

---

## Schwindender Optimismus<sup>1</sup>

Von März bis Mai wurde das Marktgeschehen durch zwei konkurrierende Themen geprägt, die wechselseitig zum Tragen kamen und sich auf breiter Front an den Finanzmärkten auswirkten: die erhoffte Erholung der Weltwirtschaft einerseits und die Sorge über die Lage im Euro-Raum andererseits.

Zu Beginn des Berichtszeitraums hatte sich die Stimmung der Anleger nach den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der EZB erheblich aufgehellt. Da sich die Finanzierungsengpässe der Banken milderten, verschob sich das Augenmerk auf die Stärke der Weltwirtschaft. Positive Wirtschaftsnachrichten aus den USA und das ungebrochene Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften weckten die Hoffnung auf eine stetige wirtschaftliche Erholung. Besonders deutlich trat dieser wiedererwachte Optimismus an den Aktien- und den Rohstoffmärkten zutage. An den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere verengten sich die Kreditspreads, insbesondere für Banken und ausgewählte Staaten des Euro-Raums. Darüber hinaus wurden in den aufstrebenden Volkswirtschaften rege Kapitalzuflüsse verzeichnet.

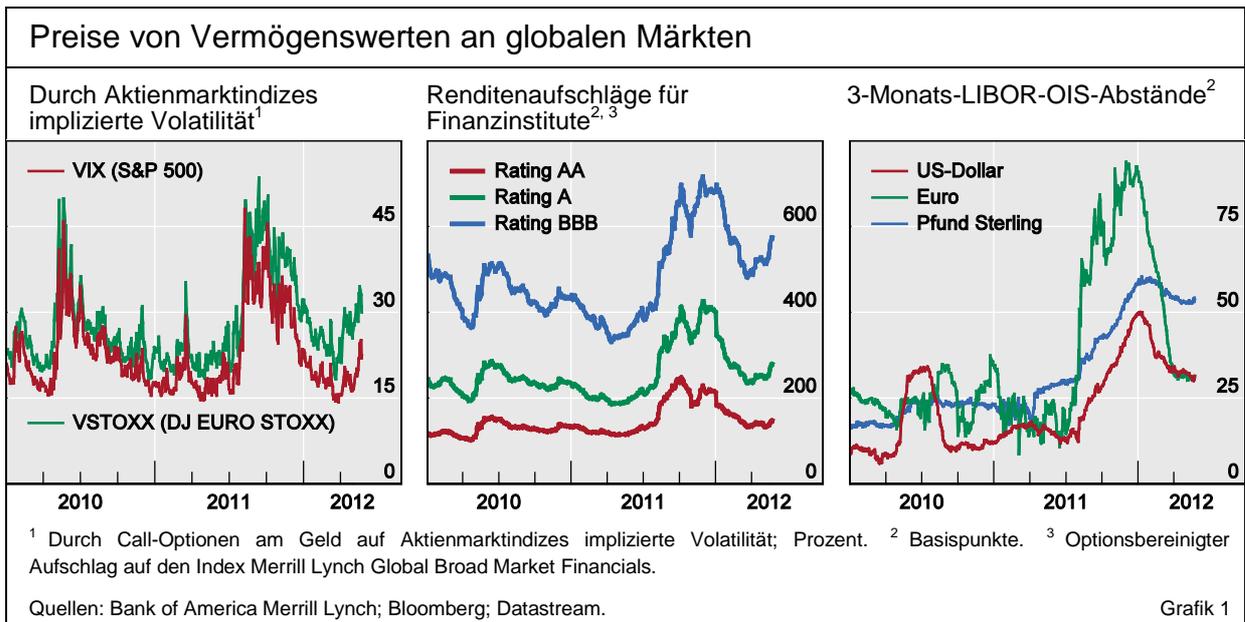
Bis Mitte Mai kamen jedoch wieder Zweifel auf: Zweifel über das Wirtschaftswachstum in Europa, über die finanzielle Solidität von Staaten des Euro-Raums, über die Banken, über die Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung auf das Wachstum und schliesslich über die politische Stabilität innerhalb des Euro-Raums. Zusammen mit ersten Anzeichen eines schwächeren Wachstums in den USA und China liessen diese Zweifel die Anleger vorsichtiger werden und die Volatilität an den Finanzmärkten weltweit ansteigen.

### Kurzlebiger Optimismus in Bezug auf die Erholung

Durch die ausserordentlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRG) der EZB wurde das wahrgenommene Risiko einer gravierenden Bankenkrise in Europa erfolgreich gesenkt. Anfang März hatten die umfangreichen Liquiditätsspritzen, die in zwei Operationen bereitgestellt worden waren, an den Finanzmärkten erkennbare Wirkung gezeigt. Die Befürchtungen der

---

<sup>1</sup> Fragen zu diesem Artikel sind an Jacob Gyntelberg ([jacob.gyntelberg@bis.org](mailto:jacob.gyntelberg@bis.org)) und Andreas Schrimpf ([andreas.schrimpf@bis.org](mailto:andreas.schrimpf@bis.org)) zu richten, Fragen zu Daten und Grafiken an Magdalena Erdem ([magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org)) und Garry Tang ([garry.tang@bis.org](mailto:garry.tang@bis.org)).



Marktteilnehmer, dass gravierende Abwärtsrisiken zum Tragen kommen könnten, liessen nach, und die Anleger zeigten sich allgemein risikofreudiger.

Die vorübergehende Zunahme der Risikobereitschaft spiegelte sich auch deutlich in der impliziten Volatilität von Aktienoptionen wider. Der VIX-Index, der sich im späteren Jahresverlauf 2011 auf einem erhöhten Niveau bewegt hatte, fiel am 19. März auf den tiefsten Stand seit Juni 2007 (Grafik 1 links).

Die Refinanzierungsbedingungen der Banken im Euro-Raum verbesserten sich dank des zweiten LRG der EZB vom 29. Februar ganz erheblich. Dieses Geschäft, bei dem die Finanzinstitute insgesamt €530 Mrd. mit einer Laufzeit von drei Jahren zum durchschnittlichen Leitzins während der Laufzeit (gegenwärtig 1%) aufnahmen, erleichterte Instituten mit Finanzierungsengpässen die Refinanzierung fällig werdender Schulden. Als sich daraufhin die Risikoeinschätzung verbesserte, verringerten sich die Kreditspreads von Banken in Europa und den USA zumindest vorübergehend. Dabei verengten sich die Renditeaufschläge von Instituten mit niedrigerem Rating am stärksten (Grafik 1 Mitte). Die erfolgreiche Eindämmung des Finanzierungsdrucks spiegelte sich deutlich an den Geldmärkten wider: Am Euro-Markt verengten sich die LIBOR-OIS-Abstände um rund 60 Basispunkte, und am US-Dollar-Markt gingen sie um etwa 20 Basispunkte zurück (Grafik 1 rechts).

Geldpolitische Massnahmen schüren Optimismus ...

Die Verbesserung war auch am Primärmarkt für langfristige unbesicherte Bankanleihen spürbar, der sich zu Jahresbeginn vorübergehend wieder öffnete – in der zweiten Jahreshälfte 2011 war eine Refinanzierung über diesen Kanal für viele Banken des Euro-Raums unmöglich gewesen. Allerdings refinanzieren sich zahlreiche Banken aus den Peripherieländern des Euro-Raums weiterhin vorwiegend über gedeckte oder staatlich garantierte Schuldverschreibungen (s. Kasten 1 im Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“). Die insgesamt günstigen Marktbedingungen im März erleichterten auch eine reibungslose Abwicklung des griechischen Schuldentauschs im Volumen von €200 Mrd., der in der zweiten Märzwoche stattfand und sich nur sehr geringfügig auf die anderen europäischen

... und mindern Refinanzierungsdruck der Banken

Staatsanleihemärkte und Märkte für Credit-Default-Swaps (CDS) auswirkte. Durch den Schuldentausch wurden in begrenztem Umfang Auszahlungen ausstehender CDS auf griechische Staatsanleihen ausgelöst, die jedoch ohne Schwierigkeiten beglichen wurden, sodass die zuvor gehegten Zweifel der Investoren hinsichtlich der Effektivität der Absicherung des Ausfallrisikos von Staaten durch CDS-Kontrakte ausgeräumt wurden.

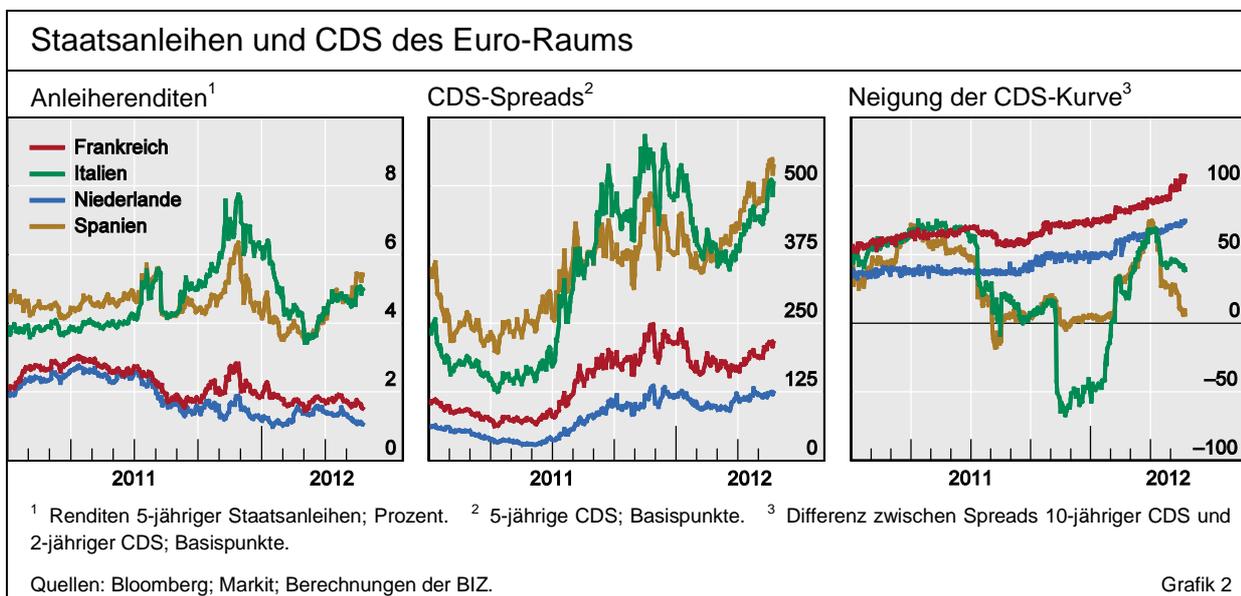
Verengung  
italienischer und  
spanischer Spreads

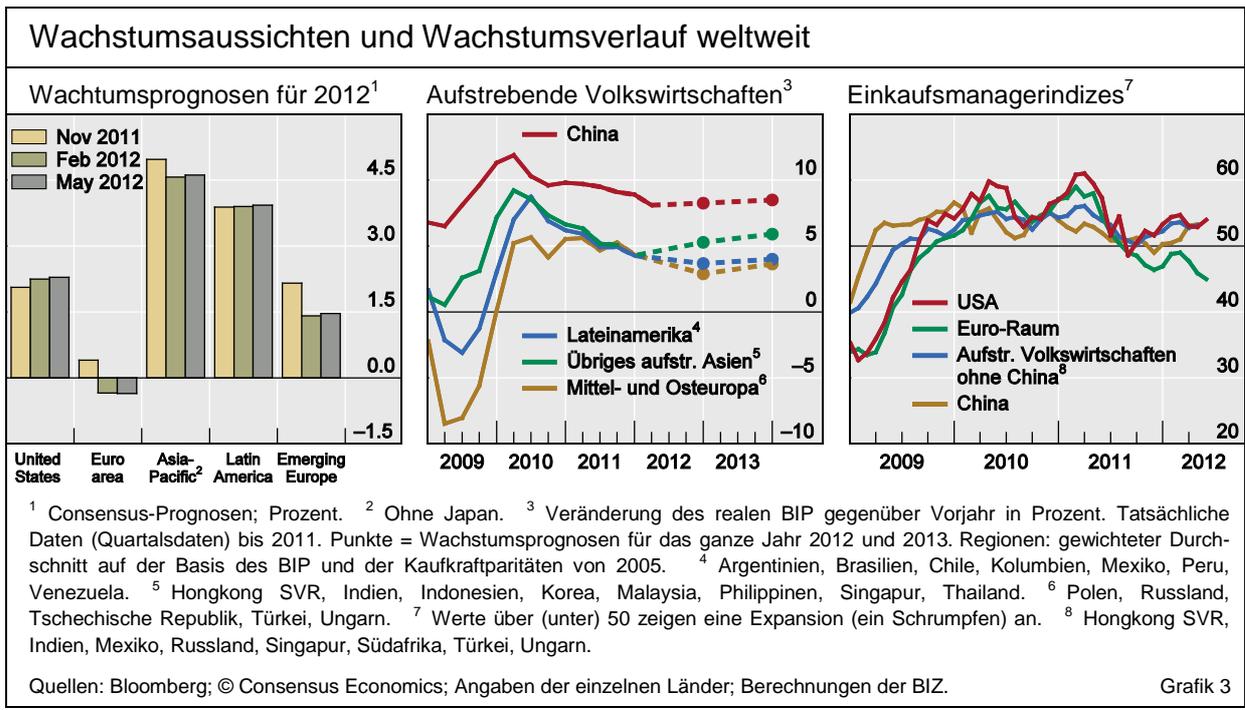
Der durch die geldpolitischen Massnahmen und die Wachstumserwartungen angekurbelte Optimismus in Bezug auf den Euro-Raum zerstreute vorübergehend die Bedenken der öffentlichen Entscheidungsträger und der Anleger, die sich über die Aussichten für die Staaten des Euro-Raums besorgt gezeigt hatten. Die Renditen spanischer und italienischer Staatsanleihen gingen deutlich zurück (Grafik 2 links), teilweise wohl im Zusammenhang mit umfangreichen Anleihekäufen, die die Banken dieser beiden Länder nach den LRG der EZB sowohl an den Primär- als auch an den Sekundärmärkten vornahmen. Auch die Spreads von CDS auf spanische und italienische Staatsanleihe waren angesichts der nachlassenden Befürchtungen der Anleger rückläufig (Grafik 2 Mitte). Die positivere Einschätzung spiegelte sich auch in der Neigung der Kreditrisikokurve wider, die steiler wurde (Grafik 2 rechts). In Italien war die Verbesserung besonders augenscheinlich: Hier erlangte die Kreditrisikokurve wieder eine positive Neigung, nachdem sie in den letzten zwei bis drei Monaten des Jahres 2011 invers gewesen war.

#### Verbesserte weltwirtschaftliche Aussichten

Optimismus  
hinsichtlich  
konjunktureller  
Erholung

Als die Spannungen im Euro-Raum nachliessen, richteten die Marktteilnehmer ihr Augenmerk auf die weltweiten Wirtschaftsaussichten. Beschwingt durch positive Meldungen zum Konjunkturaufschwung in den USA revidierten sie ihre Wachstumserwartungen für die US-Wirtschaft nach oben (Grafik 3 links). Auch die Arbeitsmarktdaten für die USA fielen etwas besser aus, was teilweise auf die günstige Witterung zurückzuführen war. In Japan kam es durch die Massnahmen zum Wiederaufbau nach dem Erdbeben zu einer leichten Erholung des Wirtschaftswachstums. Das ungebrochene Wachstum in den





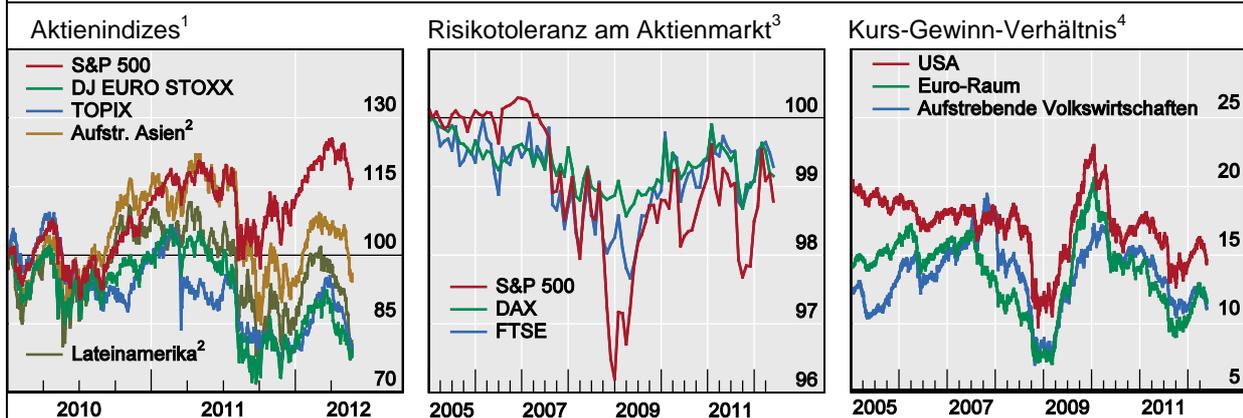
wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften (insbesondere in Asien) trug ebenfalls zur optimistischeren Einschätzung der weltweiten Konjunkturaussichten bei (Grafik 3 Mitte).

Begünstigt durch die grössere Risikotoleranz und die verbesserten Wachstumserwartungen entwickelten sich die Aktienkurse sowie die Preise anderer konjunktur- und risikosensitiver Vermögenswerte bis Ende März robust. Am stärksten festigten sich die Aktienmärkte in den USA und Asien, entsprechend den besseren makroökonomischen Aussichten dieser Regionen (Grafik 4 links). Der S&P 500 legte im ersten Quartal trotz schwächerer Gewinnprognosen um rund 12% zu, was den grössten vierteljährlichen Anstieg seit einem Jahrzehnt darstellt. Auch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den Aktienmärkten fortgeschrittener und aufstrebender Volkswirtschaften zogen an und erholten sich von den Tiefständen, die Ende 2011 verzeichnet worden waren (Grafik 4 rechts). Die divergierende Entwicklung der Bewertungen und der Gewinnerwartungen lässt den Schluss zu, dass die Bewertungsänderungen vor allem auf eine höhere Risikobereitschaft der Anleger zurückzuführen waren (Grafik 4 Mitte). Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA und in Europa blieben allerdings unter dem historischen Durchschnitt, wohingegen sich die Bewertungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor um die historischen Durchschnittsmarken herum bewegten.

Die optimistische Erwartung eines Konjunkturaufschwungs war auch an den Rohstoffmärkten deutlich sichtbar, wo sowohl die Energie- als auch die Industriemetallpreise kontinuierlich aufwärts tendierten (Grafik 5 links). Dies hing in erster Linie mit der knappen Angebots- und Nachfragekonstellation zusammen. Im Falle des Erdöls verstärkten Bedenken über potenzielle weitere Lieferengpässe und geopolitische Risiken den Druck noch, und während des Berichtszeitraums wurde Rohöl in der Regel zu über \$ 100 pro Barrel gehandelt. Ausserdem veranlassten die positiven Konjunkturaussichten und die

Steigende Aktien- und Rohstoffpreise bei positiverer Marktstimmung

## Aktienmarktindikatoren



<sup>1</sup> 4. Januar 2010 = 100. <sup>2</sup> MSCI-Indizes in US-Dollar gerechnet. <sup>3</sup> Indikatoren abgeleitet aus den Differenzen zwischen den linken Randbereichen von zwei Verteilungen der Erträge: die eine impliziert durch den Preis von Optionen, die andere basierend auf den anhand historischer Daten geschätzten tatsächlichen Erträgen. Aufwärtsbewegung = steigende Risikotoleranz; Januar 2005 = 100. <sup>4</sup> Aktienmarktindizes von Datastream.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4

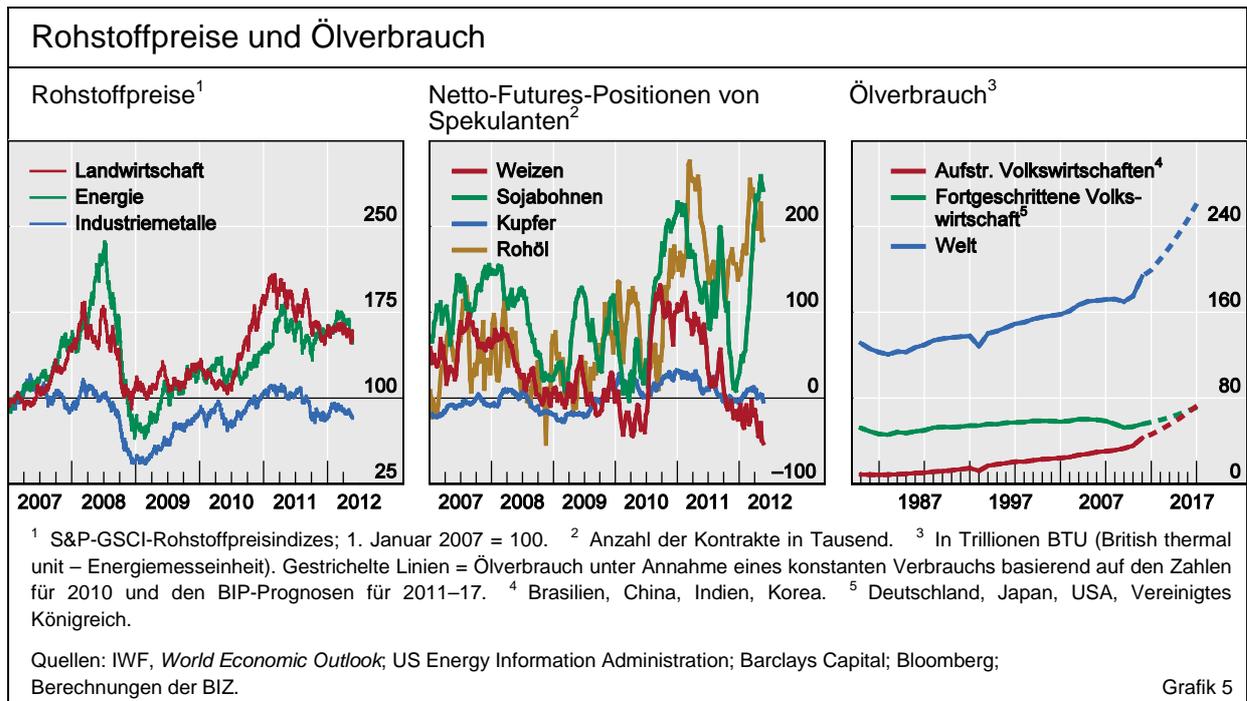
erwarteten Preiserhöhungen Finanzinvestoren, ihre Netto-Long-Positionen in Öl- und Metall-Futures auszubauen (Grafik 5 Mitte). Insbesondere in Bezug auf Öl rechneten die Investoren auf lange Sicht eindeutig mit einer anhaltenden Zunahme des Verbrauchs, da sie eine weiterhin kräftige Nachfrage aus China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften erwarteten (Grafik 5 rechts). Im Gegensatz zu Energie und Metallen war der Preisanstieg im Agrarbereich gemässigt, da bessere Ernten – insbesondere eine bessere Weizenernte – erwartet wurden. Dies sollte allerdings vor dem Hintergrund der im Vergleich zu früher ausserordentlich schwierigen weltweiten Witterungsbedingungen der vergangenen Jahre betrachtet werden.

## Neuerliche Unsicherheit im Euro-Raum

In der zweiten Märzhälfte begann der Optimismus an den Finanzmärkten infolge erneuter Bedenken über das Wachstum im Euro-Raum und namentlich in Spanien und Italien zu schwinden. Die Stimmung schlug um, als sich immer klarer abzeichnete, dass die geldpolitischen Massnahmen alleine nicht ausreichen würden, um die zugrundeliegenden Wirtschaftsprobleme im Euro-Raum zu lösen. Nach und nach veröffentlichte, unerwartet schwache Wirtschaftsdaten liessen auch Zweifel an der Stärke der globalen Wachstums-erholung aufkommen.

Anstieg spanischer und italienischer Renditen ...

Die nachlassende Wirkung der LRG auf die Märkte, Bedenken über mögliche negative kurzfristige Folgen der Haushaltskonsolidierung für das Wachstum in Spanien sowie die nur schleppend verlaufenden Arbeitsmarkt- und sonstigen strukturellen Reformen in Italien spiegeln sich in einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen wider. Von Mitte März bis Anfang April zogen die spanischen und italienischen Renditen deutlich an (Grafik 2 links). Die Renditenaufschläge spanischer und italienischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen weiteten sich im Berichtszeitraum beträchtlich aus. Eine frühzeitige Veröffentlichung schwacher Einkaufs-



managerindexdaten für den Euro-Raum (Grafik 3 rechts) sowie weniger positive Geschäftsklimaindizes steuerten ebenfalls zu einem eher getrübteten Bild in Bezug auf das Wachstum in Frankreich und Deutschland bei.

Darüber hinaus zogen sich die Anleger zurück, als Standard & Poor's am 26. April Spanien und einige der grössten Finanzinstitute des Landes herabstufte. Das Rating spanischer Staatsanleihen wurde um zwei Stufen auf BBB+ gesenkt. Deutlich wurde diese Zurückhaltung am 2. Mai an einer Staatsanleiheauktion über €2,5 Mrd., bei der die Renditen von Anleihen mit einer kürzeren Laufzeit um rund 140 Basispunkte in die Höhe schnellten. Die Wende zu negativeren Aussichten für den Euro-Raum kam auch in der Erklärung der EZB von Anfang Mai zum Ausdruck: Diese enthielt keinen Verweis auf einen drohenden Inflationsanstieg mehr und beschrieb die längerfristigen Inflationsrisiken als weitgehend ausgeglichen.

... infolge von grösseren Bedenken

Die sich abschwächende Erholung in den USA belastete die bereits unsicheren Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum noch weiter. Die am 6. April veröffentlichten Beschäftigungszahlen fielen überraschend schlecht aus und drückten stark auf die Marktstimmung. Gemäss dem Frühbericht zur Beschäftigung (ohne Landwirtschaft) in den USA wurden im März lediglich 120 000 neue Stellen geschaffen. Dies lag deutlich unter den Erwartungen und deutete auf eine nach wie vor fragile Erholung der US-Wirtschaft hin. Die stärksten Marktreaktionen wurden an den europäischen Aktien- und Anleihemärkten bei der Wiedereröffnung nach dem Osterwochenende beobachtet. Aufgrund der erneuten Skepsis fielen die Anleiherenditen in wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf ein Rekordtief. Darin spiegelten sich sehr wahrscheinlich die Flucht der Anleger in sichere Anlagen sowie Erwartungen einer weiterhin akkommodierenden Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wider. Die Effekte der Flucht in sichere Anlagen

Wegen unerwartet schwacher US-Erholung ...

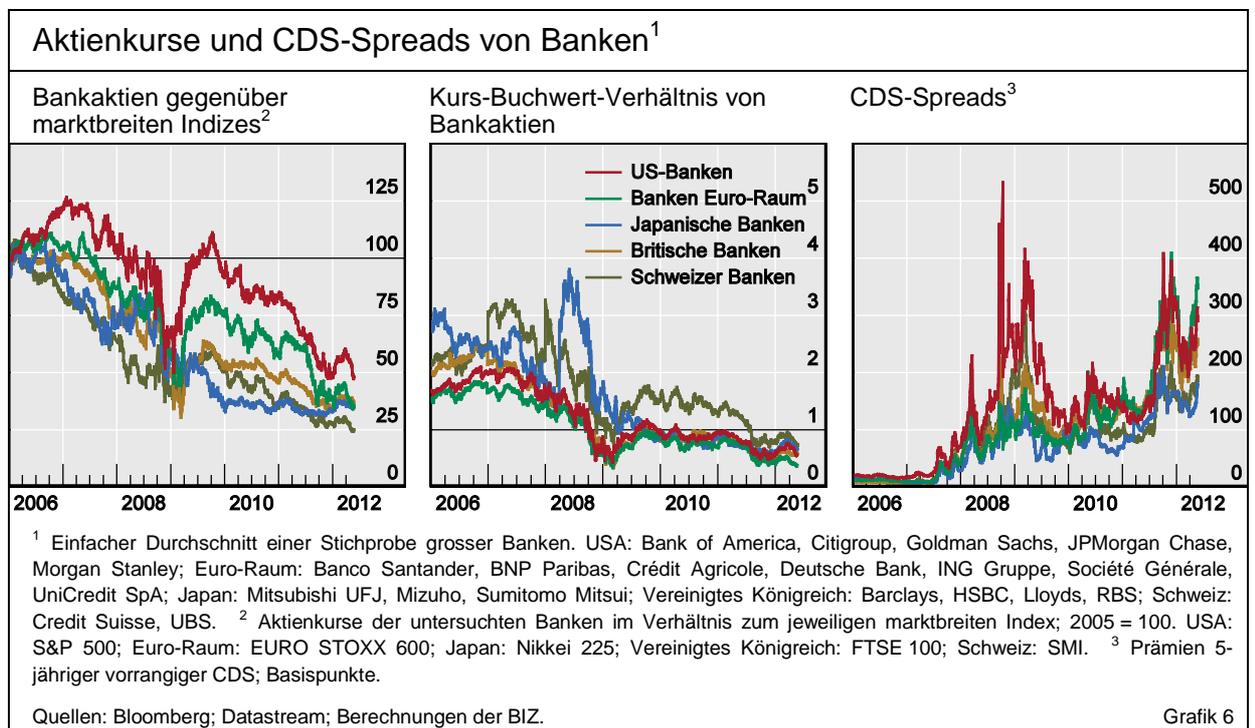
zeigten sich auch, als schweizerische 6-Monats-Schatzanweisungen am 10. April mit einer negativen Rendite von 25 Basispunkten verkauft wurden.

... Flucht in sichere Anlagen

Gegen Ende März begannen die Aktienkurse weltweit zu sinken, und die Volatilität nahm angesichts der schwindenden Hoffnung auf Erholung und erneut aufkommender Bedenken über die Situation in Europa zu (Grafik 4 links). Dies stand in krassem Gegensatz zur kräftigen Erholung der Aktienmärkte zu Beginn des Jahres, deren Hauptantriebskräfte der Rückgang der Risikoaversion, ein als geringer eingeschätztes Risiko von Extremereignissen („tail risk“) (Grafik 4 Mitte) und die Aussichten auf eine Erholung gewesen waren.

Einbruch der Bankaktienkurse ...

Die neuerliche Unsicherheit schlug sich in einem Einbruch der Bankaktienkurse nieder. Die Kurse von Bankaktien aus dem Euro-Raum, den USA und der Schweiz entwickelten sich erneut schlechter als der Gesamtmarkt (Grafik 6 links) und drückten weiter auf die Marktbewertungen. Dies zeigte sich sehr klar daran, dass die Marktkapitalisierungen von Banken des Euro-Raums Ende April 2012 unter 50% des materiellen Buchwerts lagen. Die Kurs-Buchwert-Verhältnisse für Banken waren nach der Krise in den meisten Ländern auf historische Tiefstände gefallen, was auf eine mögliche strukturelle Verschiebung der Bewertungen hindeutet (Grafik 6 Mitte). Zweifellos spiegeln die tiefen Bewertungen von Bankaktien zum Teil die Einschätzung der Wachstumschancen und des Gewinnpotenzials wider, die von den Anlegern für die meisten Banken als ziemlich düster erachtet werden. Es gibt mehrere weitere mögliche Erklärungen für den deutlichen Rückgang der Bewertungen von Bankaktien. In der Tat verstärken die Bedenken der Anleger über undurchsichtige Bilanzen sowie die weiterhin mangelnde Offenlegung von Verlusten und die möglichen Auswirkungen weiterer Herabstufungen von Bankratings die Verunsicherung der Anleger, sodass die Risikoprämien von Bankaktien steigen. Vermehrte Unsicherheit und höhere Risikoeinschätzungen



schlugen sich auch in den CDS-Prämien für Banken nieder: Für Banken aus dem Euro-Raum, dem Vereinigten Königreich und den USA verharrten sie auf sehr hohem Niveau (Grafik 6 rechts).

Der Absatz unbesicherter langfristiger Schuldtitel europäischer Banken blieb positiv, begann aber im April erneut nachzulassen. Dennoch blieben die Marktbedingungen für eine Reihe von Banken aus der Peripherie des Euro-Raums schwierig. Sie hatten Mühe, unbesicherte Schuldtitel an die Anleger zu bringen. Die Marktteilnehmer beobachteten dies jedoch mit weniger Sorge als im zweiten Halbjahr 2011, was auf die durch den hohen Anleiheabsatz im ersten Quartal gebildeten Polster und die umfangreichen längerfristigen Mittel, die im Rahmen der LRG der EZB bereitgestellt wurden, zurückzuführen sein dürfte. Umfragedaten für den Euro-Raum deuteten indessen auf eine anhaltende Verschärfung der Kreditaufgaben und eine schwache Nachfrage nach Bankkrediten hin.

... aufgrund  
größerer  
Unsicherheit

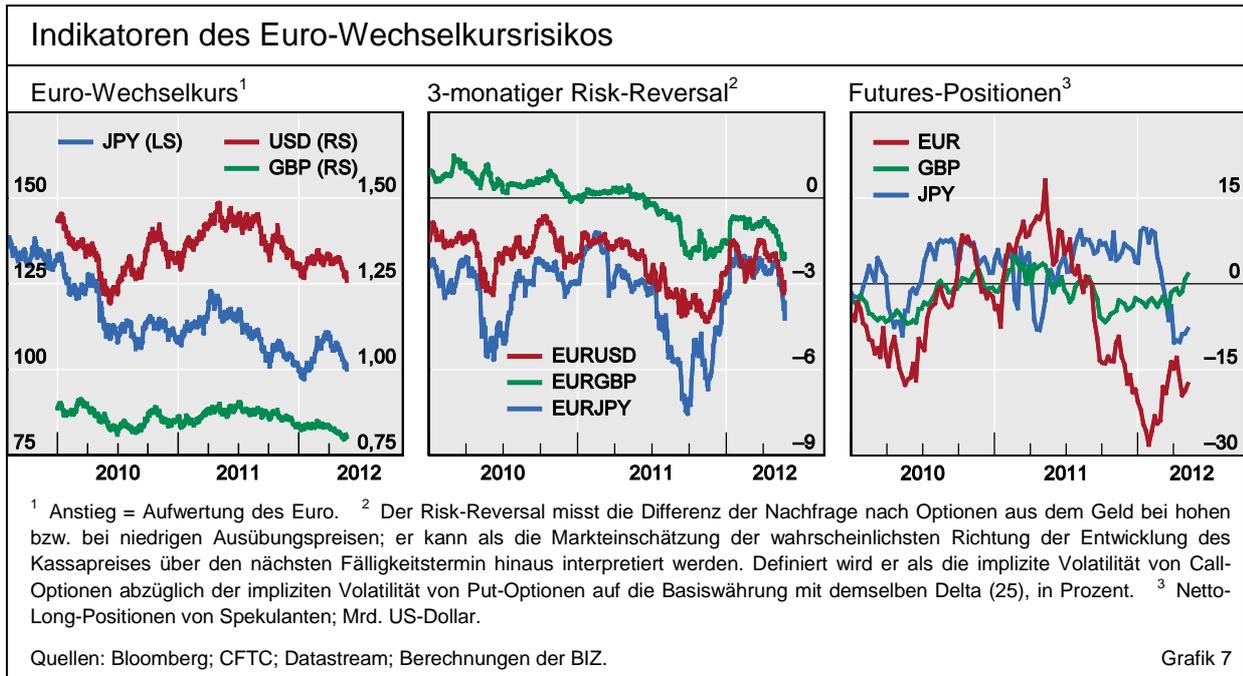
#### *Politische Unsicherheit verstärkt Spannungen*

Die Marktentwicklungen im Mai zeigten zweifellos, dass die Anleger durch die politischen Ereignisse im Euro-Raum deutlich unsicherer wurden. Der neue EU-Fiskalpakt muss noch in mehreren Ländern vom Parlament ratifiziert werden, und in Irland soll am 31. Mai darüber ein Referendum stattfinden. Als die niederländische Koalitionsregierung nach gescheiterten Haushaltsverhandlungen am 23. April zurücktrat, verstärkte sich die Unsicherheit noch weiter. Dies zeigte sich daran, dass sich der Renditenaufschlag von 10-jährigen niederländischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen um 70 Basispunkte ausweitete. Die ersten Marktreaktionen auf die Präsidentenwahlen in Frankreich und die Parlamentswahlen in Griechenland, die beide am 6. Mai stattfanden, fielen gemischt aus. Der griechische und der französische Aktienmarkt gaben nach, ebenso die asiatischen Aktienmärkte. Die Renditen von griechischen Anleihen stiegen zunächst um fast 2 Prozentpunkte, und auch die Staatsanleihen anderer südeuropäischer Länder verzeichneten höhere Renditen. Die Aktienmärkte im übrigen Europa und in den USA erholten sich jedoch rasch, und eine Auktion französischer kurzfristiger Staatsanleihen verlief reibungslos. In den folgenden Tagen verstärkte sich die Unsicherheit in Bezug auf die Aussichten für den Euro-Raum weiter, und zwar infolge der völlig verfahrenen politischen Lage in Griechenland nach den Wahlen und wegen Besorgnis über spanische Banken. In diesem schwierigen Umfeld machten sich die Anleger zunehmend Sorgen über einen möglichen Austritt Griechenlands aus dem Euro-Raum und über mögliche weiterreichende Konsequenzen.

Durch politische  
Entwicklungen im  
Euro-Raum ...

An den Devisenmärkten war die erste Marktreaktion am sichtbarsten: Der Euro begann gegenüber dem US-Dollar abzuwerten (Grafik 7 links). Zur gleichen Zeit wiesen die Optionspreise auf einen kräftigen Anstieg des wahrgenommenen Abwertungsrisikos für den Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen hin (Grafik 7 Mitte). Allerdings ist das Niveau im Vergleich zum zweiten Halbjahr 2011 nach wie vor relativ moderat. Überdies lassen die Daten zu ausstehenden Futures-Kontrakten weiterhin darauf schließen, dass Finanzanleger mit einer Abschwächung des Euro rechnen (Grafik 7 rechts). Positionsdaten zeigten an, dass das Pfund Sterling als

... Zunahme der  
Abwärtsrisiken



Absicherung gegen böse Überraschungen im Zusammenhang mit dem Euro diente. Das Pfund Sterling könnte ferner von Veränderungen der Währungsaufteilung bei den staatlichen Devisenreserven profitiert haben.

### Schwächere Kapitalzuflüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften wegen Wachstumsverlangsamung

Bedenken hinsichtlich der Wachstumsaussichten für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften veranlassten die Anleger ausserdem, ihre Einschätzung hinsichtlich der Robustheit des Wachstums aufstrebender Länder zu überdenken.

Langsameres Wachstum in China

In China bestätigten die Wirtschaftsindikatoren, dass sich das Wachstum aufgrund des strafferen geldpolitischen Kurses im letzten Jahr und der geringeren Auslandsnachfrage allmählich verlangsamt. Die Wirtschaftsdaten zur Industrieproduktion, zum Handel, zur Investitionstätigkeit sowie zu Immobilienpreisen und -anlagen im Monat April bestätigten, dass sich die Konjunktur in einem kontrollierbaren Rahmen abkühlte. Das schwächere Wachstum, die niedrigere Inflation und der anhaltende Rückgang der Wohnimmobilienpreise in den meisten Städten Chinas veranlassten die chinesische Zentralbank am 12. Mai, die Mindestreserveanforderungen für Banken rasch zu senken. Sie begründete diesen Schritt mit der Notwendigkeit einer soliden Steigerung des Wirtschaftswachstums. Dies löste Erwartungen einer weiteren Lockerung der Geldpolitik aus. Entsprechend begannen die 1-jährigen Quasi-Terminkontrakte („non-deliverable forwards“) in Renminbi/US-Dollar in der ersten Maihälfte eine leichte Abwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar einzupreisen.

In Lateinamerika und Osteuropa deuteten die Wirtschaftsindikatoren ebenfalls auf eine Verlangsamung des Wachstums hin. Angesichts des schwächeren Wachstums und des nachlassenden Inflationsdrucks senkte die Zentralbank Brasiliens ihren Leitzins im April um 75 Basispunkte auf 9%. Damit

liegt der Leitzins jetzt 300 Basispunkte unter seinem jüngsten Rekordstand von 2011. Dadurch geriet der brasilianische Real weiter unter Abwertungsdruck und verlor im April gegenüber dem US-Dollar beträchtlich an Wert (Grafik 8 rechts).

Nachdem die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften in den ersten zwei Monaten des Jahres kurzzeitig angeschwollen waren, schwächten sie sich vom März an ab (Grafik 8 links). Die geringeren Kapitalzuflüsse spiegelten sich in den Renditen von Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften wider, die gegen Ende des Berichtszeitraums deutlich zurückgingen, insbesondere im Vergleich zu den hohen Renditen zu Beginn des Jahres (Grafik 8 Mitte). Ein ähnliches Muster war bereits im späteren Jahresverlauf 2011 beobachtet worden.

Die Zuflüsse in Anleihefonds aufstrebender Volkswirtschaften nahmen angesichts der neuerlichen Unsicherheit im Euro-Raum in den ersten Maiwochen deutlich zu. Demgegenüber verzeichneten auf westeuropäische Anleihen ausgerichtete Fonds Abflüsse. Gleichzeitig waren die Aktienfonds aufstrebender Volkswirtschaften stärker von den weniger günstigen Wachstumsaussichten betroffen und begannen im April Abflüsse zu verzeichnen. Die veränderte Stimmung im April und im Mai schlug sich auch in den Wechselkursen aufstrebender Volkswirtschaften nieder. Viele Währungen büßten ihre gesamten früheren Gewinne gegenüber dem US-Dollar wieder ein (Grafik 8 rechts).

Zuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften schwächen sich ab ...

... nehmen dann aber angesichts der stärkeren Unsicherheit wieder zu

