

## 1. Überblick: Rückzug aus risikoreichen Anlagen

Bis Mitte Mai stiegen die Renditen auf Staatsanleihen beträchtlich an; hierin äusserten sich Erwartungen eines robusten Wachstums ebenso wie Besorgnis wegen der Inflation. Zunächst wirkte sich der Anstieg der Renditen kaum auf die Preise risikoreicher Aktiva oder auf die Risikobereitschaft der Anleger aus, da die starken Fundamentaldaten den Einfluss höherer Zinsen auf den Barwert künftiger Erträge mehr als ausglich. Die Aktien- und Rohstoffmärkte zogen bis in den Mai hinein weiter an, und die Renditenaufschläge auf Schuldtitel von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften gingen weiter zurück. Der Dollar erlitt Ende April / Anfang Mai erhebliche Einbussen gegenüber anderen grossen Währungen, was sich aber offenbar kaum auf andere Märkte auswirkte.

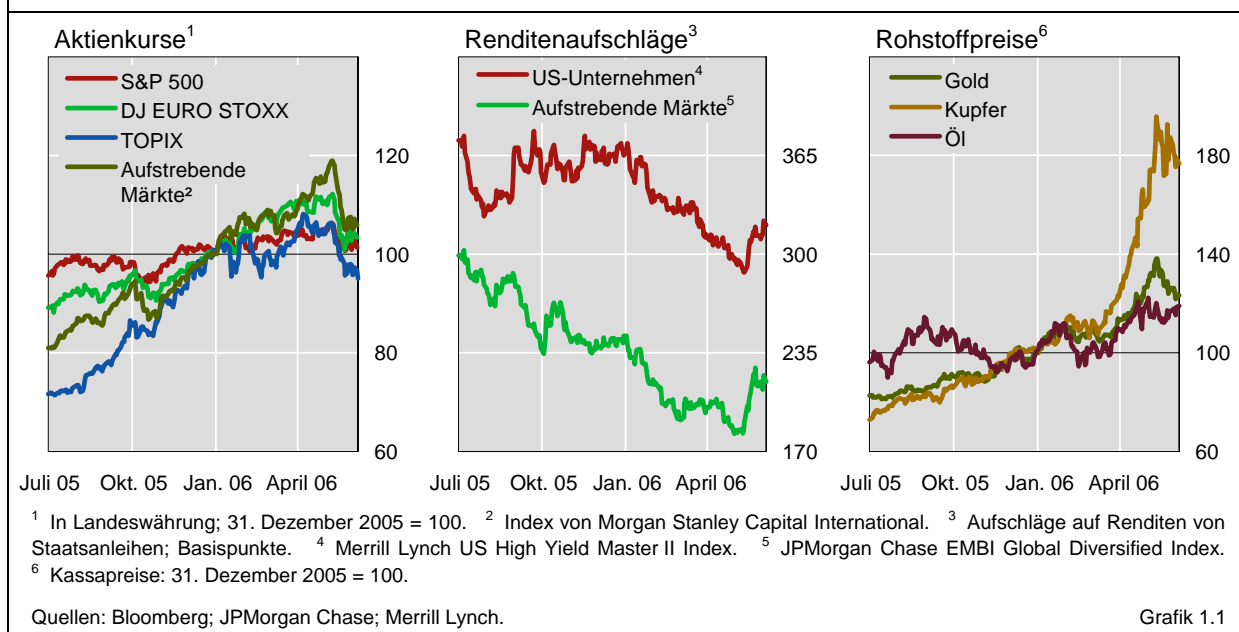
Bedenken über das Tempo der jüngsten Kursgewinne in einem breiten Spektrum von Märkten gipfelte Mitte Mai in einem abrupten Ende der Hausse. Danach brachen die Märkte weltweit ein. Am härtesten traf es die Aktienmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften, aber auch andere Märkte verzeichneten Verluste. Der Einbruch der Preise von Vermögenswerten mit höherem Risiko scheint weniger eine Neu Beurteilung der Fundamentaldaten widerzuspiegeln als vielmehr eine geringere Risikobereitschaft der Anleger. Dies führte zu Portfolioumschichtungen zugunsten von Instrumenten von hoher Bonität wie Staatsanleihen.

### Unterstützung durch Fundamentaldaten

In den ersten vier Monaten des Jahres 2006 setzten die Anleger ihre Portfolioumschichtungen zugunsten von Anlagekategorien mit höherem Risiko fort. Die Preise von Aktien, Rohstoffen und hochrentierenden Schuldtiteln schnellten in die Höhe und steigerten somit die schon beachtlichen Gewinne des Jahres 2005 noch. Beispielsweise legten die Aktienmärkte aufstrebender Volkswirtschaften von Ende 2005 bis Mitte Mai 2006 19% zu, die Aktien des Euro-Raums 12% (Grafik 1.1). Im gleichen Zeitraum verdoppelten sich die Preise für Kupfer beinahe, während die Goldpreise um fast 40% zulegten. Die Spreads auf hochrentierende Unternehmensanleihen und auf US-Dollar-Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften schrumpften um mehr als 60 Basispunkte und erreichten Niveaus in der Nähe – in einigen Fällen sogar unterhalb – ihrer früheren Tiefstände.

Preise für  
risikoreichere  
Vermögenswerte  
Anfang 2006 im  
Höhenflug ...

## Märkte für risikoreiche Anlageformen



Während dieser Zeit erhöhten sich auch die Renditen auf Staatsanleihen an den wichtigsten Märkten beträchtlich. Die Renditen 10-jähriger US-Schatzanweisungen brachen schliesslich aus der Bandbreite aus, in der sie seit Mitte 2004 gehandelt worden waren. Am 12. Mai erreichten sie mit 5,2% ihren Spitzenwert, 80 Basispunkte höher als Ende 2005 und rund 30 Basispunkte mehr als der Höchststand von 2004 (Grafik 1.2 rechts). Im Euro-Raum stiegen die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen von Ende 2005 bis Mitte Mai 2006 ebenfalls um etwa 80 Basispunkte auf 4,1%. Die entsprechenden japanischen Renditen erhöhten sich um 50 Basispunkte auf rund 2% – so hoch wie zuletzt in den späten 1990er Jahren.

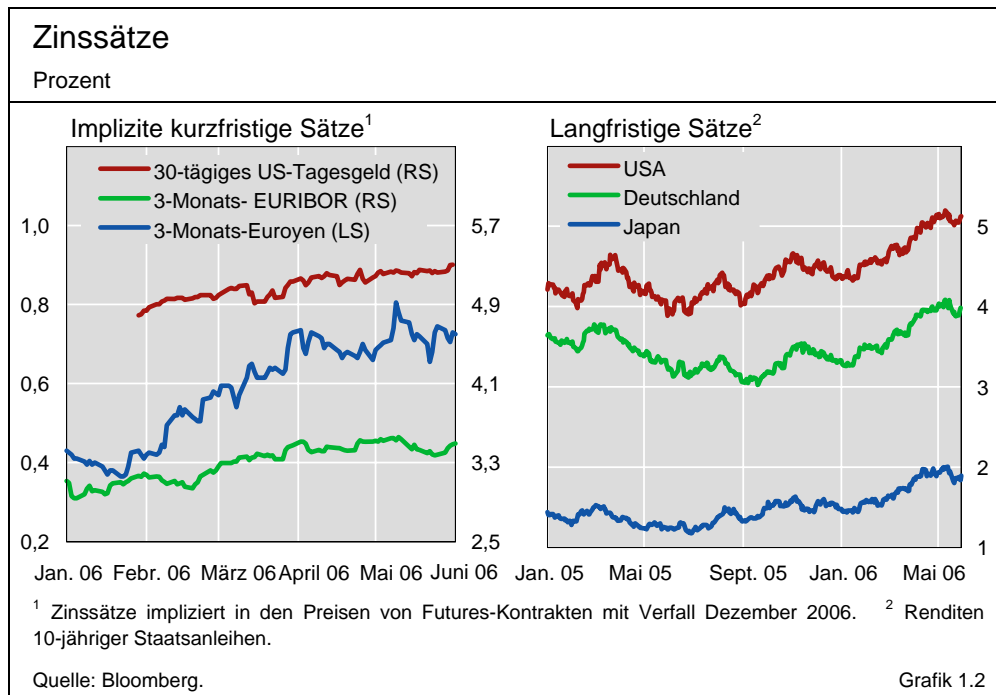
... und steigende Renditen auf Staatsanleihen

Der anfängliche Anstieg der Renditen von Staatsanleihen und die Hausse bei den Preisen von risikobehafteten Vermögenswerten waren zum Teil durch stärkere Fundamentaldaten gefördert worden. Die veröffentlichten Daten steigerten das Vertrauen in die Stärke der Weltwirtschaft. Die Konsensschätzung für das Wirtschaftswachstum in Japan schnellte im ersten Quartal empor und verbesserte sich danach noch weiter (Grafik 1.3 links). Im Euro-Raum veranlassten günstige umfragebasierte Frühindikatoren die Analysten, ihre Wachstumsprognosen nach oben zu korrigieren, obgleich die „harten“ Konjunkturdaten sich als erheblich schwächer erwiesen. Der deutsche ifo-Index wies für April den höchsten Stand seit dem Wiedervereinigungsboom Anfang der 1990er Jahre aus, was am 25. April die Bundesanleiherendite um 5 Basispunkte hochschnellen liess. In den USA sahen Ökonomen eine moderate Konjunktüreintrübung voraus, erwarteten jedoch, dass das Wachstum nah am Potenzial bleiben würde.

Anfängliche Hausse gestützt durch robustes Wachstum ...

Die Bekanntgabe von unerwartet guten Unternehmensgewinnen für das erste Quartal 2006 stützte die Hausse an den Aktien- und Kreditmärkten noch zusätzlich. Im Euro-Raum revidierten Analysten im April ihre Gewinnprognosen

... starke Gewinne ...



so rasch nach oben wie seit einiger Zeit nicht mehr (Grafik 1.3 rechts). In den USA wurden die Gewinnprognosen für die grösste Zahl von Unternehmen seit Anfang 2005 nach oben revidiert. Nur in Japan hatten die Aktienanleger diese besseren Aussichten bereits antizipiert, und so hatte der TOPIX Mühe, sein Niveau von Ende 2005 zu übertreffen.

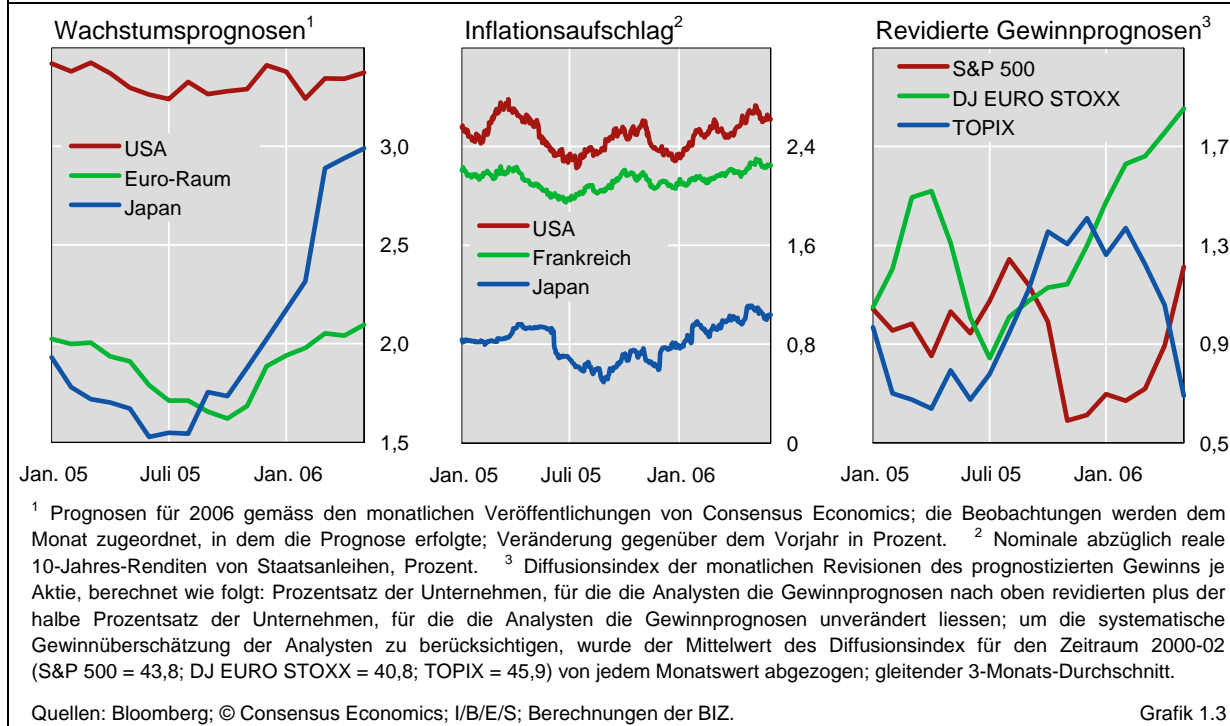
... niedrige  
Ausfallquoten ...

Als ein weiteres Zeichen für die starke Finanzlage der Unternehmen ging die Ausfallquote bei Unternehmensanleihen auf mehrjährige Tiefstwerte zurück; allerdings wird damit gerechnet, dass sie künftig wieder steigen. In den USA wurde von April 2005 bis April 2006 weniger als 1% der Schuldner mit Rating zahlungsunfähig; diese Quote ist etwas niedriger als die 1,1% des Vorjahres und die niedrigste seit 1997. Ausserhalb der USA konnten im gleichen Zeitraum alle Schuldner mit Rating ihre umlaufenden Anleihen bedienen. Dennoch wurden schon letztes Jahr Anzeichen sichtbar, dass die Unternehmensbonität ihren Scheitelpunkt überschritten hat. Zum Beispiel betrug von April 2005 bis April 2006 der Anteil der Herabstufungen an den gesamten Ratingänderungen von Moody's bei US-Unternehmen 57% und bei europäischen Unternehmen 54% (gegenüber 54% bzw. 43% in den 12 Monaten davor).

... und  
unveränderte  
Aussichten für  
Leitzinsen

Die Märkte für risikobehaftete Anlagen wurden auch dadurch gestützt, dass die offensichtliche Stärke der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nur begrenzte Auswirkungen auf die für die Zukunft erwarteten Leitzinsen hatte. Die impliziten Zinsen aus Geldmarktfutures zogen im März leicht an, blieben im April und Mai aber mehr oder weniger unverändert. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich des Tempos der geldpolitischen Straffung nicht wesentlich revidierten (Grafik 1.2 links). Die Bank of Japan kündigte im März 2006 das Ende ihrer Politik der quantitativen Lockerung und einen Wechsel zu konventionelleren geldpolitischen

## Gesamtwirtschaftlicher Ausblick



Instrumenten an. Diese Ankündigung hatte jedoch keine unmittelbaren Auswirkungen auf den Markt, da sie schon weitgehend antizipiert worden war und da die Zentralbank ihre Absicht betonte, die Leitzinszielvorgabe noch für längere Zeit bei null zu lassen.

In den USA reagierten US-Tagesgeldfutures und Aktienkurse stark auf Meldungen zur Inflation, aber dies war gewöhnlich von kurzer Dauer. Am 7. April beispielsweise wurden starke Arbeitsmarktzahlen als Indiz dafür gewertet, dass weitere Leitzinsanhebungen der Federal Reserve wahrscheinlicher geworden seien, was zu einem Einbruch um 1% des Index S&P 500 beitrug. Danach, am 18. April, wurde das veröffentlichte Protokoll der März-Sitzung der US-Notenbank dahingehend interpretiert, dass sich der Zinserhöhungszyklus seinem Ende nähern könnte, worauf der S&P 500 um 1,8% hochschnellte.

An den Anleihemärkten hingegen wurden Sorgen über Inflationsdruck zu einem wichtigen Einflussfaktor, der die längerfristigen Renditen insbesondere in den USA ab Anfang April in die Höhe trieb. Während der von den Anlegern geforderte Inflationsaufschlag von Mitte Januar bis Ende März nur einen Viertel des Anstiegs der US-Schatzpapierrenditen ausmachte, trug er im Zeitraum Anfang April bis Mitte Mai zwei Drittel dazu bei (Grafik 1.3 Mitte). Auch im Euro-Raum und in Japan stieg die anhand der Renditen nominaler und inflationsindexierter Staatsanleihen berechnete „break-even“-Inflationsrate; mit jeweils knapp 10 Basispunkten im Zeitraum Mitte April bis Mitte Mai fiel der Anstieg aber schwächer aus als in den USA (20 Basispunkte). Trotz dieses Anstiegs blieb der Inflationsaufschlag an den wichtigsten Märkten relativ gering und innerhalb der Bandbreite, die im Vorjahr beobachtet worden war.

Ab April steigende Renditen wegen Inflations Sorgen

## Anhaltendes Renditestreben Anfang 2006

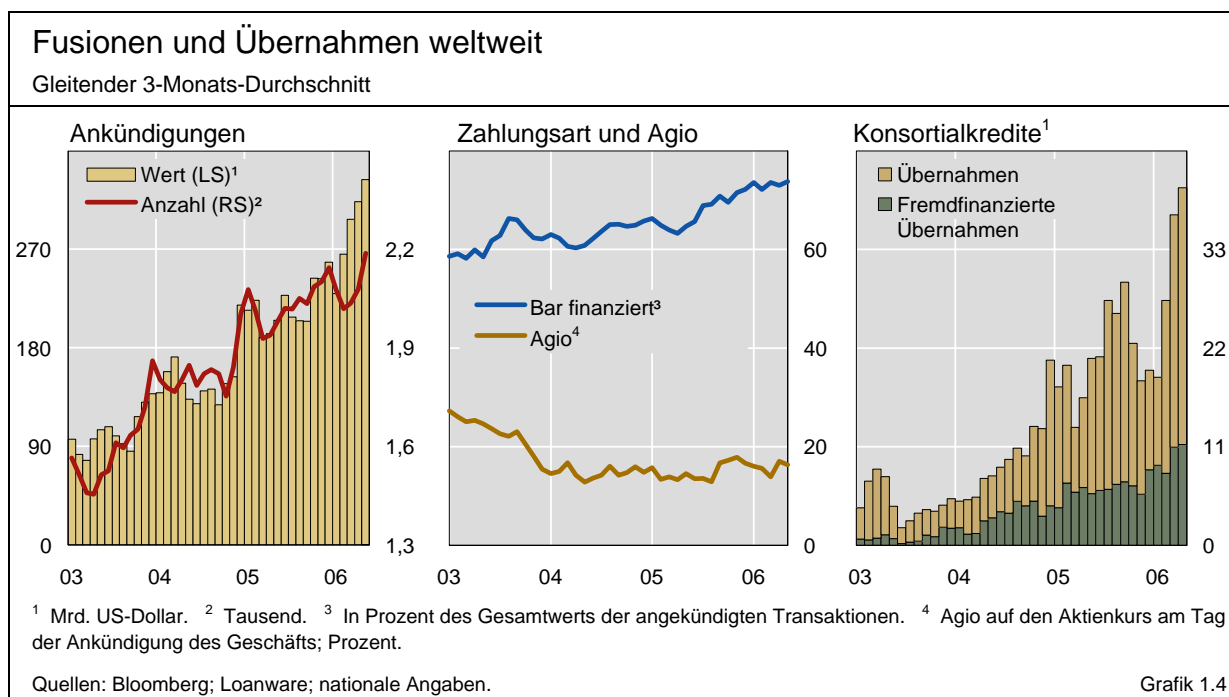
Neben den starken Fundamentaldaten trug offenbar auch eine erhöhte Risikobereitschaft der Anleger zu der Hausse an den Kredit- und Aktienmärkten in den ersten vier Monaten von 2006 bei. Über weite Teile der beiden Vorjahre hatten Investoren in ihrem Streben nach höheren Renditen die Preise risikoreicher Vermögenswerte in die Höhe getrieben. Dies setzte sich Anfang 2006 fort, obwohl die nominalen Anleiherenditen stiegen und die Geldpolitik weltweit gestrafft wurde.

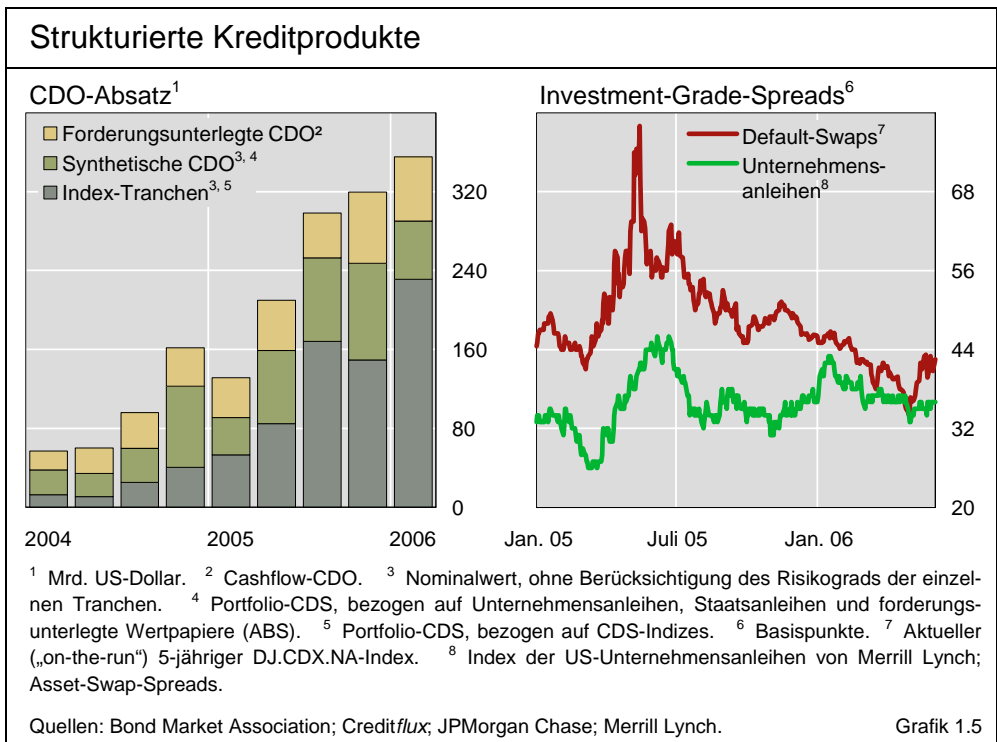
Renditestreben fördert Verengung der Renditen-aufschläge ...

Am offensichtlichsten war das Renditestreben der Anleger an den aufstrebenden Märkten. Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen Anfang 2006 an den internationalen Märkten für Schuldtitel Rekordbeträge zu sehr günstigen Bedingungen auf – darunter auch erhebliche Beträge in Landeswährung (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Die Spreads wurden enger, selbst für Länder mit relativ schwachen Fundamentaldaten. So schrumpften trotz der schleppenden Konsolidierung des Staatshaushalts die Prämien von Credit-Default-Swaps (CDS) für die Philippinen von Ende 2005 bis Anfang Mai 2006 um 100 Basispunkte auf rund 150 Basispunkte.

... trotz beschleunigten Absatzes

Auch an den Märkten für Schuldtitel von Unternehmen akzeptierten die Anleger geringere Aufschläge, obwohl der Absatz sprunghaft anstieg. In den USA lagen die Emissionen von Unternehmen zwischen Januar und Mai 2006 etwa 40% höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Auch die Kreditvergabe der Banken weitete sich rasch aus. Dies stand zum grossen Teil in Zusammenhang mit der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen. Das angekündigte Volumen solcher Transaktionen war in den ersten fünf Monaten von 2006 rund 50% höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum (Grafik 1.4 links). Während im „vorherigen Fusions- und Übernahmepoom in den Jahren 1999/2000 etwa 70% aller Transaktionen mit Aktien bezahlt worden waren, waren es seit 2005 nur noch 30%. Die jüngsten Transaktionen wurden





mehrheitlich mit Barmitteln bezahlt, die oft an den Anleihemärkten aufgenommen wurden.

Besonders stark war die Nachfrage nach höher rentierenden Unternehmenstiteln. Während bei den Spreads auf Unternehmensanleihen besserer Bonität im Laufe der ersten fünf Monate 2006 kaum Veränderungen zu sehen waren, gingen die Spreads auf hochrentierende Anleihen signifikant zurück und erreichten ein Niveau nur wenige Basispunkte über ihrem Tiefpunkt vom März 2005. Auch die Zinsaufschläge auf neue „leveraged loans“ – d.h. Kredite an als spekulativ eingestufte Schuldner – erreichten in den ersten Monaten 2006 Rekordtiefstände, obwohl das Volumen solcher Kredite rasant wuchs. So stieg die Kreditvergabe für fremdfinanzierte Übernahmen von durchschnittlich \$ 7 Mrd. pro Monat im Jahr 2005 auf \$ 10 Mrd. während der ersten vier Monate 2006 (Grafik 1.4 rechts), ein Volumen ähnlich wie am Höhepunkt der vorherigen Welle solcher Übernahmen im Jahr 1989.

Diese Nachfrage spiegelte u.a. das lebhafte Anlegerinteresse an strukturierten Kreditprodukten wider. Ein grosser Anteil der neuen „leveraged loans“ wurde als „collateralised debt obligations“ (CDO; forderungsbesicherte Schuldverschreibungen) verbrieft und somit in Wertpapiere mit besserem, oft AAA-Rating umgewandelt. CDO werden in der Regel mit weit höheren Spreads gehandelt als Unternehmensanleihen mit ähnlichem Rating und sind daher beliebt bei Anlegern, die eine Strategie der Renditenmaximierung für ein bestimmtes Kreditrating verfolgen.

Der Absatz von CDO war im ersten Quartal 2006 aussergewöhnlich hoch, insbesondere derjenige von mit CDS unterlegten, „synthetischen“ CDO (Grafik 1.5). Die starke Nachfrage nach strukturierten Kreditprodukten führte sogar zu einer Abkopplung der CDS-Prämien von den Zinsaufschlägen auf Anleihen mit einem Investment-Grade-Rating. Nach den Turbulenzen an den

Kreditvergabe in Rekordhöhe für fremdfinanzierte Übernahmen

Strukturierte Kreditprodukte weiterhin stark nachgefragt

Kreditmärkten im zweiten Quartal 2005 verengten sich die CDS-Spreads fast stetig, während die Anleihespreads keine Anzeichen einer Rückkehr zu den früheren Tiefständen erkennen liessen. CDO-Manager bevorzugten oft CDS als Basiswert von CDO anstelle von Kassainstrumenten, da CDS-basierte Produkte schneller aufzulegen, leichter masszuschneiden und einfacher abzusichern sind. Diese ganzen Strukturierungsgeschäfte waren anscheinend dafür verantwortlich, dass CDS-Prämien in den ersten Monaten des Jahres 2006 unter grösserem Abwärtsdruck standen als Spreads auf Anleihen.

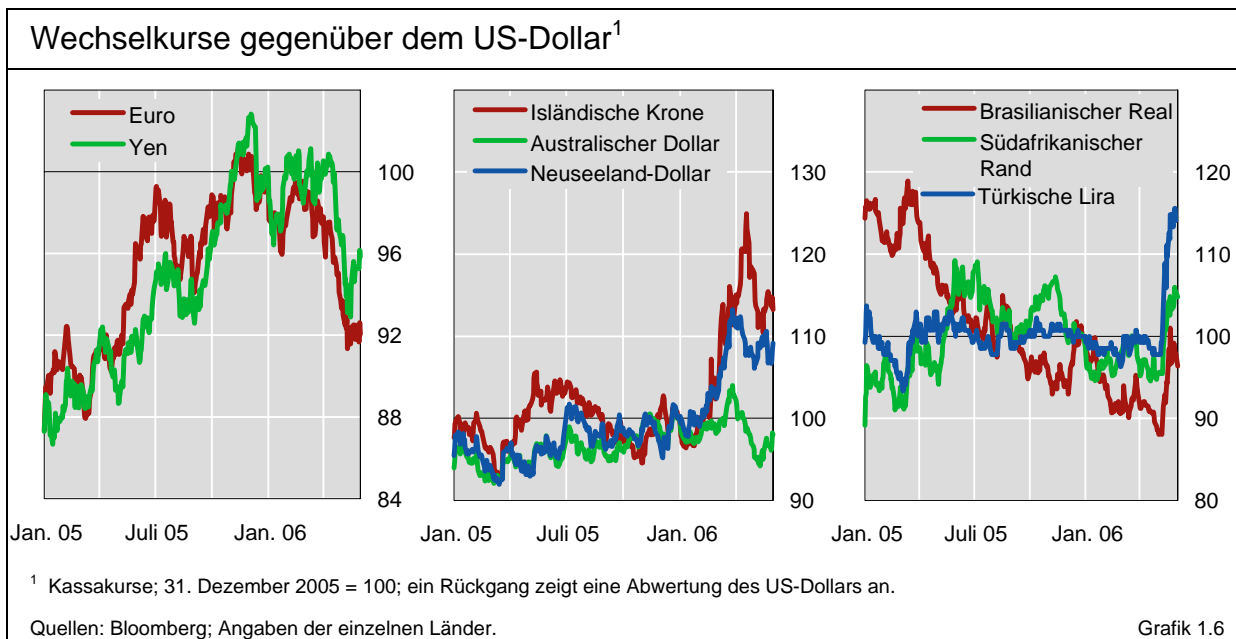
## Anzeichen kommender Probleme

Schon Anfang 2006  
Besorgnis über  
Bewertungen von ...

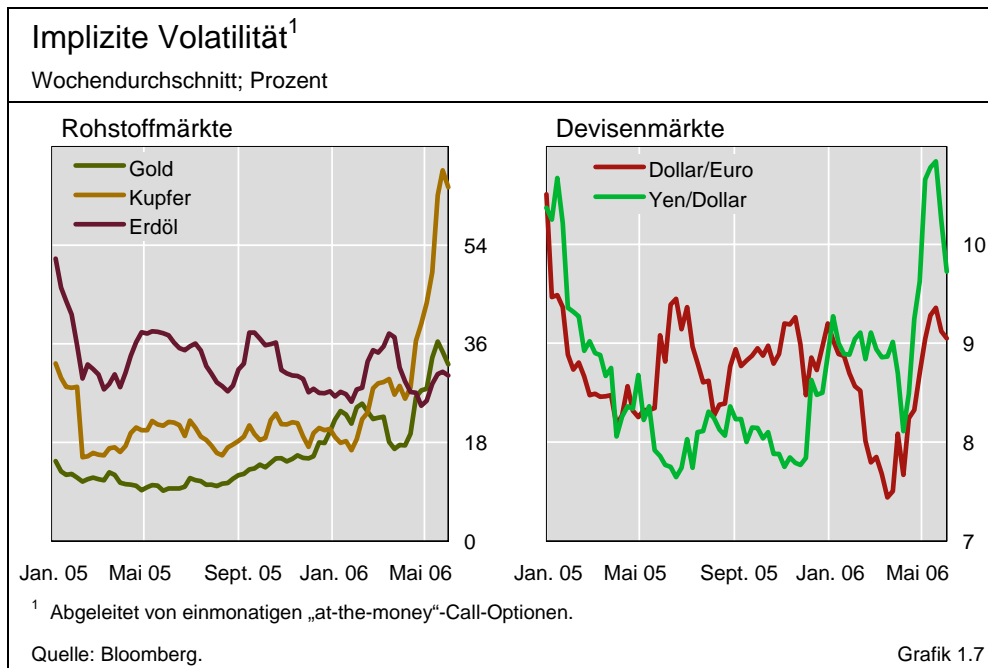
Anzeichen möglicher Probleme waren bereits während der Hausse an den Kredit- und Aktienmärkten von Januar bis Anfang Mai 2006 zu erkennen. An einigen Märkten schwand der Optimismus, der den Preisen höher rentierender Aktiva Auftrieb gegeben hatte, als die Hausse die Bewertungen weiter steigen liess. Die dadurch hervorgerufene erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Erträge verstärkte häufig noch die Reaktion der Anleger auf jegliche negative Marktentwicklung.

... hochrentierenden  
Währungen ...

Dass negative Entwicklungen an einem bestimmten Markt durchaus auf andere Märkte übergreifen können, zeigte sich Ende Februar 2006 sehr deutlich, als Carry-Trades mit der isländischen Krone glattgestellt wurden. Als die Ratingagentur Fitch einen negativen Ausblick für das Länderrating Islands bekannt gab, büsste die Krone in den beiden folgenden Tagen 7% ein (Grafik 1.6). Ein solches Ereignis würde sich normalerweise nicht auf andere Devisenmärkte auswirken. Die Auflösung von Positionen mit der Krone führte jedoch innerhalb weniger Stunden zu abrupten, wenn auch kurzlebigen Einbrüchen bei anderen hochrentierenden Währungen – u.a. derjenigen Australiens, Brasiliens, Neuseelands, Südafrikas und Ungarns.







In der soeben erwähnten Episode gab es einen eindeutigen Auslöser, doch dies war nicht immer der Fall. Der saudi-arabische Aktienmarkt begann gegen Ende Februar nachzugeben, und kurz darauf brachen fast alle Märkte im Nahen Osten ein. Bis Mitte Mai fielen die Kurse am saudi-arabischen Markt auf noch 50% ihres Höchststands. Obwohl es sich um eine massive Korrektur handelte, ist schwer zu sagen, welches Ereignis sie auslöste. Sie schien nicht mit irgendwelchen Änderungen der Fundamentaldaten zusammenzuhängen. Die Verkaufswelle fiel sogar mit einem weiteren Anstieg der Ölpreise zusammen, was normalerweise den Ausblick für Saudi-Arabien und andere Ölexporture verbessern würde. Vielmehr wirkte da wohl ein ähnlicher Prozess in umgekehrter Richtung wie 2005, als sich gegenseitig aufschaukelnder Anlegeroptimismus und Herdentrieb zu einer Verdoppelung der Aktienkurse im Nahen Osten geführt hatten. Trotz günstiger gesamtwirtschaftlicher Eckwerte war das Gewinnwachstum an den Märkten des Nahen Ostens hinter dem Preisanstieg zurückgeblieben; örtliche Anleger, die über reichliche Öleinnahmen verfügten, hatten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Niveaus hochgetrieben, die durch die Fundamentaldaten nicht mehr gerechtfertigt waren. Solche hohen Bewertungen untergruben schliesslich den Optimismus, der zuvor die Hausse gestützt hatte.

... Aktien des Nahen Ostens ...

Auch an den Rohstoffmärkten zeigte sich Unbehagen über die Bewertungen. Mitte April begann die implizite Volatilität an den Kupfer- und Goldmärkten stark zuzunehmen (Grafik 1.7). Ungewöhnlich war dabei, dass gleichzeitig die Preise rasant anstiegen, da ein Preisboom ansonsten meist mit abnehmender Volatilität einhergeht. Die positive Beziehung zwischen impliziter Volatilität und Preisen deutet darauf hin, dass die Unsicherheit hinsichtlich der Bewertungen zunahm, je mehr sich der Preisauftrieb an den Rohstoffmärkten beschleunigte. Namentlich blieb die implizite Volatilität am Ölmarkt unverändert, während sie an anderen Rohstoffmärkten zunahm. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die zugrundeliegende Angebots- und Nachfrage-

... Rohstoffen ...



situation für die Ölpreise günstiger eingeschätzt wurde als für die Preise anderer Rohstoffe.

... und des US-Dollars

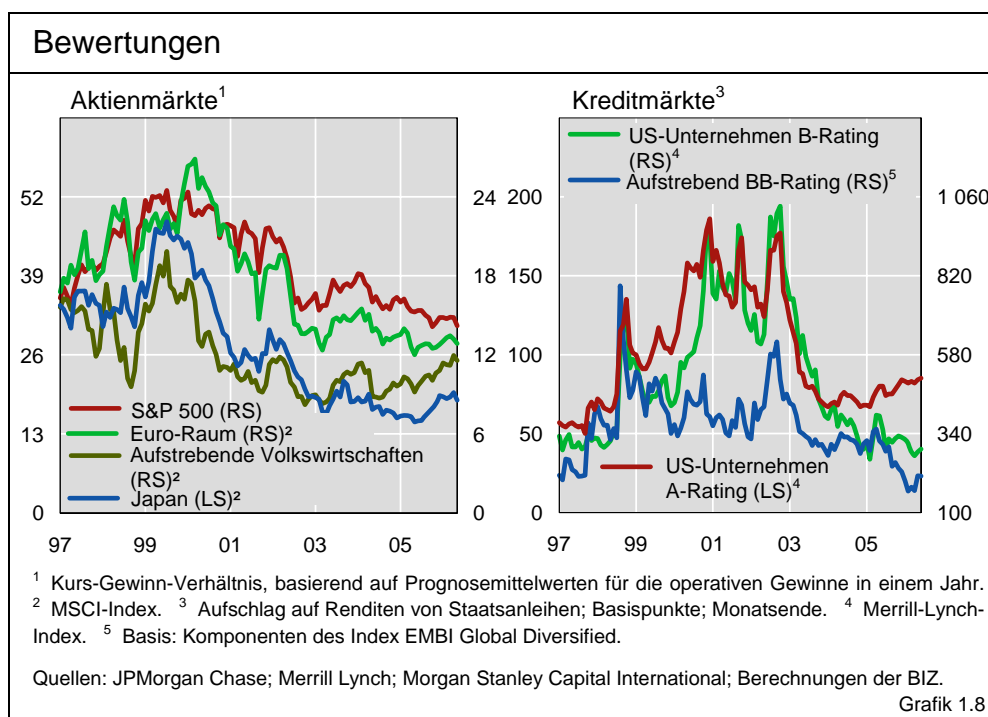
An den Devisenmärkten wuchs gegen Ende April die Unsicherheit ebenfalls. Der US-Dollar büsste im Zeitraum Mitte April bis Mitte Mai sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem Yen rund 6% ein; gleichzeitig wurden an den Dollar-Anleihemärkten Inflationsbedenken wach (Grafik 1.6). Als der Dollarkurs einbrach, schnellte die implizite Volatilität an den Devisenmärkten auf den höchsten Stand seit Anfang 2005 (Grafik 1.7).

## Marktweite Neubewertung des Risikos

Aktien am stärksten getroffen ...

Angesichts dieser wachsenden Unsicherheit über die Bewertungen an einigen Märkten kam es Mitte Mai an vielen Märkten zu einer Kehrtwende. Etwa ab dem 10. Mai stiegen die Preise von Staatsanleihen mit hohem Rating, während die Preise risikoreicherer Vermögenswerte fielen. In mancher Hinsicht war überraschend, wie weit verbreitet der Stimmungsumschwung an den Märkten war: Fast alle Märkte wurden von der Verkaufswelle erfasst, auch diejenigen, an denen die Anleger zuvor mit den Bewertungen scheinbar zufrieden waren. So schienen die Aktien in den Industrieländern nicht offenkundig überbewertet zu sein. An den wichtigsten Märkten waren die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den ersten Monaten von 2006 sogar zurückgegangen (Grafik 1.8). Dennoch waren die Aktienmärkte am härtesten von der Verkaufswelle betroffen. Der DJ EURO STOXX büsste vom 10. bis zum 22. Mai 10% ein, der TOPIX 6% und der S&P 500 5% (Grafik 1.1).

Die Märkte für Unternehmensschuldtitel waren wohl anfälliger gegenüber einer Kurskorrektur als die Aktienmärkte, da die Renditenaufschläge trotz der Zunahme der fremdfinanzierten Übernahmen nahe ihren zyklischen Tiefständen verharrten. Dennoch war ihre Ausweitung relativ moderat. Die



Aufschläge von hochrentierenden US-Unternehmensanleihen weiteten sich um 25 Basispunkte aus, weit weniger als während der Kreditmarkturbulenzen im April und Mai 2005. Ähnliches gilt für die Rohstoffe: Die Preise kamen zwar von ihren Höchstständen herunter, blieben aber deutlich über ihren Niveaus von Ende 2005.

Besonders massiv fiel die Korrektur Mitte Mai in den aufstrebenden Volkswirtschaften aus, wobei sich allerdings auch hier die Preise von Schuldtiteln besser hielten als die Aktienkurse. Der MSCI-Index für Aktien aufstrebender Volkswirtschaften ging, in Landeswährungen gerechnet, vom 10. bis zum 22. Mai um 11% zurück (Grafik 1.1). Einzelne Märkte verzeichneten noch stärkere Einbrüche, z.B. Russland 24% und Indien 17%. Zahlreiche Währungen werteten gegenüber dem US-Dollar beträchtlich ab, u.a. die türkische Lira 14% und der brasilianische Real 12% (Grafik 1.6). Gleichzeitig schnellten in mehreren Ländern die Renditen von in Landeswährung denominierten Staatsanleihen deutlich in die Höhe. Die Spreads auf Auslandsschulden in US-Dollar weiteten sich zwar um rund 30 Basispunkte aus, blieben jedoch unter ihren Niveaus von Ende 2005 (Grafik 1.8).

Es ist schwierig, ein bestimmtes Ereignis als Auslöser der massiven Korrektur auszumachen, die Mitte Mai einsetzte. Die Verkaufswelle trat weder an allen Märkten synchron noch plötzlich ein: Manche Märkte erreichten ihren Scheitelpunkt am 9. Mai, andere einige Tage später; manche verzeichneten ungewöhnlich hohe Tagesverluste, andere nur leichte Rückgänge. Dies legt die Vermutung nahe, dass neue Informationen nicht die Hauptursache der Korrektur waren. Tatsächlich verzeichneten die Fundamentaldaten Mitte Mai keinerlei nennenswerte Veränderung. Natürlich gab es Bedenken hinsichtlich der Inflation. Als beispielsweise am 15. Mai ein unerwartet starker Anstieg der US-Verbraucherpreise bekannt gegeben wurde, fiel der S&P 500 um 1,7%, und die europäischen und lateinamerikanischen Aktienmärkte erlitten noch grössere Einbussen. Diese Bedenken waren jedoch lange vor Mitte Mai aufgetaucht. Zudem war die Besorgnis über die Inflation am stärksten in den USA, aber die Baisse war an den US-Märkten schwächer als an den meisten anderen.

Wenn es nicht die Fundamentaldaten waren, dann dürfte wohl die Risikoneigung ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der Verkaufswelle gewesen sein. Wenn etwas typisch an der Verkaufswelle war, dann dies: Die grössten Einbrüche waren grundsätzlich an jenen Märkten zu verzeichnen, die in den vorangegangenen Monaten am stärksten zugelegt hatten. Die Preisrückgänge an einigen Märkten wirkten offenbar ansteckend; sie erhöhten die Unsicherheit über die Tragfähigkeit jüngster Gewinne an anderen Märkten und veranlassten die Anleger so zu einem überstürzten Rückzug in dem Bestreben, ihre Gewinne zu sichern.

Der merkliche Anstieg der impliziten Volatilität, der mit der Verkaufswelle einherging, steht in Einklang mit einer umfassenden Neubewertung des Risikos. An den meisten grossen Aktienmärkten erreichte die implizite Volatilität den höchsten Stand seit Mitte 2004, dem Zeitpunkt der weltweiten

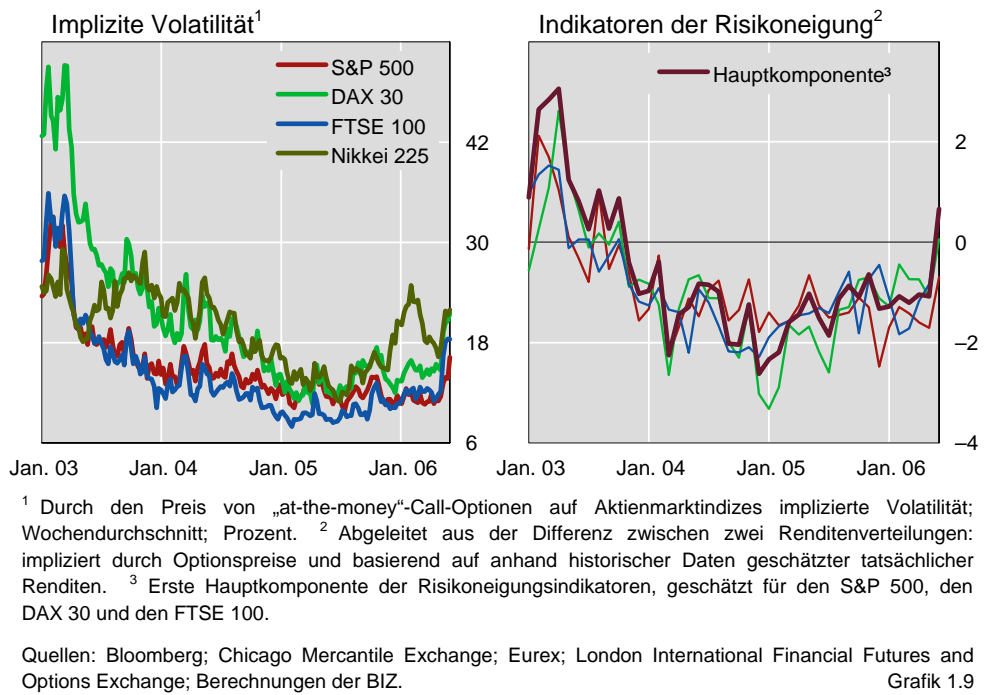
... insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften

Unveränderte Fundamental-  
daten ...

... legen sinkende Risikoneigung als Hauptfaktor nahe ...

... worauf auch steigende implizite Volatilität hindeutet

## Volatilität und Risikoneigung an den Aktienmärkten



Verkaufswelle an den Anleihemärkten (Grafik 1.9). Bei den japanischen Aktien stieg die implizite Volatilität zwar ebenfalls, doch blieb sie unter den Niveaus vom Januar, als der TOPIX auf seinem Höchststand war. Die implizite Volatilität für den S&P 500 kletterte am 24. Mai im Innertageshandel auf einen Spitzenwert von 20%, nachdem sie während der ersten vier Monate des Jahres um 11% geschwankt hatte. Danach schwächte sich die Volatilität wieder ab, doch am 2. Juni war sie noch immer stärker als in den Vormonaten.

Die implizite Volatilität wird sowohl durch die Einschätzung der künftigen Marktvolatilität als auch durch die Abneigung der Anleger gegenüber dieser Volatilität beeinflusst. Diese beiden Einflüsse können auseinander gehalten werden, indem die Verteilung der in den Optionspreisen implizierten erwarteten Renditen mit der Verteilung der historischen Renditen verglichen wird. Die so abgeleiteten Messgrößen der Risikoaversion lassen in der zweiten Maihälfte an verschiedenen Märkten eine kräftige Zunahme erkennen (Grafik 1.9). Die gemeinsame Komponente der verschiedenen Messgrößen erreichte ihren höchsten Wert seit Mitte 2003. Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass Besorgnis über die Inflation zwar vielleicht die erwartete künftige Volatilität der Marktrenditen ein wenig erhöht hat, dass hinter dem Anstieg der impliziten Volatilität jedoch vor allem eine grössere Risikoaversion stand. Wenn diese andauert, könnte das darauf hindeuten, dass das Renditestreben, das die Finanzmärkte seit 2004 prägte, endlich etwas nachgelassen hat, wenn auch nicht in allen Marktsegmenten gleich stark.

