hin.

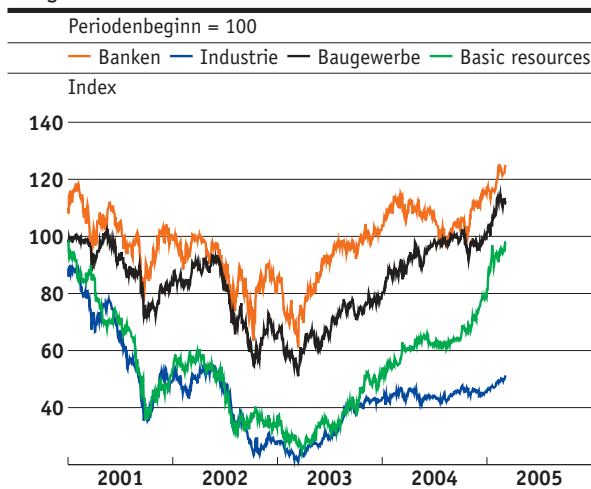
#### Stärker steigende Wohnungsmieten, sinkende Büromieten

Gemäss den von Wüest & Partner berechneten Preisindizes verstärkte sich der Preisanstieg bei den Wohnungsmieten im vierten Quartal, während sich die Mieten für Büroräume weiter zurückbildeten. Die Wohnungsmieten stiegen mit einer annualisierten Rate von 5%. Der deutlich volatilere Index der Büro-

mieten sank hingegen mit einer Jahresrate von 10,7%, nach einem leichten Anstieg im dritten Quartal 2004. Die seit drei Jahren fallende Tendenz der Büromieten scheint somit ungebrochen. Der Preisindex, der sich je zur Hälfte aus den Preisen für Eigentumswohnungen und den Preisen für Einfamilienhäuser zusammensetzt, lag im vierten Quartal 2004 gut 2% über dem Vorjahresstand. Wie schon seit längerem stiegen die Preise von Eigentumswohnungen stärker als die Preise von Einfamilienhäusern. Die Wohnungspreise übertrafen den Vorjahresstand um 3,4%, während sich Häuser im gleichen Zeitraum um 1,1% verteuerten.

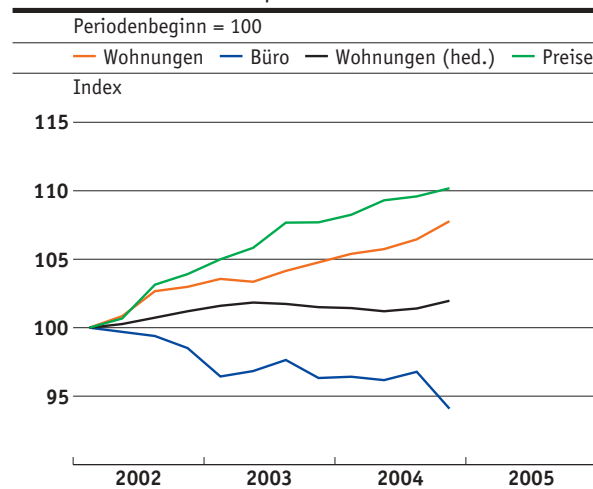
Neben den oben beschriebenen Indizes enthält Grafik 3.15 auch einen hedonischen Index, der vom Immobilienportal Homegate in Zusammenarbeit mit der Zürcher Kantonalbank (ZKB) berechnet wird. Dieser Index bereinigt die Entwicklung der Mietpreise um den Einfluss qualitativer Eigenschaften der Wohnungen. Im Gegensatz zum leicht ansteigenden Index von Wüest und Partner verläuft der Homegate-Index fast flach. Dies bedeutet, dass der Mietpreisanstieg deutlich geringer war, wenn man die Qualitätsverbesserungen berücksichtigt. Betrachtet man aber die monatliche Entwicklung seit Herbst 2004, so stellt man auch bei den meisten von Homegate erhobenen Sub-Indizes einen ansteigenden Trend fest. Trotz des fortgesetzten Preisanstiegs in einigen Segmenten des Immobilienmarktes verläuft die Entwicklung insgesamt in geordneten Bahnen.

Grafik 3.14  
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Swiss Exchange (SWX)

Grafik 3.15  
Mieten und Immobilienpreise



Quellen: Wüest & Partner, homegate.ch

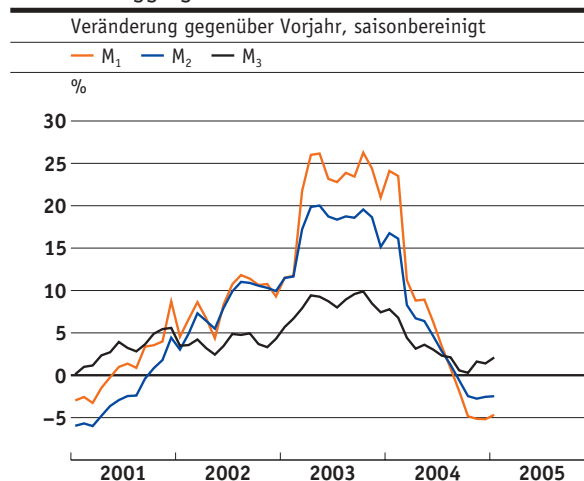
### 3.4 Geldaggregate

#### Weiterer Rückgang der Überschussliquidität

Der deutliche Rückgang der liquiden Mittel im vierten Quartal 2004 hat sich auch Anfang 2005 fortgesetzt. Die Geldmenge M1, die sich aus dem Bargeldumlauf, den Sichteinlagen und den Transaktionskonti zusammensetzt, sank im Januar und Februar gegenüber dem Vorjahr um 4,7% bzw. 5,4%. Die Geldmenge M2 (M1 plus Spareinlagen) verringerte sich um 2,5% bzw. 3,1%, während M3 (M2 plus Termineinlagen) im Januar mit 2,2% und im Februar mit 1,6% im Vergleich zum Vorjahr leicht anstieg. Der Rückgang von M1 und M2 muss vor dem Hintergrund der überaus hohen Wachstumsraten im Jahr 2003 gesehen werden und bedeutet eine Rückkehr der Geldmengenentwicklung zum langfristigen Trend.

Die Entwicklung der Geldaggregate in den letzten zwei Jahren wird von Umschichtungen zwischen Sicht- und Termineinlagen dominiert. Im Gegensatz zu M1 und M2 ist das Wachstum von M3 nicht von diesen Umschichtungen betroffen gewesen, da M3 sowohl Sicht- als auch Termineinlagen umfasst. Der Rückgang der Sichteinlagen von 10,1% gegenüber dem Vorjahr trug im Februar 2005 massgeblich zum Rückgang von M1 und M2 bei. Dagegen resultierte das Wachstum von M3 aus einem Anstieg der Termineinlagen von 44,1%.

Grafik 3.16  
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Durch das tiefe Geldmengenwachstum in den letzten Monaten ist der ECM-Geldüberhang inzwischen abgebaut (vgl. Box: Geldmengenwachstum und Inflation). Gemäss diesem Indikator hat sich das Inflationspotenzial im mittleren Bereich des dreijährigen Prognosehorizonts abgeschwächt.

#### Geldaggregate<sup>1</sup>

Tabelle 3.1

	2003	2004	2003	2004						2005	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar	
<b>Notenbankgeldmenge<sup>2</sup></b>	<b>40,4</b>	<b>41,7</b>	<b>41,5</b>	<b>42,2</b>	<b>41,7</b>	<b>41,1</b>	<b>41,8</b>	<b>43,4</b>	<b>42,9</b>	<b>41,8</b>	
Veränderung <sup>3</sup>	5,3	3,2	7,4	7,7	4,5	0,2	0,7	0,1	-0,4	-0,6	
<b>M<sub>1</sub><sup>2</sup></b>	<b>273,5</b>	<b>287,9</b>	<b>293,1</b>	<b>297,2</b>	<b>295,0</b>	<b>281,2</b>	<b>278,1</b>	<b>275,3</b>	<b>283,2</b>	<b>283,8</b>	
Veränderung <sup>3</sup>	21,9	5,2	23,7	19,3	8,0	0,8	-5,1	-5,2	-4,7	-5,4	
<b>M<sub>2</sub><sup>2</sup></b>	<b>475,1</b>	<b>495,4</b>	<b>498,1</b>	<b>505,2</b>	<b>503,3</b>	<b>488,1</b>	<b>485,0</b>	<b>483,4</b>	<b>492,1</b>	<b>492,8</b>	
Veränderung <sup>3</sup>	17,4	4,3	17,7	13,6	6,0	1,2	-2,6	-2,6	-2,5	-3,1	
<b>M<sub>3</sub><sup>2</sup></b>	<b>544,9</b>	<b>561,5</b>	<b>556,9</b>	<b>563,5</b>	<b>562,9</b>	<b>556,6</b>	<b>562,9</b>	<b>565,0</b>	<b>576,1</b>	<b>574,7</b>	
Veränderung <sup>3</sup>	8,3	3,0	8,6	6,3	3,2	1,7	1,1	1,4	2,2	1,6	

1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. CHF

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

## Box: Geldmengenwachstum und Inflation

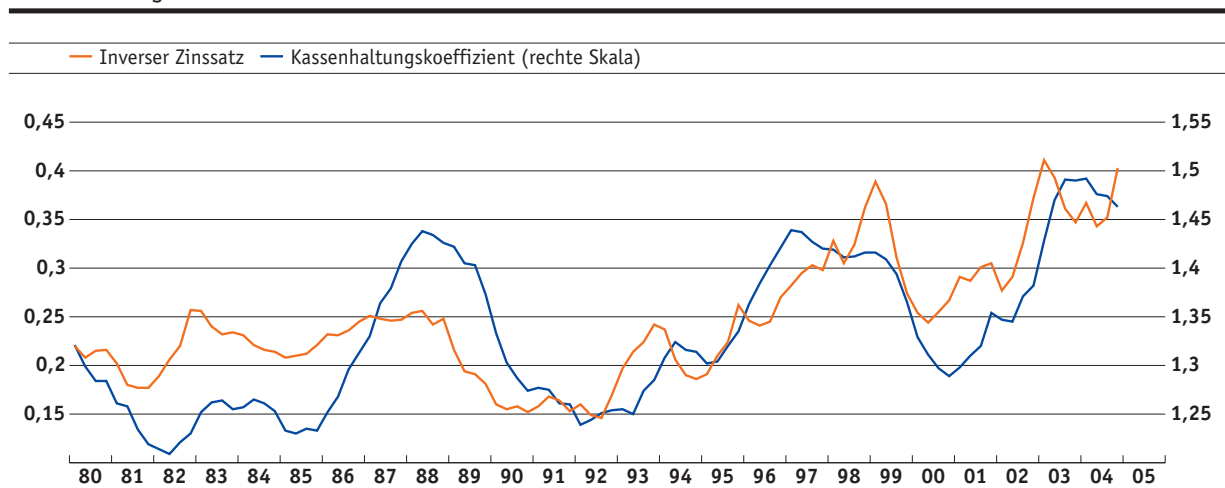
Das Geldmengenwachstum muss nachfrageseitig im Zusammenhang mit dem Transaktionsvolumen der Wirtschaft gesehen werden. Dieser Zusammenhang wird anhand des Kassenhaltungskoeffizienten dargestellt, der das Verhältnis der Geldmenge zum nominellen BIP als Mass für das Transaktionsvolumen angibt. Für die folgende Betrachtung wird die Geldmenge M3 um die Treuhandgeschäfte von Inländern erweitert, die ein enges Substitut zur Geldhaltung darstellen. Da die M3-Geldhaltung Opportunitätskosten in Form entgangener Zinserträge verursacht, sollte sich der Kassenhaltungskoeffizient gegenläufig zu den Langfristzinsen bewegen. Grafik 3.17 bildet den Kassenhaltungskoeffizienten zusammen mit dem Kehrwert der Langfristzinsen ab. Besonders seit Anfang der 90er-Jahre ist ein enger Zusammenhang zwischen den beiden Variablen zu erkennen. Die fallenden Zinsen (in der Grafik mit einem Anstieg des inversen Zinssatzes wiedergegeben) liessen seit 2000 den Kassenhaltungskoeffizienten stark ansteigen. Bei weiterhin tiefen langfristigen Zinssätzen (vgl. 3.1) ist noch kein nennenswerter Rückgang des Kassenhaltungskoeffizienten zu erkennen.

Ein übermässiges Geldmengenwachstum birgt die Gefahr höherer Inflationsraten in der Zukunft. Das Transaktionsvolumen in der Wirtschaft und die Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmen die Gleichgewichtsgeldmenge, welche ein Mass für die

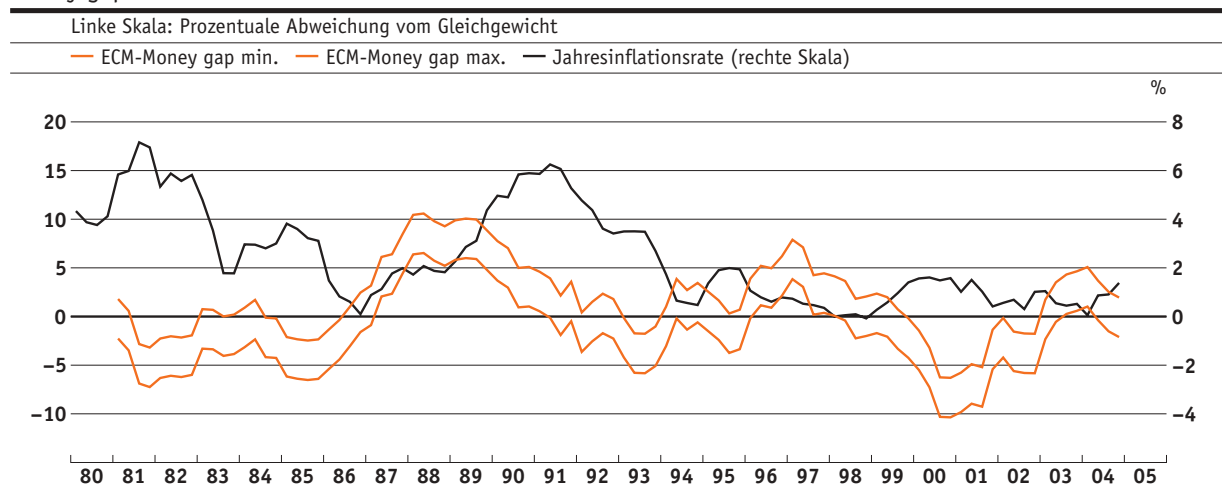
angemessene Geldversorgung der Wirtschaft darstellt. Liegt die aktuelle Geldmenge über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, so besteht ein ECM-(Equilibrium-Correction-Model)Geldüberhang, andernfalls eine ECM-Geldlücke. EC-(Gleichgewichts-Korrektur) Modelle sind für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen anhand von Abweichungen von einem Gleichgewicht weit verbreitet.

Grafik 3.18 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M3 von ihrem Gleichgewichtswert. Um die statistische Unsicherheit zu berücksichtigen, werden in der Grafik zwei Kurven für die Geldlücke bzw. den Geldüberhang angegeben. Die eine gibt die höchste Abweichung der Geldmenge vom Gleichgewicht wieder (ECM-Money gap max.), die andere die geringste (ECM-Money gap min.). Signifikante Abweichungen von der gleichgewichtigen Geldmenge liegen dann vor, wenn beide Kurven über oder unterhalb der Nulllinie verlaufen. Die Differenz zwischen der Geldmenge M3 und ihrem Gleichgewichtswert, d.h. der ECM-Geldüberhang, weist einen engen Zusammenhang zur zukünftigen Entwicklung der Inflation auf. Der ECM-Geldüberhang ist ein Indikator für die Inflation ein halbes bis eineinhalb Jahre in der Zukunft. Nebst dem ECM-Konzept verwendet die SNB weitere Indikatoren des Geldüberhangs für Prognosen der Inflation in einer noch längeren Frist.

Grafik 3.17  
Kassenhaltungskoeffizient



Grafik 3.18  
Money gap und Jahresinflationsrate



Grafiken 3.17 und 3.18:  
Quelle: SNB

## 3.5 Kredite

### Weiterhin zunehmendes Kreditvolumen

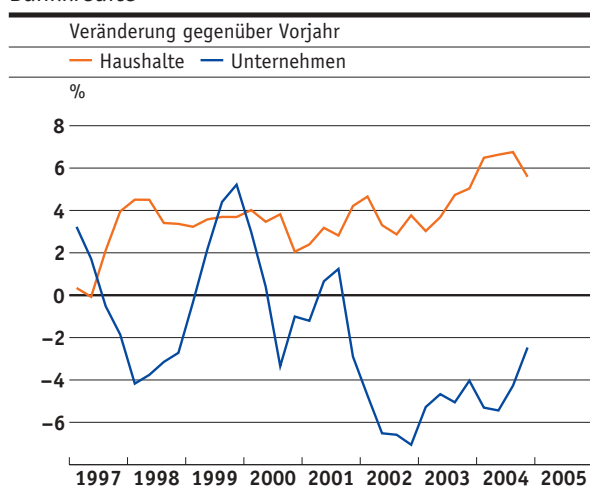
Die Bankkredite folgten weiter einem Wachstumstrend und übertrafen im vierten Quartal 2004 ihr Vorjahresvolumen um 3,6%. Dieses Wachstum ist auf eine Ausdehnung der Kredite an Haushalte, die etwa zwei Drittel der Bankkredite ausmachen, zurückzuführen. Diese Kredite stiegen gegenüber dem Vorjahr um 5,6%, während die Kredite an Unternehmen um 2,5% sanken.

Derselbe gegenläufige Trend ist auch zu beobachten, wenn die gesamten Kredite in Hypothekar- und andere Kredite unterteilt werden. Die Hypothekarkredite, die vorwiegend an Haushalte erteilt werden, nahmen im vierten Quartal um 5,2% zu. Das Volumen der übrigen Kredite, die in erster Linie von

Unternehmen beansprucht werden, fiel um 2,6%. Im Jahresmittel verzeichneten die übrigen Kredite einen Rückgang von 3,1%, während sie im Vorjahr noch um 8,7% zurückgingen.

Dabei zeigt sich, dass vor allem die ungedeckten Kredite zurückgegangen sind. Sie fielen im vierten Quartal 2004 um 6,8%, während die gedeckten Kredite um 4,0% wuchsen. Ende Dezember 2004 lagen die gedeckten Kredite um 7,0% über dem entsprechenden Vorjahresstand, während die ungedeckten Kredite um 9,0% darunter lagen. Der Umstand, dass die übrigen Kredite 2004 als Ganzes weniger stark zurückgingen als 2003, ist auf eine Erholung der gedeckten Kredite zurückzuführen. Nachdem diese im Jahresdurchschnitt 2003 einen Rückgang von 10,7% verzeichneten, nahmen sie 2004 um 3,2% zu.

Grafik 3.19  
Bankkredite



Quelle: SNB

### Bankkredite<sup>1</sup>

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2003		2004		2005				2005	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar
<b>Total</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
Hypothekarforderungen	5,6	5,4	5,5	5,4	5,4	5,4	5,2	5,4	5,0	5,2
Übrige Kredite	-8,7	-3,1	-6,1	-4,6	-3,8	-1,2	-2,6	-2,3	-2,7	-4,0
davon gedeckt	-10,7	3,2	-4,3	-1,6	3,5	7,2	4,0	2,5	7,0	2,3
davon ungedeckt	-7,4	-7,1	-7,3	-6,5	-8,4	-6,6	-6,8	-5,4	-9,0	-8,1

<sup>1</sup> Bankbilanzen, Erhebungsstufe Unternehmung, alle Währungen, Inland; Jahres- und Quartalswerte als Durchschnitte aus Monatsendwerten  
Quelle: SNB

## 4 Die Inflationsprognose der SNB

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf Produktion und Preise. In der Schweiz wird die maximale Wirkung geldpolitischer Änderungen auf die Inflationsrate nach rund drei Jahren erreicht. Aus diesem Grund orientiert die Nationalbank ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei bis drei Jahren ergeben würde. Die Inflationsprognose bildet eine Säule des geldpolitischen Konzepts der SNB zusammen mit der Definition der Preisstabilität und dem operationellen Ziel (siehe «Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts», Bericht über die Geldpolitik 4/2004, S. 35).

### 4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

#### Leicht verzögerte Konjunkturerholung in Europa

Die Inflationsprognose der SNB ist in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Dieses stellt die nach ihrer Einschätzung wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten exogenen Annahmen im Vergleich zur Dezember-Prognose.

Die wichtigsten Änderungen gegenüber Dezember betreffen den langfristigen Verlauf des Ölpreises, die kurzfristigen Konjunkturaussichten in der EU und den Dollar/Euro-Kurs.

Das Erdöl hat sich im vierten Quartal 2004 mit durchschnittlich 44,4 USD/Barrel etwas weniger stark verteuert als für die Inflationsprognose vom Dezember angenommen worden war (47,5 USD/Barrel). Ausgehend von diesem etwas tieferen Niveau wird nun unterstellt, dass der Ölpreis bis Anfang 2007 nur bis auf 40 USD/Barrel (Vorquartalsannahme: 30 USD/Barrel) zurückgeht.

Für die EU zeichnet sich eine leicht verzögerte Konjunkturerholung ab. Entsprechend ist davon auszugehen, dass die EZB erst gegen Ende 2005, ein Quartal später als im Dezember unterstellt, zu einem restriktiveren Kurs übergeht.

Schliesslich wurde der Dollar/Euro-Kurs im Sinne einer technischen Annahme für die Modellsimulationen bei 1.30 fixiert, gegenüber 1.28 in der Dezember-Prognose. In den USA wird für 2005 praktisch unverändert ein Realwachstum von 3,5% angenommen.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2005	2006	2007
Inflationsprognose März 2005			
BIP USA <sup>1</sup>	3,4	3,4	3,4
BIP EU-15 <sup>1</sup>	1,9	2,3	2,1
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>	1,3	1,3	1,3
Ölpreis in USD/Barrel <sup>2</sup>	44,9	41,9	40,2
Inflationsprognose Dezember 2004			
BIP USA <sup>1</sup>	3,5	3,5	3,3
BIP EU-15 <sup>1</sup>	2,0	2,2	2,1
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>	1,3	1,3	1,3
Ölpreis in USD/Barrel <sup>2</sup>	42,0	34,0	30,0

1 Veränderung in %

2 Niveau

## 4.2 Inflationsprognose 1. Quartal 2005 bis 4. Quartal 2007

Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die Inflationsprognose vom März 2005 zusammen mit den Inflationsprognosen vom September und Dezember 2004. Die neue Prognose erstreckt sich vom ersten Quartal 2005 bis zum vierten Quartal 2007. Sie beruht auf einem Dreimonats-Libor von 0,75%, was dem Mittelwert des am 17. März 2005 von der SNB bestätigten Zielbandes für den Dreimonatssatz von 0,25% bis 1,25% entspricht.

Grafik 4.1 zeigt, dass die neue Inflationsprognose unterhalb derjenigen vom Dezember und – ab Ende 2005 – auch derjenigen vom September verläuft. Im Laufe von 2005 wird sich die Teuerung auf unter 1% abschwächen. Die SNB rechnet damit, dass der Teuerungsdruck bei den inländischen Waren angesichts der noch reichlich vorhandenen gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten sehr gering bleiben wird. Gestützt wird diese Einschätzung durch die Quartalsumfrage der KOF/ETH in der Industrie vom vierten Quartal 2004, gemäss der eine grosse Mehrheit der befragten binnenorientierten Unternehmen gleich bleibende oder sinkende Verkaufspreise erwartet. Bei den Gütern des täglichen Bedarfs dürfte der Druck auf die Preise als Folge der hohen Wettbewerbsintensität im Detailhandel weiter anhalten. Ferner erwartet die SNB, dass der Preisauftrieb

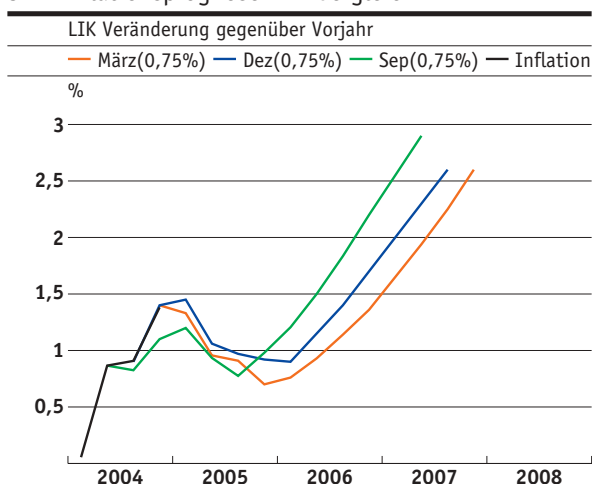
der Dienstleistungen in der kurzen Frist zwar überdurchschnittlich hoch bleiben wird, dass aber insbesondere bei den Teuerungsraten der Wohnungsmieten und der öffentlichen Dienste nicht mit stärkeren Teuerungsimpulsen gerechnet werden muss. Von den ausländischen Waren wird ebenfalls eine nachlassende Teuerung erwartet. Die prognostizierte Inflationsrate sinkt von 1,3% im ersten Quartal 2005 kontinuierlich bis auf 0,7% im Schlussquartal dieses Jahres. Im Jahresdurchschnitt ist 2005 mit einer Jahresinflation von 1% zu rechnen.

Auf mittlere Sicht, d. h. über einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren, hängt die Inflationsentwicklung entscheidend von den Konjunkturaussichten ab. Die für dieses Jahr erwartete weitere Verzögerung im Wirtschaftswachstum Europas wird sich auf die Schweizer Konjunktur auswirken. Da das reale BIP etwas moderater wachsen wird als für die Dezember-Prognose unterstellt, wird auch der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten langsamer zunehmen. Der in der mittleren Frist zu erwartende Inflationsdruck ist deshalb leicht geringer als noch im Dezember prognostiziert. Die bei einem gleich bleibenden Dreimonats-Libor von 0,75% prognostizierte Inflationsrate für das Jahr 2006 beträgt noch 1,0%, gegenüber 1,3% im Dezember.

In der längeren Frist hängt die Preisentwicklung massgeblich von monetären Faktoren ab. Prognosen über einen längeren Zeitraum sind mit grösserer Unsicherheit behaftet. Allerdings birgt eine hohe Liquiditätsausstattung erfahrungsgemäss ein Risiko für die Preisstabilität. Sie ermöglicht nämlich nicht nur zusätzliche Transaktionen im Zuge der wirtschaftlichen Erholung, sondern auch Preiserhöhungen. Die Liquiditätsbestände nahmen in der Schweiz in den letzten beiden Jahren kräftig zu. Inzwischen aber haben sich die Liquiditätsbestände etwas zurückgebildet, so dass sich das von der monetären Seite ausgehende längerfristige Inflationsrisiko weiter abgeschwächt hat. Dies erklärt, weshalb die neue Inflationsprognose bei gleich bleibendem Dreimonats-Libor am langen Ende unterhalb der Dezember- und auch der September-Prognose liegt.

Gemäss der Inflationsprognose vom März würde die Preisstabilität ab Mitte 2007 verletzt. Dabei ist zu beachten, dass ein in den nächsten drei Jahren unveränderter Dreimonats-Libor von 0,75% unterstellt wird. Aus der aktuellen Inflationsprognose kann daher geschlossen werden, dass das derzeitige Zinsniveau nicht von Dauer sein kann und dass die Nationalbank die Zinsen bei sich verengender Outputlücke erhöhen muss.

Grafik 4.1  
SNB Inflationsprognosen im Vergleich



# Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2005

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den von Dezember 2004 bis Februar 2005 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.



## Zusammenfassung

Aus den in den Monaten Dezember 2004 bis Februar 2005 geführten Gesprächen mit rund 140 Unternehmen aus allen wichtigen Sektoren der Wirtschaft ergab sich ein überwiegend günstiges Stimmungsbild. Dazu trugen nicht zuletzt die guten bis sehr guten Geschäftsabschlüsse für das Jahr 2004 bei. Trotz einer Abflachung des Geschäftsgangs äuserten sich die Gesprächspartner aus der Exportindustrie bezüglich der Auftragslage und des Bestelleingangs insgesamt zufrieden.

Die exportorientierten Unternehmen beurteilten die Geschäftslage nach wie vor besser als die auf den Binnenmarkt ausgerichteten Betriebe, die noch immer keine breite konjunkturelle Belebung spürten. Allerdings bereitete der schwache Dollar vielen Exportunternehmen zunehmend Sorgen. Die bedeutendsten Schwachpunkte der Binnenkonjunktur bilden der verhaltene Konsum, die nur langsam in Fahrt kommende Investitionsbereitschaft sowie die einseitig vom Wohnungsbau gestützte Baukonjunktur.

Bezüglich der Investitionen herrschte nach wie vor Zurückhaltung. Nur wenige Gesprächspartner planten einen bedeutenden Ausbau der Kapazitäten; in einigen Fällen soll dieser ausserdem im Ausland (Asien) erfolgen. Eine Reihe von Unternehmen stellte für das laufende Jahr eine Erhöhung des Personalbestandes in Aussicht; weiterhin gibt es aber auch Unternehmen, die Arbeitsplätze abbauen werden.

Die Aussichten für 2005 wurden mehrheitlich zuversichtlich beurteilt. Allerdings wird mit einem schwächeren Umsatzwachstum als im Jahre 2004 gerechnet, was viele Gesprächspartner bereits im Herbst angedeutet hatten.

# 1 Produktion

## **Industrie**

Die stark exportorientierten Unternehmen starteten zumeist mit einem soliden Auftragspolster und einem zufrieden stellenden Bestellungseingang ins neue Jahr. Die Nachfrage aus Asien und den USA blieb kräftig. Allerdings erforderte der schwache Dollar oft schmerzliche Preiszugeständnisse oder es wurden Aufträge gar an Konkurrenten aus dem Dollarraum verloren. Die Nachfrage aus Europa wurde weiterhin als verhalten eingestuft, wobei das Geschäftsumfeld in Deutschland eine Spur optimistischer beurteilt wurde als noch im Herbst 2004.

Die Erholung der Exportkonjunktur war in fast allen Branchen spürbar. Besonders günstig entwickelten sich die Uhrenindustrie, die chemisch-pharmazeutische Industrie und der Medizinalbereich. Einen sehr guten Geschäftsgang verzeichneten auch die verschiedenen Bereiche des Maschinenbaus sowie der Metallbau. Auch wenn für das laufende Jahr meist mit einem abgeschwächten Umsatzwachstum gerechnet wurde, erwartete kein Gesprächspartner einen Geschäftseinbruch. Einzig die Halbleiterproduzenten schienen sich auf eine deutlich schwächere Nachfrage einzustellen.

## **Dienstleistungen**

Die Gesprächspartner aus dem Detailhandel beurteilten den Geschäftsverlauf mehrheitlich als schleppend. Das Weihnachtsgeschäft blieb zumeist unter den Erwartungen und erreichte nur knapp das Vorjahresergebnis. Vergleichsweise gut entwickelte sich die Sparte Unterhaltungs- und Heimelektronik. Schlecht lief insbesondere der Textilbereich. Die Konsumenten wurden unverändert als preisbewusst und selektiv wahrgenommen. Als Hauptgründe für die Zurückhaltung der Konsumenten nannten die Gesprächspartner die ausbleibende Besserung auf dem Arbeitsmarkt, die Unsicherheit bezüglich der Altersvorsorge sowie die steigenden Gesundheitskosten – Einflüsse, die sich kurzfristig kaum bessern dürften.

Etwas mehr Zuversicht kam im Tourismussektor zum Ausdruck. Dank der guten Schneeverhältnisse im Januar und Februar verzeichneten die Wintersportzentren einen sehr guten Buchungsstand. Allgemein spürte das Gastgewerbe wieder ein etwas großzügigeres Ausgabeverhalten von Privatpersonen und Unternehmen.

Neben dem Transport- und Logistikbereich scheinen inzwischen auch andere Bereiche der Unternehmensdienstleistungen von der konjunkturellen Erholung zu profitieren. Dazu gehören insbesondere die Werbebranche, das Beratungsgeschäft sowie die IT-Dienstleistungen. Vor allem der Informatikbereich litt jedoch weiterhin unter äusserst knappen Margen, stark fallenden Preisen für Hardware und einer insgesamt immer noch zurückhaltenden Investitionsbereitschaft der Kunden.

Die Gespräche mit Banken zeigten ein unverändertes Bild. Während das Geschäft im Bereich der Unternehmenskredite harzig verlief, expandierten die Hypothekarkredite kräftig. Der Wettbewerb um gute Risiken ist hart, so dass die Banken ihren Kunden in diesem Bereich bezüglich Konditionen weit entgegenkommen. Einige Gesprächspartner bezweifelten, dass Banken und Kunden das Zinsänderungsrisiko genügend beachteten. Bei sinkenden Margen stark umkämpft blieb auch das Vermögensverwaltungsgeschäft.

## **Bau**

Der Wohnungsneubau sowie die Renovations-tätigkeit bildeten nach wie vor die Hauptstütze der Bauwirtschaft. Nachdem bisher vor allem die Zentrumsgebiete von der kräftigen Wohnungsnachfrage profitiert hatten, scheinen neuerdings die Randlagen nachzuziehen. Im Geschäftsbau war angesichts der hohen Leerbestände kein allgemeiner Aufschwung in Sicht; einige positive Signale stammten indessen aus der Hotellerie. Sorge bereiteten die fehlenden Impulse aus dem Tiefbau.

## 2 Arbeitsmarkt

Zumeist sahen die Gesprächspartner keine Änderung des Personalbestandes vor, nachdem teilweise im Vorjahr ein leichter Personalausbau erfolgt war. Einige prosperierende Exportunternehmen stellten indessen auch für dieses Jahr zusätzliche Einstellungen in Aussicht. Weiterhin gab es aber auch Unternehmen, die infolge von Rationalisierungsbestrebungen Arbeitsplätze abbauen wollen oder die zusätzlichen Stellen im Ausland planen. Teilweise wurde die Rekrutierung qualifizierter Arbeitskräfte als schwierig eingestuft.

## 3 Preise und Margen

Die Unternehmen sahen sich mehrheitlich einem starken Preiswettbewerb ausgesetzt, der auf die Margen drückte. Ähnlich wie im letzten Herbst äusserten zwar einige Gesprächspartner die Absicht, die Preise in diesem Jahr anzuheben, um die gestiegenen Kosten zu überwälzen. Nur in Ausnahmefällen erlaubt jedoch eine kräftige Nachfrage zusätzliche Preiserhöhungen. Vielen Exportfirmen bereitete der schwache Dollar Sorgen. Zu keinen Klagen Anlass bot dagegen das Wechselkursverhältnis zum Euro. Auch mit der Lohnentwicklung im Jahre 2005 scheinen die Gesprächspartner zufrieden zu sein.

# Jüngste Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche

Philipp M. Hildebrand, Direktoriumsmitglied der Schweizerischen Nationalbank,  
Zürich

## 1 Vorbemerkungen<sup>1</sup>

Das starke Wachstum der Hedge-Fonds-Branche hat eine breite politische und regulatorische Diskussion entfacht. Zentralbanken interessieren sich insofern für die Tätigkeiten von Hedge Fonds, als diese die Stabilität des Finanzsystems stärken oder untergraben. Vertreter verschiedener Zentralbanken haben vor kurzem die Rolle von Hedge Fonds und deren Wirkung auf das Finanzsystem erörtert. Diese Diskussionen bilden den Rahmen für die vorliegende Studie.

Die Studie fasst die wichtigsten Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche seit den späten 90er-Jahren zusammen und fokussiert dabei auf drei Aspekte. Zunächst befasst sie sich mit der Entwicklung der Vermögensbasis in dieser Branche und den Hauptanlagestrategien, in welche die Anlagemittel alloziert werden. Als Zweites geht sie der Frage nach, ob die Tätigkeit von Hedge Fonds zu übermässiger Volatilität im Markt führen kann. Drittens erfolgt eine Diskussion der potenziellen systemischen Risiken, die durch überhöhten Einsatz von Fremdmitteln (*Leverage*) bei Hedge Fonds entstehen können. Schliesslich wird der Frage einer Branchenregulierung nachgegangen.

<sup>1</sup> Mein Dank geht an Vincent Crettol und Antoine Veyrassat (Schweizerische Nationalbank) für ihre Unterstützung bei den Recherchen sowie Chris Aylmer (BIZ) für seine Kommentare. Zudem bedanke ich mich bei verschiedenen Mitarbeitenden der US Federal Reserve, der Europäischen Zentralbank, der Bank of Japan und De Nederlandsche Bank für ihre Anmerkungen.

## 2 Definition

Definitionen von Hedge Fonds und verwandten Begriffen können Anlass zur Verwirrung geben. So wie sich die Branche heute präsentiert, hat der Begriff *Hedge* (Absicherung) nur geringen definitiven Wert.<sup>2</sup> Er kann sogar zu Fehlschlüssen führen. Im Grunde genommen lassen sich Hedge Fonds am besten als private Anlagevehikel betrachten, die unter potenziellem Einsatz von Fremdmitteln eine breite Palette von Anlagestrategien mit relativ weiten Spielräumen einsetzen, um hohe absolute Renditen (Alpha) zu erwirtschaften.

Typischerweise sind Hedge-Fonds-Manager mit einem Teil ihres Privatvermögens an ihren eigenen Fondsvehikeln beteiligt, um ihre eigenen Interessen mit jenen der externen Anleger in Übereinstimmung zu bringen. Bei diesen Beteiligungen handelt es sich häufig um aufgeschobene Honorare. Die meisten Hedge Fonds schreiben eine Mindestanlage von USD 500 000 vor. Häufig liegt die Untergrenze für Anlagen jedoch deutlich höher. Eine duale Gebührenstruktur ist bei Hedge Fonds üblich. Der Anleger bezahlt eine jährliche Verwaltungsgebühr (*Management Fee*), die sich auf 1% bis 5% beläuft. Zudem erheben Hedge Fonds üblicherweise Gewinnbeteiligungsgebühren, oft berechnet auf Kapitalgewinnen, welche über eine im Voraus festgelegte Schwelle wie beispielsweise die Verzinsung auf Treasury Bills hinausgehen. Die Sätze dieser Anreizgebühren schwanken innerhalb der Branche zwischen 20% und 50%. Einige Fondsmanager belasten hingegen sämtliche Aufwendungen der Verwaltungsgesellschaft ihren Fonds. Eine zunehmende Anzahl von Hedge Fonds kennt Investitionssperrfristen (*Lock-in Periods*) von ein bis drei Jahren für ihre Investoren. Während dieser Fristen können die Anleger ihr Kapital und häufig auch ihre Erträge nicht aus dem betreffenden Fonds abziehen. Aus Sicht der Investoren wird die Liquidität zusätzlich dadurch eingeschränkt, dass auch bei Fehlen oder nach Ablauf von Sperrfristen der Kapitalrückzug nur mit einer (Ausführungs-)Frist von drei bis sechs Monaten erfolgen kann.

<sup>2</sup> Alfred Winslow Jones gilt als Vater des ersten Hedge Fonds (1949). Seine Strategie bestand darin, *Long*-Positionen in unterbewerteten Titeln mit *Short*-Positionen in überbewerteten Titeln zu kombinieren, um die Auswirkungen von Bewegungen der Börse insgesamt zu minimieren. Um die Rendite seines Portfolios zu steigern, baute Jones auf *Leverage* (Hebelwirkung durch Einsatz von Fremdkapital). Siehe L'habitant (2002)

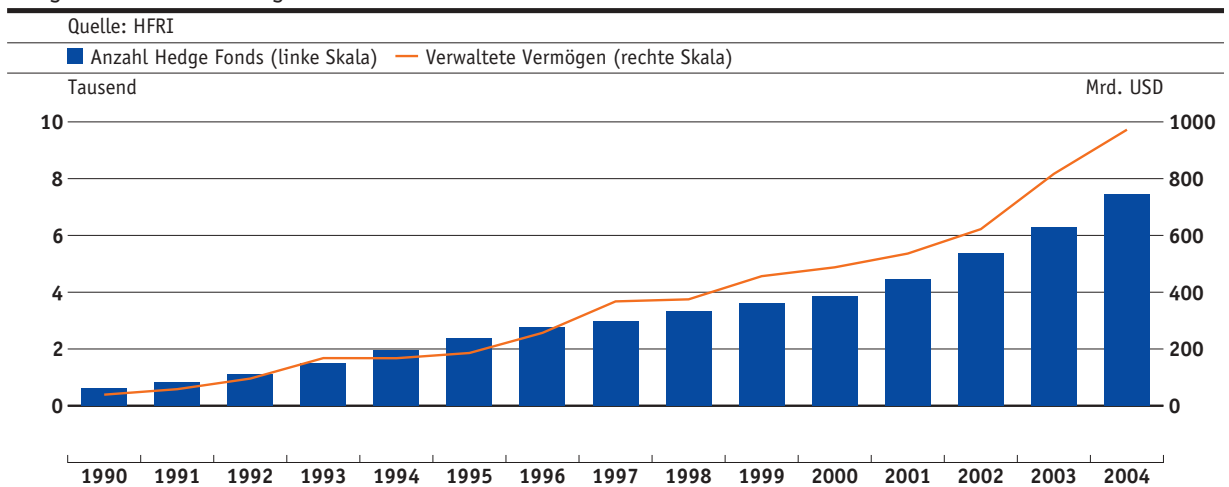
### 3 Wachsender Mittelzufluss

Im vergangenen Jahrzehnt ist die Hedge-Fonds-Branche ständig gewachsen. Eine Auswertung mehrerer Quellen ergab, dass Ende 2004 in über 7400 Hedge Fonds ein Vermögen von rund USD 970 Mrd. verwaltet wurde (Grafik 1)<sup>3</sup>. Weitere USD 265 Mrd. lagen in privat verwalteten Depots unter der Leitung von Hedge-Fonds-Managern. In diesen Statistiken sind die umfangreichen Mittel, welche von den globalen Investmentbanken über ihre Eigenhandelsabteilungen verwaltet werden, nicht enthalten. Obwohl die Verwaltung solcher Mittel formal nicht mit einer Hedge-Fonds-Struktur verknüpft ist, bildet dieser Eigenhandel die Anlagetätigkeit von Hedge Fonds

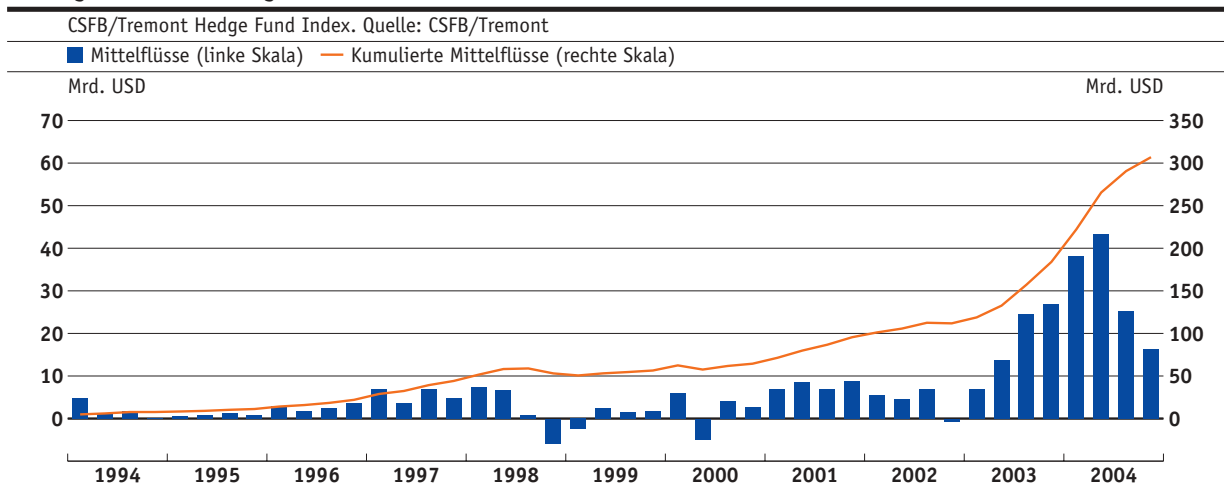
weitgehend nach. Ferner haben sich auch die Entschädigungsstrukturen der Eigenhandelsabteilungen von Investmentbanken denjenigen von Hedge Fonds zusehends angenähert.

Gemäss dem CSFB/Tremont Hedge Fund Index waren seit 1994 nur in wenigen Quartalen Netto-Mittelabflüsse zu verzeichnen (Grafik 2)<sup>4</sup>. Diese Perioden fielen zusammen mit dem Zahlungsausfall Russlands, der Asienkrise und dem Platzen der Technologieblase. Seit 2002 erfuhren die Mittelzuflüsse in Hedge Fonds eindeutig eine Beschleunigung. Im zweiten Quartal 2004 erreichten sie ein Hoch von USD 43 Mrd., fielen im dritten Quartal jedoch wieder auf USD 25 Mrd. zurück.

Grafik 1  
Hedge-Fonds-Entwicklung



Grafik 2  
Vermögensflüsse in Hedge Fonds



3 Daten gemäss Hedge Fund Research Inc, Dezember 2004. Eine Studie des Internationalen Währungsfonds (IWF, 2004) zitiert Van Hedge Fund Advisors International, wonach rund 8800 Hedge Fonds rund USD 970 Mrd. verwalten.

4 Beim CSFB/Tremont Hedge Fund Index handelt es sich um den grössten nach Vermögenswerten gewichteten Hedge-Fonds-Index. Die Performance-Berechnung erfolgt nach Abzug der Gebühren. Dieser Index ist breit diversifiziert und umfasst

rund 400 Fonds in zehn nach Anlagestilen aufgeteilten Sektoren. Er gilt als repräsentativ für die gesamte Hedge-Fonds-Branche. Die im CSFB/Tremont Hedge Fund Index erfassten Vermögenswerte beliefen sich im September 2004 auf USD 615 Mrd.

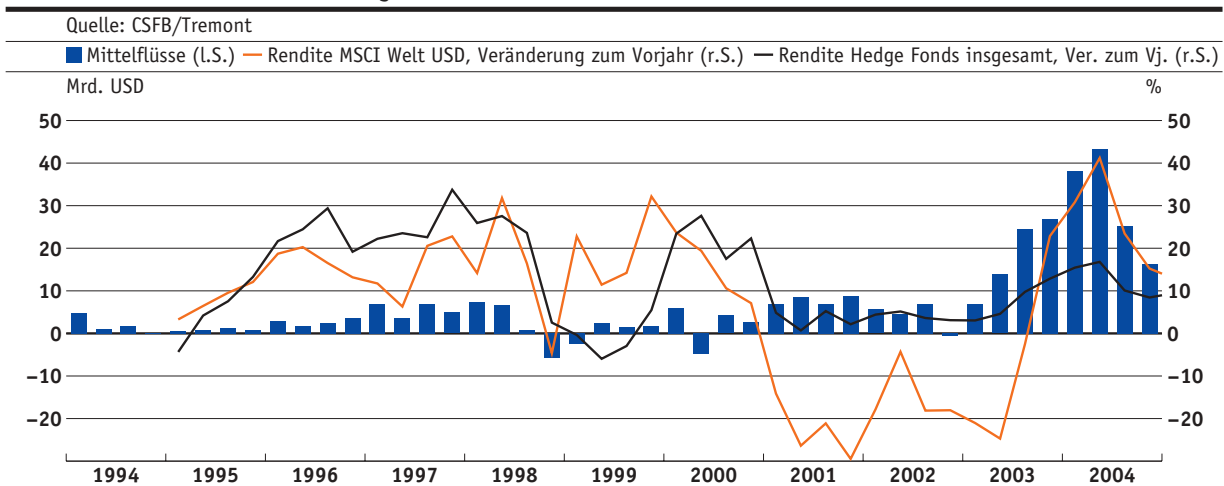
Bis in die zweite Hälfte der 90er-Jahre fanden Hedge Fonds vor allem bei sehr vermögenden Privatpersonen Anklang. Während der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts wandten sich jedoch auch Pensionskassen, Stiftungen und andere institutionelle Anleger den Hedge Fonds zu und allozierten einen kleinen Prozentsatz ihres Kapitals in diese Vehikel. Die Vermarktung von Dachfonds (Funds of Funds)<sup>5</sup> zog in jüngster Zeit zusätzliche Mittel an. Auch wenn Datenflüsse aus der Hedge-Fonds-Branche darauf schliessen lassen, dass die Allokationen von institutionellen Investoren in jüngster Zeit rascher wuchsen als die gesamte Kapitalbasis der Branche, bilden sehr vermögende Privatanleger weiterhin das grösste Kundensegment. Sie agieren entweder als Direktanleger oder über Dachfondsvehikel.

Die hohen relativen Renditen trugen entscheidend zu diesen erheblichen Mittelzuflüssen bei (Grafik 3). Bei der Interpretation dieser Zahlen ist indessen grosse Sorgfalt angebracht. Es besteht keine definitive und umfassende Quelle für Hedge-Fonds-Daten. Die meisten Datenbankanbieter stützen sich auf die von den Hedge Fonds freiwillig publizierten Angaben. Zahlreiche grosse Hedge Fonds, die keine Neugelder mehr akzeptieren, geben keine Daten an diese Anbieter weiter. Zudem stellen Hedge Fonds, deren Performance zu wünschen übrig lässt, häufig ihre Berichterstattung an Datenbanken ein (wodurch die Datensätze dem *Survivor Bias* unterliegen). Die vorhandenen Daten geben zwar nützliche Einblicke in das Wachstum und die Trends innerhalb des Hedge-

Fonds-Universums, sollten aber nicht als verlässlicher Gradmesser für die Branchen-Performance dienen.

Die positive Beziehung zwischen relativen Renditen und Mittelzuflüssen zeigte sich insbesondere zwischen 1995 und 1998. Im Jahr 1999 schnitt die Hedge-Fonds-Branche schlechter ab als der MSCI (Morgan Stanley Capital International) World USD Index, wodurch sich der Mittelzufluss verlangsamte. Von 2000 bis 2002 konnten erneut umfangreiche Zuflüsse verzeichnet werden, die zwar von bescheidenen Renditen angetrieben waren, aber im Vergleich zu den Verlusten des MSCI World USD Index günstig abschnitten. Im Jahr 2003 war ein Anstieg der Hedge-Fonds-Renditen zu beobachten, allerdings schnitt der MSCI weitaus besser ab. Nichtsdestotrotz flossen in diesem Zeitraum den Hedge Fonds Mittel in Rekordhöhe zu. Insgesamt erregten die Renditen in den letzten Jahren deutlich weniger Aufsehen als in den 90er-Jahren. Selbst im Jahr 2003 waren die meisten Hedge-Fonds-Manager nicht in der Lage, die Erfolge von 1995 bis 1998 zu erreichen. Dieser Rückgang der relativen Renditen ging mit einer raschen Beschleunigung der Zuflüsse einher, wodurch die Gewinnchancen offensichtlich reduziert wurden. Für 2004 zeichnet sich ein ähnliches Muster ab: Rekordhohe Zuflüsse waren gepaart mit deutlich abnehmenden Renditen. Lag die durchschnittliche Rendite der Hedge Fonds im vierten Quartal 2004 auf Jahresbasis bei weniger als 10%, wies der MSCI World USD Index eine entsprechende Rendite von 12,5% aus.

Grafik 3  
Mittelzuflüsse und Renditen von Hedge Fonds



5 Dachfonds sind Anlage-Pools, die durch Investitionen in mehrere Hedge Fonds Nutzen aus Diversifikationseffekten zu ziehen versuchen. Im Allgemeinen werden Dachfonds von Privatbanken, Vermögensverwaltungsfirmen oder institutionellen

Vermögensverwaltern (Pensionskassen und Stiftungen) geführt. Sie sind in fast allen Strategie-segmenten von Hedge Fonds zu finden, wobei normalerweise mehrere Strategien in einem Dachfonds vertreten sind. Die Manager dieser Dachfonds ver-

handeln mit den einzelnen Hedge Fonds (Zielfonds) über die Höhe der Allokationen und die Gebührenstruktur. Diese Gebühren werden auf die Anleger überwälzt; zusätzlich wird eine Verwaltungsgebühr für den Dachfonds selbst erhoben.

## 4 Hedge-Fonds-Strategien

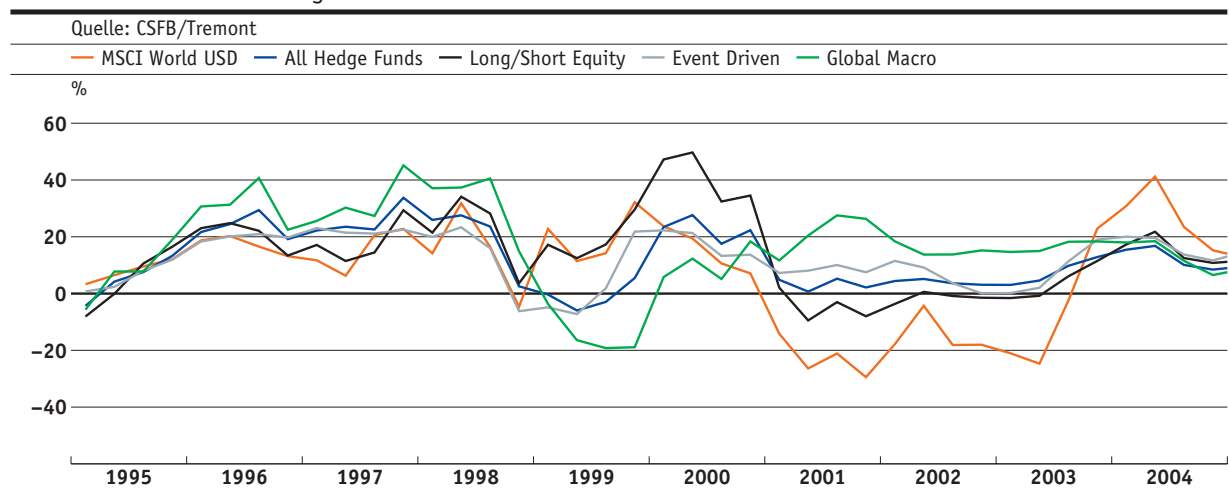
Die einzelnen Hedge-Fonds-Strategien und -Renditen gemäss CSFB/Tremont stehen im Zentrum der folgenden Abschnitte. Im Allgemeinen werden Hedge Fonds nach ihrer dominanten Strategie kategorisiert. Der Einsatz dieser Strategien beschränkt sich keineswegs auf Hedge Fonds, da auch Pensionskassen, universitäre Stiftungen, so genannte *Family Offices* (Verwaltung privater Gesamtvermögen) und andere Vermögensverwalter auf sie von Zeit zu Zeit zurückgreifen. Grafik 4 zeigt die Performance der einzelnen Sektoren.

### Long/Short Equity

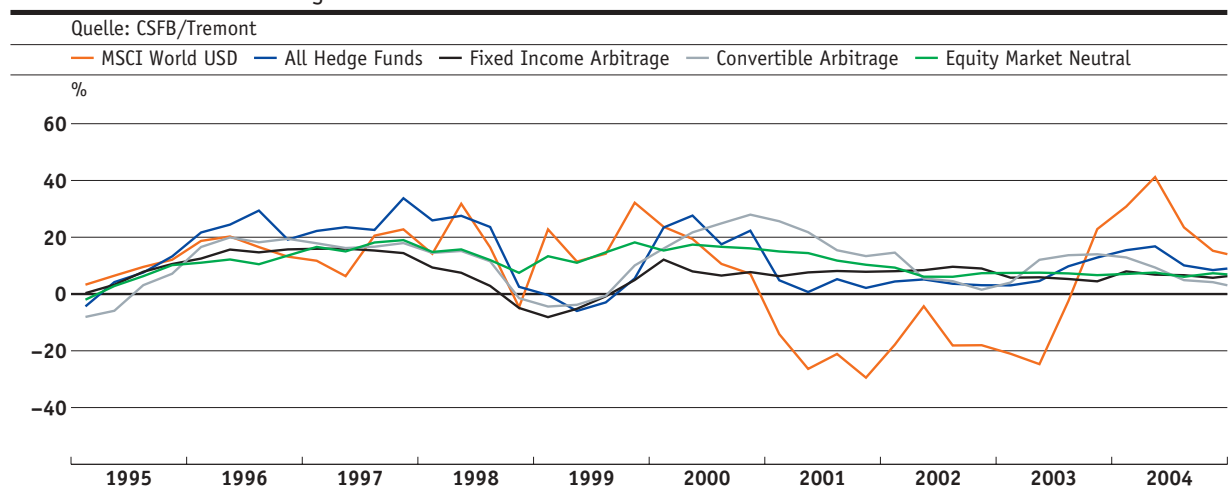
*Long/Short Equity* Manager tätigen Aktienkäufe (*Long*-Positionen) und/oder (Leer-)Verkäufe (*Short*-

Positionen), was aber nicht zwangsläufig bedeuten muss, dass ihre Gesamtposition marktneutral ist. Diese Kategorie konzentriert derzeit rund einen Drittel der in Hedge Fonds angelegten Mittel auf sich. *Long*- und *Short*-Positionen werden eingenommen bei Aktien, die im Vergleich zum Substanzwert als moderat bewertet erscheinen (*Value Stocks*), Wachstumsaktien (*Growth Stocks*), Aktien mit hoher Börsenkapitalisierung (*Large Caps*) und Aktien mit geringer Börsenkapitalisierung (*Small Caps*). Mit Ausnahme eines bedeutenden Abflusses im vierten Quartal 2002 verzeichnete diese Strategie im Grossen und Ganzen stetige Mittelzuflüsse. Wie in den übrigen Hedge-Fonds-Kategorien stiegen die Zuflüsse im Jahr 2003 deutlich an; mit USD 13,5 Mrd. wurde im zweiten Quartal 2004 der grösste sektorspezifische Zufluss seit Auflegung des CSFB/Tremont Index

Grafik 4a  
Sektor-Performance der Hedge Fonds



Grafik 4b  
Sektor-Performance der Hedge Fonds





erreicht. Die Rendite lag in den 90er-Jahren im Durchschnitt bei 16%, fiel in den Jahren 2001 und 2002 vorwiegend negativ aus, verbesserte sich 2003 wieder und glitt 2004 wiederum ab. Insgesamt lag die Rendite leicht über dem CSFB/Tremont Hedge Fund Index (11%) und wies zudem die höchste Korrelation mit dem MSCI Index auf.

### Event-driven

Fonds der zweitgrössten Kategorie (*Event-driven*) zielen darauf ab, aus Preisschwankungen aufgrund von bestimmten unternehmensspezifischen Ereignissen Gewinn zu ziehen, die der Markt noch nicht völlig antizipiert hat (z. B. Restrukturierungen, Übernahmen, Fusionen, Liquidationen oder Konkurse). Unterkategorien sind *Merger/Risk Arbitrage* (Fusionen/Risiko-Arbitrage), *Distressed Securities* (Wertpapiere, deren Emittenten mit gegebenenfalls existenzbedrohenden Schwierigkeiten zu kämpfen haben), *Regulation D* (in den USA nicht gemäss dem *Securities Regulation Act* registrierte Wertpapiere) und *High-Yield* (hochverzinsliche Anlagen). Die regelmässigen Zuflüsse erfuhren gegen Ende des Jahres 1998 sowie gegen Ende des Jahres 2002 eine Unterbrechung. Die Zuflüsse erfuhren im dritten Quartal 2003 eine markante Belebung. Die Renditen lagen insgesamt nahe beim Durchschnitt des CSFB/Tremont Index.

### Global Macro

*Global-Macro*-Strategien stützen sich auf die Analyse von Trendverschiebungen makroökonomischer Art, um in sämtlichen Märkten, Anlageklassen und Finanzinstrumenten Gewinn aus direktionalen

Bewegungen zu ziehen. Die Ansichten des Managers werden in Form von Positionen in Aktien, Anleihen, Devisen, Rohstoffen oder Derivaten implementiert. Diese Anlagestrategie schnitt mit einer kumulierten jährlichen Rendite von rund 14% von Januar 1994 bis Dezember 2004 am besten von allen Strategien ab. In den letzten Jahren erwirtschafteten *Global-Macro*-Strategien durchwegs höhere Renditen als der Durchschnitt der Hedge Fonds, ohne aber die Niveaus vom Ende der 90er-Jahre zu erreichen. Dennoch hat der Anteil an Mitteln, die in diese Strategie investiert sind, seit ihrem Höhepunkt im Jahr 1994 um 35% abgenommen. Seit Anfang 2003 sind die Zuflüsse in diese Anlagestrategie allerdings wieder markant am Wachsen. In den ersten drei Quartalen 2004 wurden USD 16 Mrd. in diese Kategorie investiert.

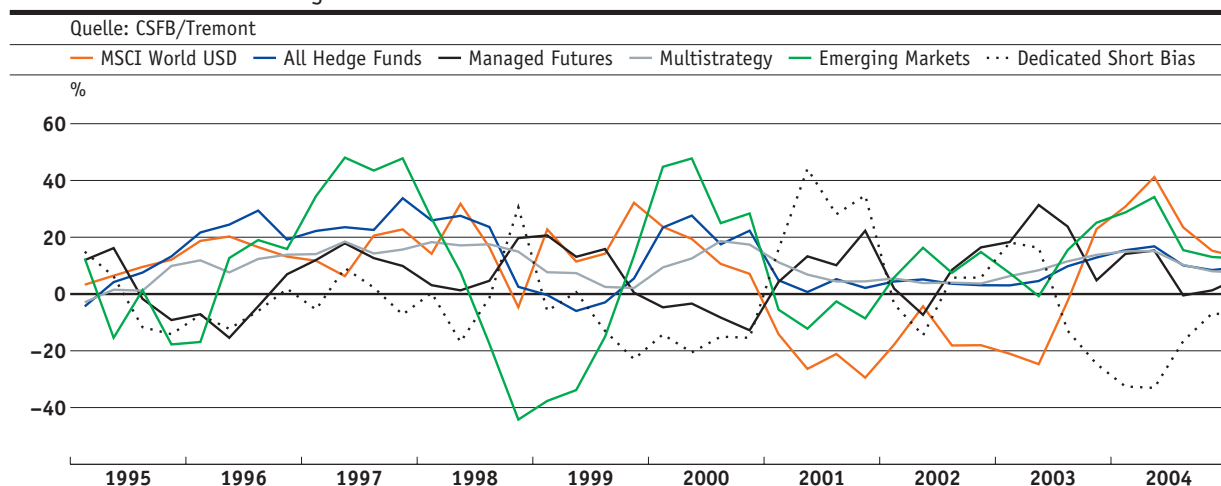
### Fixed Income Arbitrage

*Fixed-Income-Arbitrage*-Strategien zielen darauf ab, aus Preisanomalien zwischen verwandten Zinsinstrumenten Nutzen zu ziehen. Typische Instrumente dabei sind etwa Zins-Swaps, Staatsanleihen, die Forward-Renditekurve und durch Hypotheken besicherte Wertpapiere (*Mortgage-backed Securities*). Seit 1994 erzielte diese Strategie relativ konstante Renditen um 7%. Seit dem Jahr 2003 verzeichnet sie markant höhere Mittelzuflüsse.

### Convertible Arbitrage

*Convertible-Arbitrage*-Strategien versuchen, aus Preisunterschieden zwischen Wandelanleihen und Aktien ein- und desselben Emittenten Gewinn zu ziehen. Im Allgemeinen erwirtschafteten sie positive Renditen mit Ausnahme der Jahre 1998 und 1999. Die

Grafik 4c  
Sektor-Performance der Hedge Fonds



Mittelzuflüsse waren in den letzten Jahren volatil, während die Renditen aufgrund geringerer Arbitrage-Chancen nach unten zeigen.

### Equity Market Neutral

*Equity-Market-Neutral* Fonds (aktienmarktneutrale Fonds) versuchen, Ineffizienzen in den Aktienmärkten zu nutzen. Zu diesem Zweck halten sie typischerweise gleichzeitig *Long*- und *Short*-Positionen in übereinstimmenden Aktienportfolios. Häufig setzen sie Fremdkapital ein, um ihre Rendite zu steigern. Mittelzuflüsse und Renditen fielen bis anhin relativ stabil aus. In jüngster Zeit waren die Renditen jedoch ausgesprochen gering. Der Grund liegt möglicherweise in der Abnahme von Arbitrage-Chancen aufgrund der umfangreichen Mittelzuflüsse im ersten Quartal 2004.

### Managed Futures

*Managed-Futures*-Fonds handeln in Futures und Derivaten auf finanziellen Vermögenswerten und Rohstoffen weltweit, wobei sie entweder systematische, automatisierte Trendfolge-Systeme einsetzen oder einen diskretionären Ansatz verfolgen. Die *Commodity Trading Advisors* (CTAs oder Rohstoffhandelsberater) unterschieden sich ursprünglich von Hedge Fonds darin, dass ihre Tätigkeit auf den Handel mit *Futures* beschränkt war. Heute sind die Grenzen zwischen den beiden Kategorien unscharf, da Manager von *Managed-Futures* häufig mit nicht kotierten Derivaten (OTC-Derivaten) handeln. Bis im Jahr 2002 war der Mittelzufluss gering, zog dann aber erheblich an und erreichte USD 8,2 Mrd. im Jahre 2003 und USD 8,5 Mrd. während der ersten drei Quartale 2004.

Die Renditen von *Managed-Futures*-Fonds sind typischerweise sehr volatil. So schwankten z.B. ihre Quartalsrenditen im Jahr 2004 zwischen -10% und +12% bei einem Durchschnitt von 6%.

### Sonstige Strategien

*Dedicated-Short-Bias*-Fonds (auf *Short*-Positionen ausgerichtete Fonds) halten Netto-*Short*-Positionen, und zwar meistens in Aktien und Aktienderivaten. *Emerging-Markets*-Fonds (Schwellenländer-Fonds) gehen breit diversifizierte Positionen in Wertpapieren aus Schwellenländern ein. Häufig gleichen ihre Strategien denjenigen von *Long/Short-Equity*- oder *Global-Macro*-Fonds.

Gemäss der breitesten Klassifizierung der verschiedenen Strategien von Fung und Hsieh (1999) werden zwei Ansätze unterschieden: Strategien mit einem *Market-Timing*-Ansatz (direktionaler Ansatz) und solche mit einem ungerichteten Ansatz (*Relative-Value*-Ansatz). *Market-Timing*-Strategien versuchen, die Richtungen der Märkte zu ihren Gunsten zu nutzen. Die einfachste Form einer solchen Strategie besteht aus *Long*- oder *Short*-Positionen in bestimmten Märkten. Zu den typischen direktionalen Strategien zählen *Global Macro*, *Managed Futures*, *Emerging Markets* und *Dedicated Short Bias*. Nichtgerichtete Strategien versuchen Arbitrage-Chancen, die sich aus Marktanomalien und -ineffizienzen ergeben, gewinnbringend zu nutzen. Ein Hedge-Fonds-Manager, der eine nichtgerichtete Strategie einsetzt, hält *Long*- und *Short*-Positionen in vergleichbaren Wertpapieren und ist in dem Sinne marktneutral, als er systematische Marktrisiken zu beseitigen versucht. Typische marktneutrale Strategien sind *Convertible*

### Hedge-Fonds-Strategien

nach Anteil am Gesamtvermögen der Branche in %

Tabelle 1

	1994 1. Q.	2002 1. Q.	2004 3. Q.
Long/Short Equity	26,8	42,8	32,3
Event-driven	11,5	20,1	18,5
Global Macro	34,6	9,3	10,5
Fixed Income Arbitrage	5,8	5,6	7,1
Convertible Arbitrage	1,8	8,4	6,8
Equity Market Neutral	1,2	6,7	5,6
Managed Futures	6,0	2,9	5,1
Sonstige	12,3	4,2	14,1

Quelle: CSFB/Tremont

*Arbitrage, Equity Market Neutral und Fixed Income Arbitrage.*

Seit Beginn des CSFB/Tremont Hedge Fund Index hat sich die Zusammensetzung der Anlagestile deutlich verändert (Tabelle 1). Generell erfolgte eine Verschiebung aus den gerichteten Strategien hin zu Arbitrage- bzw. marktneutralen Strategien. Diese Verschiebung lässt sich grundsätzlich auf den Markteintritt von institutionellen Anlegern zurückführen, die auf risikoadjustierte Renditen fokussiert sind. Gleichzeitig ermunterten der technologische Fortschritt und die gesteigerte Rechnerleistung (z.B. bei der Modellierung von Preisschwankungen) die Verschiebung zu *Managed-Futures-Fonds*. Auch *Global-Macro-Fonds* verzeichneten seit einem Tiefpunkt im Jahr 2001 wieder bedeutende Zuflüsse.

Eine kontinuierliche Herausforderung für die Hedge-Fonds-Branche sind die Stilabweichungen. Unter einer Stilabweichung wird die Tatsache verstanden, dass ein Fonds seine festgelegte Strategie nicht mehr vollständig umsetzt. Wenn sich beispielsweise die Emissionstätigkeit bei Wandelanleihen in Grenzen hält, könnte ein entsprechend spezialisierter Hedge Fonds Mühe bekunden, für seine Anleger adäquate Renditen zu erwirtschaften, für sich selbst genügend Gebühren zu generieren und Neugelder anzuziehen. In diesem Fall ist es für den Hedge Fund Manager verlockend, eine andere Strategie einzusetzen, um die Renditen zu steigern.

## 5 Hedge Fonds und Marktvolatilität

In den letzten zwanzig Jahren ist die Verknüpfung zwischen Hedge Fonds und extremer Marktvolatilität schon fast sprichwörtlich geworden. Herkömmlicherweise lag das Augenmerk auf dem *Global-Macro*-Segment und, in jüngster Vergangenheit, auf *Managed-Futures*-Strategien. Diese haben typischerweise eine Präferenz für ähnliche Instrumente. Wichtiger ist, dass beide Strategien denselben gerichteten Ansatz verfolgen: *Global-Macro-Fonds* setzen aufgrund von fundamentalen wirtschaftlichen Entwicklungen auf Preisbewegungen in bestimmte Richtungen, während *Managed-Futures-Fonds* versuchen, systematische Markttrends durch technische Marktsignale zu identifizieren.<sup>6</sup>

Obwohl sich beide Strategien unterscheiden, wirken sich lang anhaltende Markttrends im Allgemeinen für beide positiv aus. Für *Global-Macro*-Manager besteht ein Anreiz, Trends zu identifizieren, die für Fonds im Bereich *Managed Futures* von Nutzen sein können. Daher nehmen zahlreiche *Global-Macro-Fonds* einige Anstrengungen auf sich, um von *Managed-Futures-Fonds* ausgelösten Markttrends zu folgen oder diese gar zu antizipieren. Tatsächlich sind einige *Global-Macro-Hedge-Fonds* im Begriff, eigene *Managed-Futures-Fonds* zu lancieren, um so typische Auslöserpunkte für Handelsaktivitäten aufzuspüren.

Das grundlegende Argument für den Zusammenhang zwischen Hedge Fonds und übermässiger Marktvolatilität gründet auf der Hypothese, dass Hedge Fonds die Marktpreise kurz- bzw. mittelfristig aus dem Gleichgewicht bringen. Nicht neu ist auch das Gegenargument, wonach es sich bei Hedge Fonds um Marktteilnehmer mit stabilisierendem Einfluss handelt, da sie Arbitrage-Chancen aufspüren, diese unter Erzielung von Gewinn beseitigen und hierbei dem Markt Liquidität zuführen.

Die Forschung liefert Argumente für beide Hypothesen. Gemäss Devenow und Welch (1996) ziehen Anleger Schlüsse aus dem Verhalten von Hedge Fonds und kopieren es. Dies geschieht nicht zuletzt deshalb, weil Hedge Fonds als gut informiert gelten. Wenn Transaktionen von Leadern und Nachahmern zusammentreffen, können bedeutende Marktbewegungen ausgelöst werden (und damit die Volatilität steigern).

Umgekehrt zeigen Eichengreen et al. (1998), dass Hedge Fonds weniger zu Herdenverhalten neigen als andere Anleger, da sie die Offenlegung ihrer Positionen zu verhindern suchen. Zudem besteht wenig Grund zur Annahme, dass Hedge Fonds mehr

<sup>6</sup> Die Arbeiten von Olson (2004) zeigen, dass es zunehmend schwieriger wird, mittels *Managed-Futures-Fonds* Überschussrenditen zu erzielen.

als andere grosse Händler einen Markt zu überrennen imstande sind, da sie im Vergleich zum Risikokapital anderer Grossinvestoren relativ klein sind. Eichengreen und Mathieson (2003) führen ebenfalls Argumente dafür an, dass Hedge Fonds in geringerem Mass als andere institutionelle Anleger dazu neigen, *Positive-Feedback-Trading* (Verkauf bei sinkenden Kursen, Kauf bei steigenden Kursen) zu betreiben, was die Volatilität im Markt erhöht. Im Unterschied zu den meisten Anlagefonds sind Hedge Fonds nicht gemäss ihren Prospekten daran gebunden, neu zufließende Mittel analog zu den bereits von ihnen verwalteten Vermögen zu investieren. Überdies besteht bei ihnen weniger die Gefahr, dass sie Verlustpositionen bei fallenden Kursen abtossens müssen und somit Abwärtstrends des Markts noch verstärken. Hedge Fonds können Fluktuationen besser «aussitzen», da ihre Anleger häufig auf relativ lange Zeit gebunden sind. Nicht selten wirken sie daher als stabilisierende Spekulanten, indem sie fundamental überbewertete Vermögenswerte verkaufen, während sie fundamental unterbewertete Vermögenswerte erwerben und somit den Markt mit Liquidität versorgen.

Dennoch kommen Eichengreen und Mathieson (2003) hinsichtlich des Herdenverhaltens zum Schluss, dass die – allerdings spärlichen – ökonomischen Nachweise darauf hindeuten, dass Hedge Fonds tatsächlich zu Herdenverhalten neigen können, obwohl es kaum Nachweise dafür gibt, dass andere Anleger Hedge Fonds regelmässig nachahmen. Im Umfeld asymmetrischer Information kann es zu Herdenverhalten aufgrund von Informationskaskaden kommen, z.B. bezüglich geldpolitischer Entscheidungen. Für geldpolitische Entscheidungsträger folgt daraus, dass eine transparente Geldpolitik Investoren dazu bringt, aufgrund von Fundamentaldaten zu handeln anstatt der Herde zu folgen.

Fung und Hsieh (2000) liefern in einem vergleichbaren Ansatz eine ausführliche Übersicht über die Rolle der Hedge Fonds während der Marktverwerfungen in den 90er-Jahren. Sie legen quantitative Schätzungen der Auswirkungen von Hedge Fonds auf die Märkte vor, wobei sie sich auf eine umfassende Sammlung von Marktereignissen stützen. Die Autoren identifizieren mehrere Episoden, in denen Hedge Fonds bekannterweise aktiv waren und wahrscheinlich die Märkte massiv beeinflussten (Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) von 1992, Rally im europäischen Anleihenmarkt von 1993 mit anschliessendem Kurszerfall im Jahr 1994). Zugleich gibt es aber auch Perioden, während deren Hedge

Fonds anscheinend nur einen geringen oder gar keinen Effekt auf den Markt ausübten (Börsenkrach von 1987, Krise des mexikanischen Peso 1994, Währungskrise in Asien 1997). In letzterem Fall fanden Fung und Hsieh keinerlei Evidenz dafür, dass Hedge Fonds die Märkte durch Manipulation von ihrem «natürlichen», durch wirtschaftliche Fundamentaldaten bestimmten «Pfad» abzubringen vermochten. Nachweise für *Positive-Feedback-Trading* (positive Rückkoppelungseffekte) blieben ebenfalls aus. Es macht den Anschein, als ob Hedge Fonds in den meisten Fällen nicht als geschlossene Gruppe agierten bzw. nur unkorrelierte Transaktionen tätigten. Für einige Perioden fanden Fung und Hsieh (2000) Nachweise von Stilkonvergenz, wenn sowohl *Global Macro* als auch Trendnachfolge-Fonds (d. h. *Managed Futures*) grosse Positionen hielten und die gleiche Richtung einschlugen. Allerdings konnten sie keine Herdenbildung zwischen Hedge Fonds und anderen Investoren feststellen. Anhand dieser beschränkten Übersicht von Untersuchungen lässt sich kein eindeutiger Nachweis führen, dass Hedge Fonds die Marktvolatilität in entscheidendem Mass beeinflussen.

Die direkte Beobachtung der Marktpreisbewegungen kann weitere Aufschlüsse geben. Im Einklang mit der Steigerung des Neugeldzuflusses in die Segmente *Global Macro* und *Managed Futures* sind einige Märkte, die zu den bevorzugten Aktionsfeldern von *Managed-Futures*-Strategien zählen, in jüngster Zeit liquider geworden. Dies gilt vor allem für Rohstoffmärkte, wie die zunehmende Umschlagshäufigkeit und der Anstieg der nichtkommerziellen Positionen in den Märkten für Gold- und Öl-*Futures* belegt (Grafik 5).

Es lässt sich nicht mit Sicherheit sagen, ob eine Korrelation zwischen dem Wachstum der Hedge-Fonds-Branche und einer Änderung in den Marktschwankungen besteht. Der Aufstieg der Branche ab 1994 war nicht von einer klaren Änderung hinsichtlich der Marktvolatilität begleitet (Grafik 6).<sup>7</sup> Allerdings gab es Phasen (etwa zwischen 1996 und 1999 oder zwischen 2001 und 2004), in denen Mittelzuflüsse in Hedge Fonds (bzw. Mittelabflüsse aus Hedge Fonds) mit niedrigerer (bzw. höherer) Volatilität einherzugehen schienen.

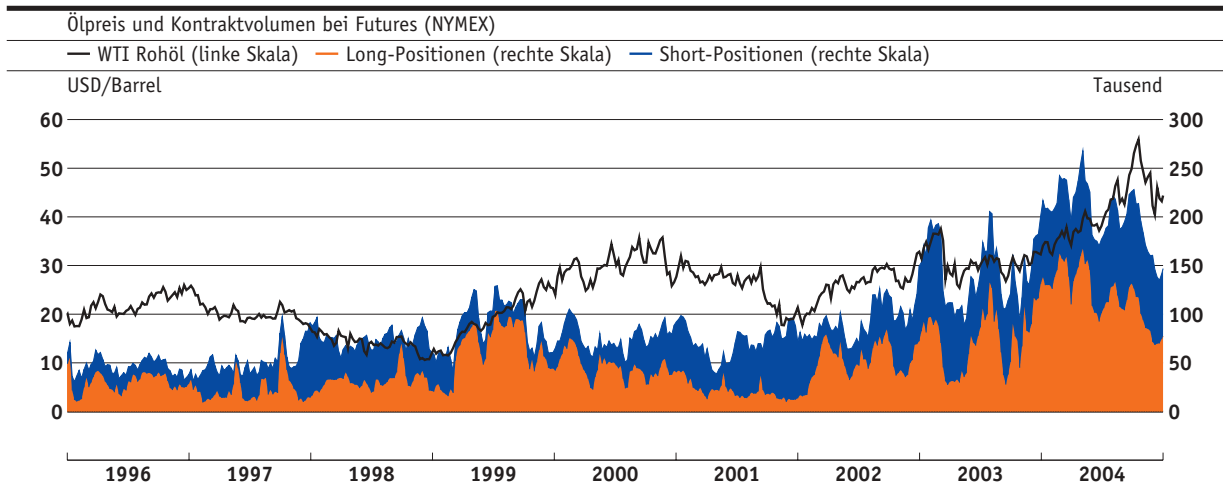
Zudem deuten Marktbeobachtungen darauf hin, dass zahlreiche technisch orientierte Hedge Fonds aufgrund ihrer Handelssysteme vergleichbare Positionen halten, welche durch verwandte *Trigger Points* hervorgerufen werden.<sup>8</sup> Zumindest ex post sollte es daher möglich sein, dicht besetzte technische Auslöserpunkte im Markt zu identifizieren. In analytischer Hinsicht widerspiegeln diese Auslöserpunkte

7 Der in Grafik 6 dargestellte Index der impliziten Volatilität wird von normalisierten impliziten Volatilitäten von *At-the-Money*-Optionen in den Aktien-

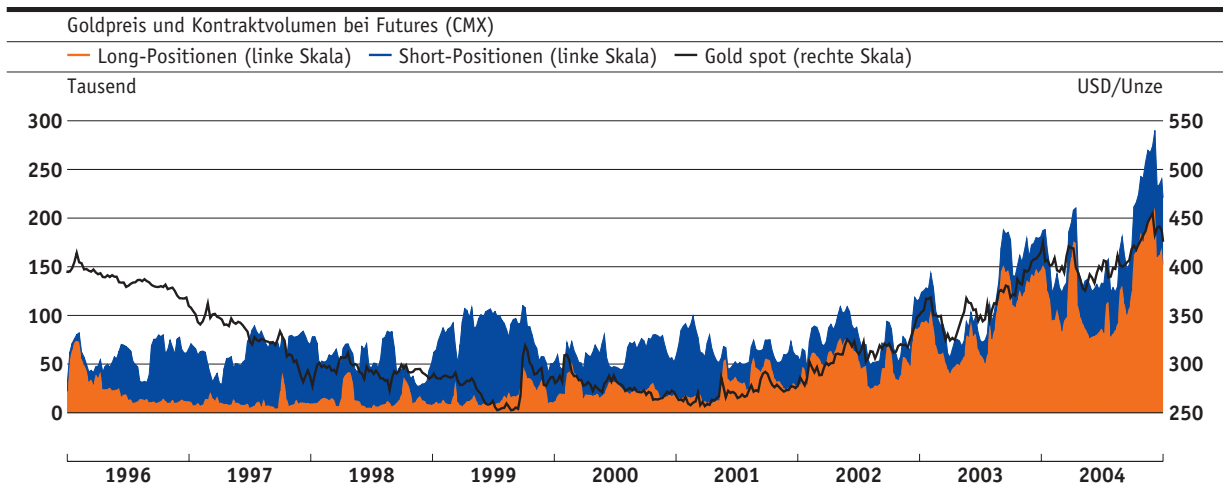
(S&P500), Devisen- (EUR/USD) und Anleihenmärkten (zehnjährige amerikanische Staatsanleihen) abgeleitet.

8 Vgl. Osler (2003) zum Thema *Cluster*-Bildung (Häufungen) bzw. *Trigger-Points* (Auslöser) in den Devisenmärkten.

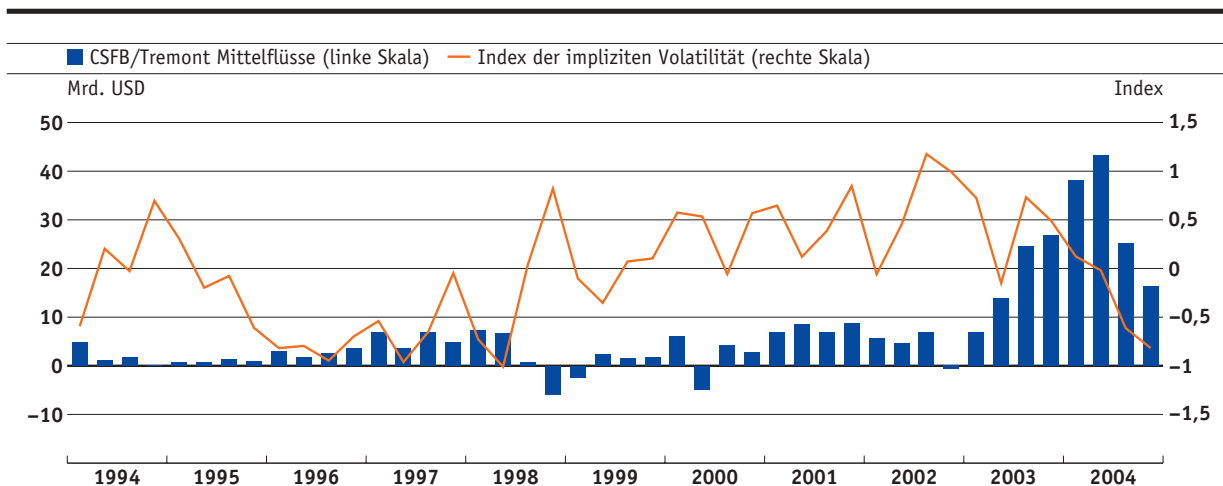
Grafik 5a  
Nichtkommerzielle Positionen in den Futures-Märkten für Öl



Grafik 5b  
Nichtkommerzielle Positionen in den Futures-Märkten für Gold



Grafik 6  
Mittelflüsse und Gesamtmarkt-Volatilität



Momente aussergewöhnlicher Marktanspannungen. Die Beschleunigung eines Aufwärtstrends der Preise oder ein heftiger Rückschlag können Vorläufer eines neuen Marktgleichgewichts sein.

Es gibt einige Anzeichen dafür, dass diese Dynamik in den letzten Monaten verschiedene Anlageklassen erfasst hat.<sup>9</sup> Betrachtet man spekulative Positionen im Markt zusammen mit Nachrichtenflüssen und verschiedenen Performance-Daten von Hedge-Fonds, erhält man zaghafte Anhaltspunkte dafür, dass erhöhte Marktvolatilität gelegentlich mit geballten Aktivitäten (*Clustering*) der Hedge Fonds zusammenfällt. Drei Beispiele zur Illustration dieser Dynamik seien hier angeführt:

- Während der Periode von Mai bis Juni 2003 scheinen die spekulativen *Long*-Positionen im amerikanischen Obligationenmarkt sehr umfangreich gewesen zu sein, da viele Marktteilnehmer davon ausgingen, die Federal Reserve (Fed) würde die Leitzinsen zur Abwehr von Deflationsrisiken auf unter 1% senken müssen. Verstärkt wurden diese *Long*-Positionen durch Spekulationen im Markt darüber, dass Akteure mit Konvexitäts-Hedge wie die Hypothekarinstitutione Fannie Mae und Freddie Mac früher oder später mehr *Duration* erwerben müssten und somit die Zinsen weiter nach unten drücken würden. Prompt sanken die Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen bis Mitte Juni um über 80 Basispunkte. Dieser ausgeprägte Markttrend verhalf der Hedge-Fonds-Branche im Mai 2003 zu aussergewöhnlichen Erträgen. Vor allem CTAs in ihrer Eigenschaft als Trendnachfolger legten in diesem Monat ausgezeichnete Ergebnisse vor. Die Kombination einer geringer als erwarteten Leitzinssenkung der Fed im Umfang von 25 Basispunkten am 24. Juni 2003 und einer erkennbaren Änderung des Tonfalls im Begleitkommentar der Fed kam für den Markt überraschend. Die Verkaufswelle im Obligationenmarkt folgte umgehend. Die mehrheitlich negativen Hedge-Fonds-Ergebnisse im Juni belegen die Preissprünge im Gefolge der Zinsentscheidung durch die Fed.
- Daten zu spekulativen Positionen<sup>10</sup> suggerieren, dass Engagements in Euros Mitte Juli 2004 nicht nur hoch, sondern auch im Anstieg begriffen waren, bevor der Vorsitzende der Fed, Alan Greenspan, dem Kongress in den USA seinen Bericht zur Geldpolitik vorlegte. In seinem mündlichen Bericht gab er eine Inflations- und Zinsaussicht bekannt, die von den Marktteilneh-

mern damals als überraschend «falkenartig» aufgefasst wurde. Sogleich nach Abschluss dieser Ausführungen wurden *Long*-Positionen in Euro in grossem Ausmass gedeckt und der Dollar wertete sich gegenüber der Vorwoche stark von EUR 1.245 zu EUR 1.20 auf.

- Ein anderes Beispiel ist die jüngste Entwicklung der Preise für Rohöl.<sup>11</sup> Daten zu spekulativen Positionen legen den Schluss nahe, dass nichtkommerzielle Händler wie Investmentbanken und Hedge Fonds seit 2003 sich vermehrt in Rohöl engagierten. Ihre Netto-*Long*-Positionen waren positiv mit den Preisbewegungen korreliert (vgl. Grafik 5), wodurch sich die Preisschwankungen gegebenenfalls verstärkt haben.<sup>12</sup>

Bei der Interpretation dieser Beispiele ist äusserste Vorsicht angebracht. Zunächst gibt es fast beliebig viele Faktoren, welche die Märkte zu neuen Gleichgewichten bewegen können. Zweitens bestimmt die Liquidität in einem bestimmten Marktsegment häufig, in welche Richtung die Preise tendieren. Auffällige Preisschwankungen treten tendenziell eher in Märkten mit dünnem Handel auf. Drittens hängen Preisbewegungen auch von der Art der zu einem bestimmten Zeitpunkt im Markt engagierten Teilnehmer ab. Wenn sich z. B. vor allem *Managed Futures*-Mandate mit vergleichbaren Handelssystemen auf einen bestimmten Auslöserpunkt konzentrieren, besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit für ausgeprägte Preissprünge. Wenn andererseits viele verschiedene Hedge Funds mit unterschiedlichen Strategien, aber vergleichbaren Positionen sich auf einen bestimmten Auslöserpunkt konzentrieren, verläuft die Preisentwicklung gleitend, da die Reaktionen dieser Fonds ebenfalls unterschiedlich ausfällt. Hier greifen die individuellen Variationen in den Zeithorizonten, Verlusttoleranzen und Volatilitätsneigungen der einzelnen Hedge Fonds.

Es zeigt sich, dass die Analyse von Preisbewegungen keine exakte Wissenschaft ist. Reife Kapitalmärkte bestehen aus zu vielen unterschiedlichen Marktteilnehmern, um auf systematisches Marktverhalten schliessen zu können, von spezifischen Verhaltensweisen einer relativ kleinen Kategorie von Marktteilnehmern ganz zu schweigen. Dennoch lassen die vorangehenden Beispiele zumindest vermuten, dass vor allem im Bereich *Managed Futures* der Hedge-Fonds-Branche in jüngster Zeit grosse Vermögenspools in vergleichbaren Strategien eingesetzt wurden und somit zur Steigerung der Volatilität beigetragen haben mögen. In dieses Bild passt auch,

9 Nach Rankin (1999) und Yam (1999) lösten Hedge Fonds in einzelnen Märkten während der Asienkrise Verwerfungen aus.

10 Nichtkommerzielle Positionen auf den CME(Chicago Mercantile Exchange)-EUR/USD-Kontrakt gemäss Ausweis der Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

11 Nichtkommerzielle Positionen auf den NYMEX(New York Mercantile Exchange)-Ölkontrakt gemäss Ausweisen des CFTC

12 Für eine weitere Diskussion über Spekulation auf den Erdölmärkten siehe BIS (2004, S. 6).

dass die grössten systematischen Trendnachfolger im Segment *Managed Futures* zuletzt ähnliche Ergebnisse ausgewiesen haben. Bei sechs der grössten CTA-Trendnachfolgern betrug die Korrelation zwischen den ausgewiesenen Monatsrenditen seit Januar 2003 zwischen 0,5 und 0,9, wobei alle Fonds im zweiten Quartal 2004 aussergewöhnlich schlecht abschnitten.

Das Gegenargument liegt auf der Hand: Trotz der jüngsten Mittelzuflüsse ist der Bereich *Managed Futures* nicht gross genug, um in wichtigen Marktsegmenten einen signifikanten Einfluss auf die Preisbewegungen auszuüben. Dieses Argument greift in zweierlei Hinsicht zu kurz: Erstens sind, wie oben bemerkt, auch zahlreiche *Global-Macro*-Hedge-Fonds in vergleichbaren Positionen engagiert. Zweitens erweist sich die Evaluation möglicher Auswirkungen des Segments *Managed Futures* als unzureichend, wenn man ausschliesslich das in diese Strategie investierte Nominalkapital betrachtet. Informationen aus dem Markt und Umfrageergebnisse führen zu dem Schluss, dass das *Managed Futures* Segment eine deutlich grössere Hebelwirkung (*Leverage*) aufweist als andere Segmente der Hedge-Fonds-Branche. Daher liegt die Vermutung nahe, dass das in diesem Segment effektiv eingesetzte Kapital bedeutend höher liegt, als sich aus den reinen Mittelströmen schliessen lässt. Mit anderen Worten: Eine blosser Betrachtung des investierten Nominalkapitals kann leicht zu einer groben Unterschätzung der tatsächlichen Auswirkungen einer bestimmten Hedge-Fonds-Strategie führen. Tatsächlich spielt der Einsatz von Fremdkapital (*Leverage*) bei der Einstufung von Auswirkungen von Hedge Fonds auf die Marktbedingungen eine nicht zu vernachlässigende Rolle.

## 6 Leverage

Die LTCM-Krise von 1998 löste innerhalb der Branche sowie bei den Aufsichtsbehörden eine breite Diskussion über den Einsatz von Fremdkapital (*Leverage*) aus.<sup>13</sup> Das grundlegende Postulat war relativ einfach: Der Einsatz von *Leverage* ist für Hedge Fonds, die mit ihren Gebührenansätzen konforme absolute Renditen generieren wollen, von grosser Tragweite. Gleichzeitig kann *Leverage* zu einer Verstärkung der Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken führen.<sup>14</sup>

Mit dem raschen Wachstum der Hedge-Fonds-Branche richtete sich die allgemeine Aufmerksamkeit fast von selbst auf die Beziehung zwischen rekordhohen Mittelzuflüssen, rückläufigen Renditen und dem potenziellen Einsatz von übermässigem Fremdkapital. Das Hauptargument ist einfach: Höhere Renditen in der Vergangenheit haben eine grosse Anzahl neuer Anbieter angezogen. Diese neuen Marktteilnehmer und ihre Geschäftstätigkeit führen vermehrt zur Beseitigung von Marktineffizienzen, die in der Vergangenheit für die höheren Renditen sorgten. Bei rückläufigen Renditen kommen Hedge Fonds hinsichtlich ihrer höheren Gebühren unter einen gewissen Rechtfertigungsdruck. Um Gebührenansätze und Renditen wieder in Einklang zu bringen, könnte sich für manche Manager ein zunehmender Einsatz von Fremdkapital anbieten.

Die Datenlage zu Mittelströmen und Renditen lässt vermuten, dass mindestens einige Elemente einer derartigen Dynamik derzeit greifen. Auf rekordhohe Zuflüsse in Hedge Fonds während des ersten Quartals 2004 folgten tatsächlich unbefriedigende Ergebnisse auf breiter Front im zweiten Quartal. Daten zu Fremdkapitaleinsatz sind wesentlich schwerer zu ermitteln und zu interpretieren als Daten zu Mittelströmen und Wertentwicklungen. Eine neuere Studie der Bank of England kommt zum Schluss, dass keine markante Zunahme des *Leverage* in der Hedge-Fonds-Branche vorliegt und im Vergleich zu den Jahren 1997/1998 bescheiden ausfällt.<sup>15</sup> Verschiedene Quellen im Markt und Datenanbieter teilen diese Einschätzung des Umfangs der zurzeit in der Hedge-Fonds-Branche eingesetzten Fremdmittel.<sup>16</sup> Alles in allem sollte jedoch derartigen Verallgemeinerungen bezüglich des *Leverage* nicht zu viel Gewicht beigemessen werden: Erstens stellen sich bedeutende Probleme bei der Aggregation der Daten. Zweitens kann sich der Einsatz von Fremdkapital im Laufe der Zeit deutlich verändern. Drittens – und vielleicht das wichtigste Argument – gibt es verschiedene Formen von *Leverage*, die sich nicht alle zuverlässig über

13 Vgl. US President's Working Group on Financial Markets (1999); Counterparty Risk Management Policy Group (1999); Financial Stability Forum (2000); Managed Futures Association (2003).

14 Managed Futures Association (2003, S. 19)

15 Bank of England (2004)

16 Gemäss Van Hedge Fund Advisors wiesen *Fixed Income Arbitrage*, *Convertible Arbitrage* und *Global Macro* den höchsten und *Short Selling* den geringsten *Leverage* auf. Die Hebelwirkung bezogen auf das Gesamtvermögen der einzelnen Strategien lag in einer Spanne von 1,1 bis 8,3.

aggregierte Branchendaten erfassen lassen. Daher fallen die Art, die Höhe und der dynamische Charakter des *Leverage* stärker ins Gewicht.

Die einfachste Form des *Leverage* besteht darin, dass Finanzintermediäre (im Allgemeinen globale Investmentbanken) Kreditfazilitäten an Hedge Fonds vergeben, damit diese über ihre eigene Kapitalbasis hinaus Mittel investieren können. Derartige Fazilitäten bilden üblicherweise die Grundlage für Schätzungen der branchenweit bzw. in bestimmten Strategien eingesetzten Fremdmittel. Diese Art von *Leverage* stand nach dem Zusammenbruch von LTCM im Zentrum der aufsichtsrechtlichen Diskussionen. Dabei versuchte man, die Beziehungen zwischen Finanzintermediären und Hedge Fonds zu festigen, um das Risikomanagement im Umgang mit Gegenparteien zu verbessern.<sup>17</sup>

Eine zweite, jüngere Form von *Leverage* bei Hedge-Fonds bezieht sich auf die rasch wachsende Dachfonds-Branche. Einige Manager von Dachfonds haben damit begonnen, in ihren Produkten Fremdkapital einzusetzen, indem sie entweder ihre eigene Bilanz nutzen (im Falle von Grossbanken und Versicherungen) oder Kreditfazilitäten von anderen Finanzdienstleistern mit grossen Bilanzen in Anspruch nehmen. Typischerweise beträgt der Hebel Fremd- zu Eigenmitteln 2:1, obwohl dieses Verhältnis in manchen Fällen bis auf 4:1 gesteigert wird. Diese Art von *Leverage* wird, obschon sie wahrscheinlich immer noch nicht sehr weit verbreitet ist, kaum von Datenerhebungen zum Einsatz von Fremdmitteln in der Branche erfasst, da diese Erhebungen sich auf einzelne Hedge Fonds beziehen.

Die dritte und komplexeste Form von *Leverage* bei Hedge Fonds ist die Hebelwirkung über Finanzinstrumente (*Instrument Leverage*). Diese Art von Hebelwirkung resultiert aus dem Einsatz der meisten Derivate. Von einem ausgeprägten *Leverage* dieser Art sind systemische Auswirkungen nicht auszuschliessen.

Die Hedge-Fonds-Branche sowie die mit ihnen handelnden Investmentbanken berechnen und wenden das Leverage-Konzept nicht wie üblich an (d. h. als Wert von Positionen als ein Mehrfaches des Eigenkapitals). Hedge Fonds legen ein Ziel für den *Value-at-Risk* (VaR) bzw. für die Kapitalunterlegung jeder Position fest. Die betroffenen Investmentbanken kontrollieren diese Risiken auf ähnliche Weise, indem sie jedem Fonds insgesamt eine VaR-Limite zuweisen. Alle offenen Positionen gegenüber einem bestimmten Fonds – vor allem Derivate wie *Futures*, *Swaps*, *Swaptions* oder *Forwards* – werden in dessen VaR-

Limite einbezogen, wobei alle gegengerichteten Positionen in der Regel miteinander verrechnet werden. Der maximal zulässige Umfang der Positionen eines einzelnen Hedge Fonds hängt von den für den VaR massgeblichen Variablen ab, z.B. von der Volatilität und der Korrelation der Erträge der einzelnen Instrumente. Um das Risiko unter Kontrolle zu halten, ist der VaR des betreffenden Fonds durch Margen zu decken, welche in erster Linie aus Wertpapieren bestehen. Im Allgemeinen wenden die Investmentbanken das bekannte Margensystem der Futures-Börsen auf sämtliche Transaktionen mit Hedge Fonds an. Zudem existieren weitere Sicherheitsmassnahmen. So kann z.B. nach umfangreichen Reduktionen des Nettovermögenswerts die VaR-Limite automatisch herabgesetzt werden, so dass der Fonds gezwungen ist, Positionen abzubauen oder zu schliessen.

Dennoch sollte nicht vergessen werden, dass VaR-Masse keinen umfassenden Schutz bieten – sie beziehen sich auf Preisbewegungen in normalen Märkten und eignen sich kaum für Märkte unter Stress. Es ist möglich, dass der Einsatz von VaR zu Rückkopplungseffekten (*Feedback*) führen kann. Dem Vernehmen nach verkaufen z.B. Institutionen Optionen, um ihre Erträge zu erhöhen. Einerseits tragen sie so zum reibungslosen Funktionieren der Finanzmärkte bei. Andererseits mindern derartige Optionsverkäufe den Preis der Volatilität, wodurch die VaR-Schätzungen sinken. In einem solchen Fall haben Institutionen eventuell Zugang zu umfangreicheren Fremdmitteln als bei normalen Volatilitätsniveaus.

<sup>17</sup> Vgl. Counterparty Risk Management Policy Group (1999).



## 7 Regulierung

In letzter Zeit wurden vermehrt Stimmen laut, die nach zusätzlichen Aufsichtsmaßnahmen für Hedge Fonds rufen. Bevor auf die aufsichtsrechtlichen Fragen eingegangen wird, sind in diesem Zusammenhang zwei Aspekte von Bedeutung: Erstens unterstehen Hedge Fonds bereits einer ganzen Reihe von indirekten Aufsichtsmaßnahmen. Sie agieren in regulierten Finanzmärkten, bedienen sich der Infrastruktur regulierter Finanzplätze und – noch wichtiger – handeln mit regulierten Finanzinstitutionen. Zweitens unterstehen zahlreiche Hedge Fonds bereits direkten aufsichtsrechtlichen Anforderungen. Eine neuere, informelle Umfrage eines der weltweit grössten Dachfondsanbieters ergab, dass 58% von den 220 Fonds, in die er investiert, bei der National Futures Association (NFA) registriert waren, 36% bei der Securities Exchange Commission (SEC), 30% bei der britischen Financial Services Authority (FSA) und 1% beim CFTC.<sup>18</sup>

Bezüglich der Notwendigkeit weiterer direkter Aufsichtsmaßnahmen sollte man zwischen drei möglichen Regulierungsansätzen unterscheiden: Vorsichtsmaßnahmen, Ausweis der Positionen und Einsatz von Fremdmitteln. Vorsichtsmaßnahmen beziehen sich auf das löbliche Ziel der Betrugsverhinderung. Wie bereits gezeigt, sind zahlreiche Hedge Fonds bereits Aufsichtsbehörden unterstellt, was Teil der Betrugsprävention ist. Tatsächlich ist es wohl eher notwendig, dass sich Aufsichtsbehörden nicht ins Gehege kommen und die Zuständigkeiten der einzelnen Behörden klargestellt werden. Die Bemühungen der FSA in London zur Sicherstellung adäquater Geschäftsstrukturen sowie angemessener Kontroll- und Preisfestlegungsmechanismen haben zweifelsohne zur Verminderung der Betrugsrisiken beigetragen. Für viele institutionelle Anleger bildet die Registrierung heutzutage ein wichtiges Kriterium für die Auswahl von Hedge Fonds.

Aufsichtsrechtliche Initiativen hinsichtlich des Ausweises von Positionen sind bestenfalls als unrealistisch einzustufen. Schlimmstenfalls könnte eine solche Auflage die Integrität der Finanzmärkte untergraben. Sie ist unrealistisch, da sich die mit der Aggregation in Echtzeit verbundenen Probleme in einer Branche, die heute rund 12% der gesamten Fondsbranche in den USA entspricht, praktisch nicht lösen lassen. Wichtiger noch ist, dass das Reporting von Positionen möglicherweise kontraproduktiv ist, weil unter anderem ein Durchsickern von Positionen Marktteilnehmer zu einem Verhalten ermuntern

könnte, das mit dem Prinzip der Preisfindung über den freien Markt nicht vereinbar wäre.

Die Regulierung des Einsatzes von Fremdmitteln in der Hedge-Fonds-Branche ist das komplexeste Problem. Extreme *Leverage*-Niveaus geben Zentralbanken Anlass zu Besorgnis, da ein potenzieller Kausalzusammenhang zwischen dem Fremdmiteleinsatz in der Hedge-Fonds-Branche und den Bonitätsrisiken im weltweiten Bankensystem besteht. Dieser Zusammenhang könnte besonders dann gefährlich werden, wenn eine weit verbreitete Kreditkrise mit einer weltweiten Liquiditätskrise auf den Kapitalmärkten zusammenfielen. Aus diesem Grunde sind die Forderungen nach weiteren Überprüfungen des Verschuldungsgrads bzw. zumindest der Messmethoden für den Einsatz von *Leverage* bei Hedge Fonds in gewisser Hinsicht berechtigt. Wie aber bereits angemerkt bestehen grosse Probleme bei der Aggregation der Daten, ähnlich wie beim Reporting von Positionen. Die Erwartungen in die Ergebnisse solcher aufsichtsrechtlichen Initiativen sollten daher realistisch sein. Fehlgeleitete Regulierungsansätze bringen das Risiko mit sich, dass sie ihr Ziel nicht erreichen können. Dennoch ist der Einsatz von Fremdmitteln durch Hedge Fonds ein Feld, das weiterer Studien bedarf.

Der kritischste Punkt dürfte jedoch in den Risiko-Management-Aktivitäten der weltweit wichtigsten Gegenparteien von Hedge Fonds liegen. Wenn die führenden Investmentbanken der Welt angemessene Risiko-Management-Systeme und -Massnahmen für Gegenparti- und Liquiditätsrisiken unterhalten, sollte der *Leverage* in der Hedge-Fonds-Branche nur ein marginales Stabilitätsrisiko für die globale Finanzwirtschaft darstellen. In der Frage des Einsatzes von Fremdmitteln in der Hedge-Fonds-Branche sollte sich deshalb das Augenmerk weltweit vor allem auf die Risiko-Management-Aktivitäten und -Massnahmen der grossen Investmentbanken richten. Diese sind die wichtigsten Handelspartner der Branche. Zudem stellen sie auch die Hauptquellen für Fremdmittel dar. Glücklicherweise handelt es sich bei den weltweit tätigen Investmentbanken um eine kleine und konzentrierte Gemeinschaft. Dies sollte es erleichtern zu untersuchen, ob die Risiko-Management-Systeme und -Ansätze der weltweit wichtigsten Finanzdienstleister die Risikopraxis bei den einzelnen Hedge Fonds angemessen abbilden.

<sup>18</sup> Ein Direktor der SEC schätzte kürzlich in einer Rede im November 2004, dass 40% bis 50% der Hedge Fund Advisers sich freiwillig bei der SEC registrieren liessen.

## 8 Schlussfolgerungen

Seit der LTCM-Krise im Jahr 1998 hat sich die Hedge-Fonds-Branche stark gewandelt. Der Umfang der verwalteten Vermögen und die Zahl der tätigen Fonds sind markant gestiegen, obwohl die Branche weltweit nur 1,1% der gesamten Kapitalisierung der Obligationen- und Aktienmärkte darstellt (Stand: Ende 2003). Die Wachstumsdynamik der Branche wurde wesentlich durch die steigende institutionelle Nachfrage nach entsprechenden Anlagen getrieben. Die Mittelzuflüsse schwankten je nach Hedge-Fonds-Strategie.

Da Hedge Fonds ausserhalb der engen Rahmenbedingungen herkömmlicher Anlagerichtlinien agieren können, haben sie bedeutende Innovationen im Bereich des Asset Management hervorgebracht. Zudem haben sie die Liquidität an den Finanzmärkten erhöht, deren Effizienz gesteigert und letztlich deren Flexibilität erhöht. Insgesamt ging die zunehmende Bedeutung der Branche nicht mit einer deutlichen Veränderung der Marktvolatilität einher. Dennoch fällt das in letzter Zeit feststellbare rasche Wachstum sowohl der Anzahl Hedge Fonds als auch der von ihnen verwalteten Vermögen mit einer markanten Verringerung der Marktvolatilität zusammen. Gleichzeitig legt die Betrachtung des Markts nahe, dass gewisse Hedge-Fonds-Segmente in bestimmten Fällen die Marktvolatilität negativ beeinflussten, sei es durch Verstärkung bestehender Markttrends, durch ausgeprägte Trendwenden in den Preisen oder durch Kursprünge.

*Leverage* gehört zu den zentralen Eigenschaften der Branche. Der Einsatz von Fremdkapital und somit die Hebelwirkung der gesamten Branche lässt sich nur sehr schwer messen. Marktbeobachtungen und Umfragen führen zum Schluss, dass sich der *Leverage* derzeit im Rahmen hält. Allerdings sind diese Schätzungen mit grösster Vorsicht zu interpretieren, da sie kaum dem tatsächlichen Ausmass des *Leverage* in der Branche entsprechen. Hebelwirkungen sind in verschiedener Hinsicht von Bedeutung. Ein besonderer Grund zur Besorgnis ist, dass Fondsmanager bei rückläufigen Hedge-Fonds-Renditen aufgrund umfangreicher Mittelzuflüsse veranlasst sein können, auf sehr hohe Fremdmittel zurückzugreifen, um die Erträge mit der Gebührenstruktur ihrer Fonds in Einklang zu bringen. Es ist nicht auszuschliessen, dass dies systemische Risiken mit sich bringt, vor allem wenn es sich um bedeutende Kreditrisikotransfers in das globale Bankensystem handelt.

Letztlich führt *Leverage* zusammen mit ungeeigneten Vermögensverwaltungsstrategien bei Hedge Fonds zu Konkursen. Genau wie in der Vergangenheit lassen sich diese auch für die Zukunft nicht ausschliessen. Es ist nicht undenkbar, dass expansive Geldpolitik und die entsprechende Ausweitung der weltweiten Liquidität einen Nährboden für Aufstieg und Fall von Hedge Fonds darstellt. Bei Konkursen verlieren die betroffenen Anleger – zumeist vermögende Privatinvestoren – ihr Geld. Die Stabilität des Finanzsystems ist hierdurch aber nicht gefährdet und sollte daher für die Entscheidungsträger kein Anlass zur Sorge sein. Finanz- und wirtschaftspolitische Entscheidungsträger sollten sich vielmehr auf Zusammenbrüche bzw. Aktivitäten von Hedge Fonds konzentrieren, welche die Stabilität des globalen Finanzsystems unterminieren. Die stringente Umsetzung des Vorsichtsprinzips in Risiko-Management-Methoden, -Aktivitäten und -Ansätzen der weltweit tätigen Investmentbanken ist die beste Verteidigung gegen eine Erosion solider Kreditvergabeprinzipien. Dies bietet auch den wirksamsten Schutz gegen die potenziell hoch riskanten Folgen eines übermässigen Einsatzes von Fremdmitteln in der Hedge-Fonds-Branche, womit das Thema für zukünftige Studien gegeben wäre.

## Literaturverzeichnis

Bank of England. 2004. Financial Stability Report, Juni.

BIS. 2004. *Quarterly Review*, September.

Counterparty Risk Management Policy Group. 1999. Improving Counterparty Risk Management Practices, Juni.

Devenow, Andrea und Ivo Welch. 1996. Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review* 40: 603–615.

Eichengreen, Barry J. und Donald J. Mathieson. 2003. Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy. In *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies*, 429–452. London.

Eichengreen, Barry J., Donald Mathieson, mit Bankim Chadha, Anne Jansen, Laura Kodres, und Sunil Sharma. 1998. Hedge Funds and Financial Market Dynamics. International Monetary Fund Occasional Paper no. 166, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Financial Stability Forum. 2000. Working Group on Highly Leveraged Institutions.

Fung, William und David A. Hsieh. 2000. Measuring the Market Impact of Hedge Funds. *Journal of Empirical Finance* 7(1): 1–36.

Fung, William und David A. Hsieh. 1999. A Primer on Hedge Funds. *Journal of Empirical Finance* 6(3): 309–331.

Fung, William und David A. Hsieh. 1997. Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds. *Review of Financial Studies* 10(2): 275–302.

IMF (Internationaler Währungsfonds). 2004. Global Financial Stability Report, April.

L'habitant, François-Serge. 2002. *Hedge Funds, Myths and Limits*. John Wiley & Sons LTD.

Managed Futures Association. 2003. Sound Practices for Hedge Fund Managers, Juni.

Osler, Carol L. 2003. Currency Orders and Exchange Rate Dynamics: an Explanation for the Predictive Success of Technical Analysis. *Journal of Finance* 58(5): 1791–1819.

Olson, Dennis. 2004. Have Trading Rule Profits in the Currency Markets Declined Over Time? *Journal of Banking and Finance* 28(1): 85–105.

President's Working Group on Financial Markets. 1999. Report on Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management.

Rankin, Bob. 1999. The Impact of Hedge Funds on Financial Markets: Lessons from the Experience of Australia. Paper presented to the Reserve Bank of Australia 1999 Conference on Capital Flows and the International Financial System, Sydney, 9–10, August.

Yam, Joseph CK. 1999. Capital Flows, Hedge Funds and Market Failure: A Hong Kong Perspective. Paper presented to the Reserve Bank of Australia 1999 Conference on Capital Flows and the International Financial System, Sydney, 9–10, August.

## Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen

Die Swiss National Bank Working Papers und die Swiss National Bank Economic Studies sind in elektronischer Form auf der Nationalbank-Webseite (<http://www.snb.ch>) unter Publikationen/Forschung zu finden.

Die beiden Reihen werden auch in gedruckter Form abgegeben. Sie können gratis abonniert oder als Einzelexemplare bestellt werden bei:  
Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zürich,  
Fax +41 44 631 81 14, E-Mail: [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch).

# Credit in the monetary transmission mechanism: an overview of some recent research using Swiss data

**Mathias Zurlinden**

**Economic Study No. 2005-1**

Das traditionelle Lehrbuchmodell der Geldpolitik basiert auf der Annahme, dass die Kreditmärkte frictionsfrei funktionieren und alle Finanzierungsformen perfekte Substitute sind («money view»). Ein alternativer Ansatz geht demgegenüber davon aus, dass die Informationsasymmetrien, die das Verhältnis zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer charakterisieren, so genannte Agenturkosten verursachen, die dafür sorgen, dass der Preis von externen Mitteln über den von internen Mitteln steigt. Dies impliziert, dass interne und externe Mittel unvollkommene Substitute sind und die realen Ausgabenentscheide des Schuldners durch seine Finanzierungsstruktur beeinflusst wird («credit view»).

Für den monetären Transmissionsmechanismus impliziert der «credit view», dass eine Straffung der Geldpolitik, die sich in einem Anstieg des risikolosen Zinssatzes widerspiegelt, die Prämie auf den externen Mitteln erhöht. Als Resultat des Anstiegs dieser Prämie erhöhen sich die Wirkungen der Geldpolitik auf die Finanzierungskosten und die Wirtschaftsaktivität. Der typische Kreditnehmer ist entweder ein Unternehmen oder ein Haushalt. Ähnliche Überlegungen lassen sich aber auch auf die Refinanzierung der Banken anwenden. Aus diesem Grund können zwei Formen des Kreditkanals unterschieden werden: ein allgemeiner «balance sheet channel» (der auf die Bilanzsituation der Unternehmen abstellt) und ein «bank lending channel» (der auf die Bilanzen der Banken abstellt).

Die internationale empirische Literatur zum Kreditkanal kann nach Studien, die mit aggregierten Daten und solche, die mit desaggregierten Daten arbeiten, gegliedert werden. Das Problem mit den meisten Studien, die aggregierte Daten verwenden, ist, dass Korrelationen zwischen aggregiertem Output, aggregierten Krediten und der geldpolitischen Variablen im Allgemeinen keine Identifikation des Kreditkanals erlauben. Selbst wenn die Resultate mit dem «credit view» konsistent sind, lässt dies keine definitiven Schlussfolgerungen zu, denn der «money view» sagt qualitativ ähnliche Korrelationen voraus. Einige Autoren haben deshalb mit Zinsdifferenzen gearbeitet. In seiner Arbeit mit Schweizer Daten schliesst Jean-Marc Natal (2003) eine Zinsdifferenz in ein VAR-Modell ein, um zu untersuchen, ob die Zinsdifferenz auf einen

geldpolitischen Schock so reagiert, wie der «credit view» dies impliziert. Die Resultate sind mit der Existenz eines Kreditkanals konsistent. Da die verfügbaren Zinsreihen keine zuverlässige Messung der Prämie auf externen Mitteln erlauben, muss dieses Resultat aber auf jeden Fall durch weitere empirische Studien bestätigt werden.

Um Verschiebungen des Kreditangebots von Verschiebungen der Kreditnachfrage zu unterscheiden, hat sich der Grossteil der internationalen Literatur auf die Querschnittimplikationen des «credit view» konzentriert. Diese Studien basieren auf Daten der individuellen Unternehmen oder Banken. Gemäss «credit view» reagieren Unternehmen (oder Banken), die klein sind und eine schlechte Bilanzqualität aufweisen, stärker auf eine Veränderung der Geldpolitik als grosse Unternehmen (Banken) mit gesunden Bilanzen. In der Schweiz gibt es die Schwierigkeit, dass kein Datensatz mit Unternehmensbilanzdaten publiziert wird. Aus diesem Grund gibt es nur gerade eine Studie, die mit Unternehmensdaten arbeitet. Die Studie von Daniel Kalt (2001) basiert auf den Bilanzdaten der Kreditkunden einer führenden Schweizer Geschäftsbank. Kalt untersucht die Reaktion der Investitionen dieser Kunden auf einen «cash flow»-Schock. Während das Ausmass der Reaktionen als eher gering erscheint, sind die Unterschiede quer über die verschiedenen Kreditnehmer mit der Existenz eines «balance sheet channel» konsistent.

Alle anderen neueren Studien mit Schweizer Daten wurden mit Panel-Daten von Banken ausgeführt, die von der SNB erhoben werden. Die Arbeiten unterscheiden sich bis zu einem gewissen Grad in Bezug auf den gewählten Modellrahmen. Während Josef Perrez und Robert Bichsel (2003) sowie Olivier Steudler und Mathias Zurlinden (1998) den bekannten Ansatz von Kashyap und Stein (1985, 2000) aufgreifen, nehmen Marlene Amstad und Sylvia Kaufmann (2003) ihre Untersuchung im Kontext eines Markov-Switching-Modells und einer Cluster-Analyse vor. Die Resultate sind nicht immer eindeutig. Aber insgesamt deuten sie doch darauf hin, dass ein «bank lending channel» existiert. Dies bedeutet unter anderem, dass die Geldpolitik auch dann noch Wirkungen entfalten kann, wenn der risikolose Zinssatz bei Null liegt und der traditionelle Zinskanal des «money view» geschlossen ist.

Untersuchung darüber muss im Rahmen eines kompletten makroökonomischen Modells, dessen Mikrofundierung einen Kreditkanal zulässt, vorgenommen werden. In der Literatur gibt es nur wenige Studien dieser Art und meines Wissens geht keine davon die Fragestellung mit Schweizer Daten an.



## Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 17. März 2005, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,25%–1,25% zu belassen. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten

## Vereinbarung über die Ausschüttung des Erlöses aus dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold

Am 25. Februar 2005 schlossen das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine Vereinbarung über die Ausschüttung des Erlöses aus dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold ab. Danach schüttet die SNB aus ihrem Jahresgewinn für das Geschäftsjahr 2004 den Gegenwert der für die Geldpolitik nicht mehr benötigten 1300 Tonnen Gold im Betrag von 21,1 Mrd. Franken zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone aus. Die Ausschüttung erfolgt in zehn wöchentlichen Tranchen im Anschluss an die Generalversammlung 2005 der SNB und zusätzlich zur regulären Gewinnausschüttung von 2,9 Mrd. Franken für das Geschäftsjahr 2004.

Ausgangspunkt für den Abschluss der Vereinbarung bildete der Beschluss des Ständerats vom 16. Dezember 2004, zum zweiten Mal nicht auf die Vorlage des Bundesrates zur Verwendung des Goldvermögens der SNB (vgl. Quartalsheft 3/2003, S. 59) einzutreten. Damit war der Versuch, eine neue Rechtsgrundlage zur Verwendung der überschüssigen Goldreserven der SNB zu schaffen, gescheitert. Der Bundesrat beschloss am 2. Februar 2005, dem Parlament keine neue Vorlage zur Verwendung des Goldvermögens zu unterbreiten, sondern dieses durch die SNB gemäss geltendem Recht (Art. 99 Abs. 4 BV in Verbindung mit Art. 30/31 NBG) an Bund und Kantone ausschütten zu lassen. Mit der Ausschüttung des Erlöses aus den Goldverkäufen fällt die Zusatzvereinbarung vom 12. Juni 2003 zwischen EFD und SNB über die Ausschüttung von Erträgen auf den Freien Aktiven (vgl. Quartalsheft 2/2003, S. 119) ersatzlos dahin. Gleichzeitig wird die SNB von ihrer Doppelrolle als geldpolitische Behörde einerseits und als Vermögensverwalterin für die öffentliche Hand anderseits befreit.

**Herausgeber**

Schweizerische Nationalbank  
Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

**Gestaltung**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

**Satz und Druck**

Neidhart + Schön AG, Zürich

**Copyright**

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet  
Belegexemplare erwünscht

**Abonnemente, Einzel Exemplare und Adressänderungen**

Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8,  
Postfach, CH-8022 Zürich, Fax: +41 44 631 81 14,  
E-Mail: [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch). Adressmutationen sind ebenfalls der  
Bibliothek, [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch), zu melden.  
Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint  
separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer  
Sprache (ISSN 1423-3797).

**Preis**

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–)  
Für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts:  
Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–)  
Preise Inland inkl. 2,4% MWSt

**Internet**

<http://www.snb.ch>





