

## Wertpapiermärkte

### Rentenmarkt

---

#### Zinsentwicklung

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind in den Herbstmonaten auf einen neuen historischen Tiefstand gesunken. Nachdem die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte bis Anfang Juli auf über 6% angezogen hatte, setzte in der Folge ein kräftiger Zinsrückgang ein, der – bei nur kurzzeitigen Stockungen – bis in den Spätherbst anhielt. Anfang Dezember waren die Kapitalmarktrenditen mit 5% im Durchschnitt noch etwas niedriger als Ende Januar 1996, als die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte ihren bis dahin niedrigsten Stand erreicht hatte. Anschließend sind die Kapitalmarktzinsen – ausgehend vom US-Rentenmarkt – wieder etwas gestiegen; Mitte Dezember betrug die Umlaufrendite knapp 5¼%. Die Renditenstrukturkurve am deutschen Rentenmarkt hat sich mit dem ausgeprägten Renditenrückgang am „langen Ende“ des Marktes etwas abgeflacht; sie zeigt auf niedrigem Niveau aber nach wie vor einen vergleichsweise steilen Verlauf. Der am Markt beobachtbare Renditenvorsprung zehnjähriger Bundesanleihen gegenüber Titeln mit einjähriger Restlaufzeit betrug Mitte Dezember immer noch etwa 2½ Prozentpunkte.

*Kapitalmarkt-  
zinsen auf  
Rekordtief*

Der Rückgang der Kapitalmarktzinsen wurde in den vergangenen Monaten insbesondere durch die günstigen Aussichten für ein anhaltend ruhiges Preisklima unterstützt. Trotz der sich mehrenden Hinweise auf eine weitere Konjunkturbelebung zeichnen sich keine inflationären Spannungen ab. Angesichts der

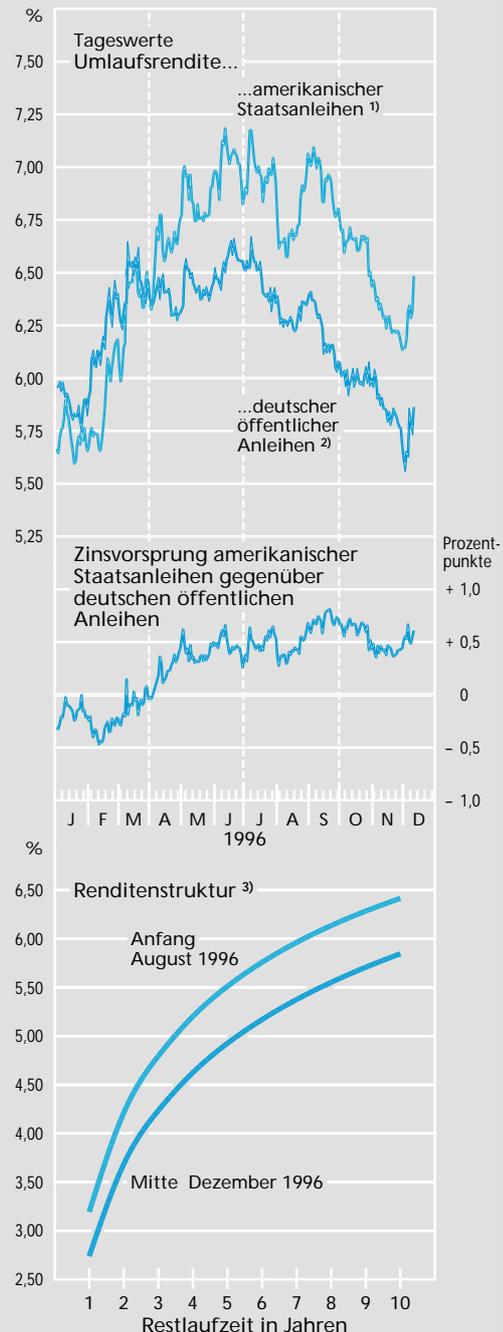
*Anhaltend  
günstige  
Stabilitäts-  
perspektiven*

unter dem langfristigen Trend liegenden Kapazitätsauslastung der deutschen Industrie und der nach wie vor schwierigen Situation am Arbeitsmarkt erscheinen die Spielräume für Preis- und Lohnsteigerungen gegenwärtig eng begrenzt. Auch die relativ kräftige monetäre Expansion, die im wesentlichen ein Reflex der schwachen Geldkapitalbildung ist, deutet nicht auf Gefahren für die Preisstabilität hin. Zinssenkungsimpulse gingen auch von ausländischen Anleihemärkten aus. Dabei spielt eine wichtige Rolle, daß derzeit die Chancen für eine dauerhafte Eindämmung der Inflation international vielfach als besonders günstig eingeschätzt werden. Vor allem das anhaltende Wachstum der US-Wirtschaft bei niedrigen Inflationsraten wird verschiedentlich als Indiz dafür gewertet, daß sich die Inflationsgefahren aufgrund wachsender Konkurrenz auf Güter- und Faktormärkten langfristig verringert haben. Allerdings hat die Störanfälligkeit der Anleihemärkte angesichts des raschen Renditenrückgangs und der vielfach zu verzeichnenden Kursrekorde zuletzt wieder zugenommen. Der Renditenvorsprung zehnjähriger US-Treasury-Papiere gegenüber Bundesanleihen mit vergleichbarer Laufzeit hat sich im Ergebnis von mehr als dreiviertel Prozentpunkten Mitte September auf weniger als zwei Drittel Prozentpunkte Mitte Dezember verringert.

*Inflations-  
bekämpfung  
als dauerhafte  
Aufgabe*

Der weltweit zu beobachtende kräftige Rückgang der Kapitalmarktzinsen ist nicht zuletzt ein Beleg dafür, daß die Verpflichtung einer wachsenden Zahl von Notenbanken auf das Ziel der Preisstabilität die angemessene wirtschaftspolitische Rollenzuweisung darstellt. Allerdings bleibt es gerade in einem Umfeld

### Zinsentwicklung am Rentenmarkt



1 US-Treasury-Papiere; Restlaufzeit ca. 10 Jahre. — 2 An der DTB lieferbare Bundeswertpapiere mit Restlaufzeiten von 9 bis einschl. 10 Jahren; berechnet als ungewogener Durchschnitt. — 3 Regressionswerte für börsennotierte Bundeswertpapiere.

Deutsche Bundesbank



## Absatz und Erwerb von Rentenwerten

Mrd DM

Zeitraum	Absatz							Nachrichtlich: Saldo der Transaktionen mit dem Ausland 3)
	insgesamt	inländische Rentenwerte 1)				ausländische Rentenwerte 2)		
		zusammen	darunter:		zusammen	darunter: Fremd- währungs- anleihen		
			Bankschuld- verschrei- bungen	Anleihen der öffentlichen Hand				
1996 Mai-Juli	58,8	52,4	35,6	16,2	6,4	2,8	+ 15,7	
August- Oktober	55,9	54,0	50,4	3,7	1,9	2,4	+ 19,2	
Zum Vergleich: 1995 August- Oktober	81,9	71,9	51,0	20,8	9,9	8,8	+ 5,6	
Zeitraum	Erwerb							Ausländer 2)
	insgesamt	Inländer					ausländische Rentenwerte	
		zusammen	Banken (einschl. Bundes- bank) 4)	Nichtbanken 5)				
				zusammen	inländische Rentenwerte			
1996 Mai-Juli	58,8	36,7	17,2	19,4	20,3	- 0,9	22,1	
August- Oktober	55,9	34,8	31,8	2,9	6,4	- 3,5	21,1	
Zum Vergleich: 1995 August- Oktober	81,9	66,3	40,9	25,5	20,9	4,6	15,5	

1 Netto-Absatz zu Kurswerten plus/minus Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten. — 2 Transaktionswerte. — 3 Erwerb inländischer Rentenwerte durch Ausländer minus Absatz auslän-

discher Rentenwerte im Inland: - = Kapitalexport, + = Kapitalimport. — 4 Buchwerte; statistisch bereinigt. — 5 Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

Umlauf von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute ging um 1,8 Mrd DM zurück. Ausschlaggebend dafür war die Tilgung einer Anleihe, die Anfang der neunziger Jahre im Zusammenhang mit der Restrukturierung des ostdeutschen Bankensystems begeben worden war.

Die öffentliche Hand nahm den Rentenmarkt von August bis Oktober deutlich weniger in Anspruch als in den drei Monaten davor. Insgesamt stieg die Anleiheverschuldung öffentlicher Emittenten im Berichtszeitraum um 3,7 Mrd DM, verglichen mit 16,2 Mrd DM von Mai bis Juli. Die geringe Zunahme der Rentenmarktverschuldung im Berichtszeitraum spiegelt keinen verringerten Mittelbedarf wider, sondern ist ganz wesentlich darauf zurückzuführen, daß öffentliche Schuldner

ihren Kreditbedarf in großem Umfang aus anderen Quellen deckten, beispielsweise über die Aufnahme von Schuldscheindarlehen oder die Begebung unterjähriger Schuldverschreibungen, die nicht zu den Rentenwerten zählen. Die Mittelaufnahmen des Bundes am Anleihemarkt beliefen sich auf 8,3 Mrd DM, wobei der Schwerpunkt im kürzerfristigen Laufzeitenbereich lag. Neben den etablierten Bundesschatzbriefen und Bundesobligationen, deren Verkauf im Ergebnis 3,4 Mrd DM beziehungsweise 2,0 Mrd DM erbrachte, begab der Bund im September zum ersten Mal zweijährige Schatzanweisungen. Ende Oktober erreichte der Umlauf dieser Papiere 8,9 Mrd DM. Die Länder erlösten aus eigenen Schuldverschreibungen 3,0 Mrd DM; im August begab eine Reihe von Bundesländern erstmals gemeinsam eine Anleihe mit einem

*Anleihen der  
öffentlichen  
Hand*

Volumen von 4 Mrd DM. Der am Markt befindliche Umlauf von Papieren der Treuhandanstalt verringerte sich um 3,9 Mrd DM, während Anleihen der Post und der Bahn für 2,6 Mrd DM beziehungsweise 1,2 Mrd DM getilgt wurden. Die Rentenmarktverschuldung der übrigen öffentlichen Emittenten veränderte sich nur wenig.

*DM-Auslandsanleihen*

Ausländische Emittenten begaben von August bis Oktober für 28,4 Mrd DM (Nominalwert) auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen. Etwa ein Drittel davon entfiel auf Ziehungen im Rahmen von Medium-Term-Note-Programmen; diese Fazilitäten erlauben den Emittenten, innerhalb des vereinbarten Programmrahmens die Konditionen der emittierten Papiere flexibel zu gestalten. Darüber hinaus wurden mehrere großvolumige DM-Auslandsanleihen als Asset Backed Securities begeben. Dabei handelt es sich um Schuldverschreibungen spezieller Finanzierungsgesellschaften, die durch Forderungen (beispielsweise aus dem Kreditkartengeschäft) gedeckt sind, die insbesondere von Banken an diese Gesellschaften verkauft werden. Der Netto-Absatz von DM-Auslandsanleihen erreichte im Berichtszeitraum 17,6 Mrd DM gegenüber 15,5 Mrd DM von Mai bis Juli und 13,7 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Im Ergebnis wurden alle Papiere im Ausland untergebracht.

*Kurzlaufende Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand...*

Der Markt für auf D-Mark lautende kurzlaufende Schuldverschreibungen von Nichtbanken erhielt im Herbst vor allem Impulse durch die zweite Emission Unverzinslicher Schatzanweisungen des Bundes mit sechsmonatiger Laufzeit („Bubills“), die 8,6 Mrd

DM erbrachte. Der Umlauf von Bubills hat damit die zwischen dem Bundesministerium der Finanzen und der Deutschen Bundesbank für die Jahre 1996 und 1997 vereinbarte Grenze von 20 Mrd DM erreicht. Die zweite Tranche der Bubills wurde jeweils etwa zur Hälfte im Ausland und bei inländischen Banken untergebracht. Im September begab erstmals auch ein Bundesland im Rahmen der für die einzelnen Länder analog zum Bund festgesetzten Umlaufhöchstgrenzen für 0,3 Mrd DM unterjährige Schuldverschreibungen.

Der Markt für DM-Commercial-Paper (CP), die ebenso wie die Bubills in den hier kommentierten Zahlen nicht enthalten sind, wurde im Berichtszeitraum von inländischen Unternehmen wieder etwas stärker in Anspruch genommen als in der Vorperiode. Der Umlauf von CP inländischer Emittenten stieg um 1,9 Mrd DM auf 10,2 Mrd DM. Ausländische Nichtbanken reduzierten ihre CP-Verschuldung im Berichtszeitraum um 0,9 Mrd DM auf 11,8 Mrd DM.

*... und der Unternehmen*

### Erwerb von Rentenwerten

Die Rentenportefeuilles der heimischen Kreditinstitute stiegen von August bis Oktober um 31,8 Mrd DM, verglichen mit 17,2 Mrd DM in den drei davorliegenden Monaten. Im Ergebnis handelte es sich dabei fast ausschließlich um Schuldverschreibungen inländischer Banken (29,0 Mrd DM). Besonders viele Bankschuldverschreibungen haben – wie üblich – die Sparkassen (5,5 Mrd DM) und die Kreditgenossenschaften (4,2 Mrd DM) gekauft. Anleihen der öffentlichen Hand gaben die Banken im Berichtszeitraum per

*Rentenbestände der Banken kräftig gestiegen*

saldo für 2,3 Mrd DM ab. Ausländische Rentenwerte erwarben die Kreditinstitute für 5,4 Mrd DM.

*Nachlassende  
Auslands-  
nachfrage*

Das Interesse ausländischer Anleger an inländischen Rentenwerten ließ von August bis Oktober nach. Insgesamt legten Ausländer in diesem Zeitraum mit 21,1 Mrd DM zwar noch etwa ebenso viele Mittel in deutschen Anleihen an wie in den drei Monaten davor, als ihre Käufe 22,1 Mrd DM betragen hatten; im Verlauf des Berichtszeitraums schwächte sich die Auslandsnachfrage aber deutlich ab. Im Vordergrund standen mit 13,8 Mrd DM Bankschuldverschreibungen; etwa zwei Drittel davon waren auf Fremdwährung lautende Papiere. Öffentliche Anleihen erwarben ausländische Investoren im Berichtszeitraum im Ergebnis für 7,3 Mrd DM. Auf größeres Interesse stießen dabei die im September erstmals begebenen zweijährigen Bundesschatzanweisungen, auf die alleine 4,8 Mrd DM entfielen.

*Geringes Kauf-  
interesse der  
Nichtbanken*

Die Anlagebereitschaft der Nichtbanken am heimischen Rentenmarkt war in der jüngsten Zeit angesichts der niedrigen Kapitalmarktzinsen und vermutlich auch wegen der Unsicherheiten über die dritte Stufe der Währungsunion vergleichsweise gering. Die Netto-Käufe inländischer Nichtbanken beliefen sich von August bis Oktober auf lediglich 2,9 Mrd DM, verglichen mit 19,4 Mrd DM in den drei Monaten davor. Der rückläufige Nichtbankenerwerb bei den inländischen Rentenwerten (6,4 Mrd DM nach 20,3 Mrd DM von Mai bis Juli) ist in erster Linie auf die Dispositionen in öffentlichen Anleihen zurückzuführen. Im Berichtszeitraum gaben in-

### Kapitalmarktzins und Rentenerwerb durch Nichtbanken



1 Umlaufrendite inländischer Schuldverschreibungen. — 2 Netto-Erwerb bzw. -Veräußerung inländischer Rentenwerte durch inländische Nichtbanken.

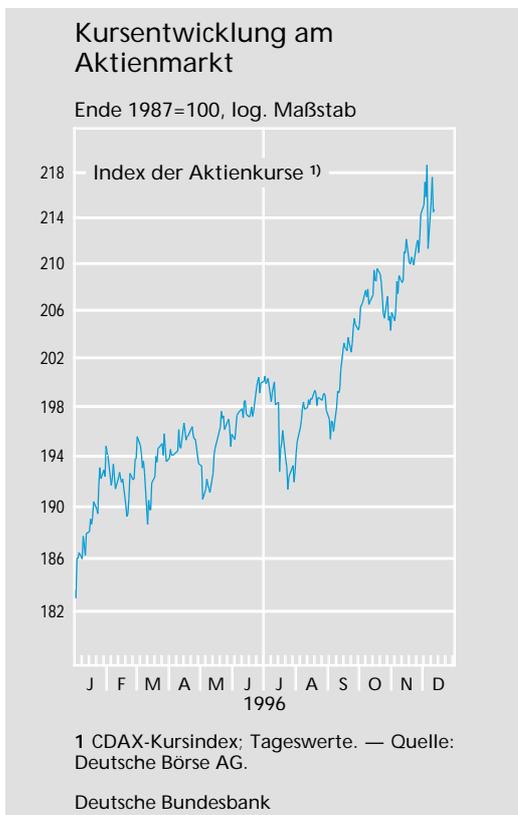
Deutsche Bundesbank

ländische Nichtbanken solche Papiere per saldo für 1,4 Mrd DM ab, nachdem sie von Mai bis Juli für 9,0 Mrd DM öffentliche Anleihen gekauft hatten. Die Bestände der Nichtbanken an Bankschuldverschreibungen stiegen um 7,6 Mrd DM. Ausländische Rentenwerte verkauften die Nichtbanken für 3,5 Mrd DM.

### Aktienmarkt

Am deutschen Aktienmarkt haben die Kurse im Herbst neue Höchstmarken erreicht. Der CDAX-Kursindex, der die Notierungen aller an der Frankfurter Wertpapierbörse amtlich notierten Aktien inländischer Gesellschaften umfaßt, stieg von Ende Juli bis Anfang Dezember um mehr als 14%. Heimische Divi-

*Kurs-  
entwicklung*



dendenwerte profitierten vor dem Hintergrund einer günstigen Ertragsentwicklung bei vielen Unternehmen zum einen von den international haussierenden Aktienmärkten, zum andern aber auch vom niedrigen und weiter rückläufigen Zinsniveau. Ein überdurchschnittlicher Kursanstieg war bei exportorientierten Branchen wie etwa der Chemie- (+ 26 % von Ende Juli bis Ende November) oder der Automobilindustrie (+ 25 %) zu verzeichnen, die von der Abschwächung der D-Mark gegenüber wichtigen Handelswährungen begünstigt wurden. Die ausgeprägte Anlagebereitschaft am deutschen Aktienmarkt zeigte sich nicht zuletzt auch darin, daß die Börseneinführung der Deutschen Telekom im November ohne einen größeren Rückgang des Kursniveaus bewältigt wurde. Bei dem erwähnten Kursrutsch Anfang De-

zember, der weltweit auch die Aktienmärkte erfaßte, gingen die Notierungen um fast 3 1/2 % zurück. Bei Abschluß dieses Berichts lagen die Kurse 2 % unterhalb des Rekordstands von Anfang Dezember.

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt war – im Vorfeld des Telekom-Börsengangs – von August bis Oktober verhalten. Inländische Unternehmen begaben junge Aktien im Kurswert von lediglich 2,5 Mrd DM nach 3,9 Mrd DM von Mai bis Juli und 4,9 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Dabei hatten nur drei Emissionen einen Kurswert von mehr als 100 Mio DM. Ausländische Beteiligungstitel wurden im Inland von August bis Oktober mit 3,5 Mrd (netto) im gleichen Umfang wie in den drei Monaten davor untergebracht. Wie schon in der Vorperiode standen dahinter überwiegend Direktinvestitionen, während Portfoliokäufe weniger ins Gewicht fielen. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Dividendenwerte belief sich von August bis Oktober auf 6,0 Mrd DM gegenüber 7,3 Mrd DM von Mai bis Juli und 7,2 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

*Aktienabsatz*

Die Erwerberseite des deutschen Aktienmarktes prägten von August bis Oktober inländische Anleger. Dabei stockten Kreditinstitute ihre Aktienbestände etwas stärker auf als die Nichtbanken (um 2,7 Mrd DM beziehungsweise 1,7 Mrd DM). Die Kreditinstitute erwarben im Ergebnis fast ausschließlich inländische Aktien (2,5 Mrd DM), während sich die Nichtbanken per saldo von solchen Papieren trennten (– 1,5 Mrd DM); ihr Aktienengagement konzentrierte sich auf ausländi-

*Aktienerwerb*

sche Dividendenwerte (3,3 Mrd DM). Ausländische Investoren kauften im Berichtszeitraum lediglich für 1,5 Mrd DM inländische Aktien, nachdem ihr Netto-Erwerb in den drei Monaten davor 15,7 Mrd DM erreicht hatte. Im August und Oktober nutzten sie die zeitweilige Befestigung der D-Mark, um sich in geringem Umfang von heimischen Dividendenwerten zu trennen.

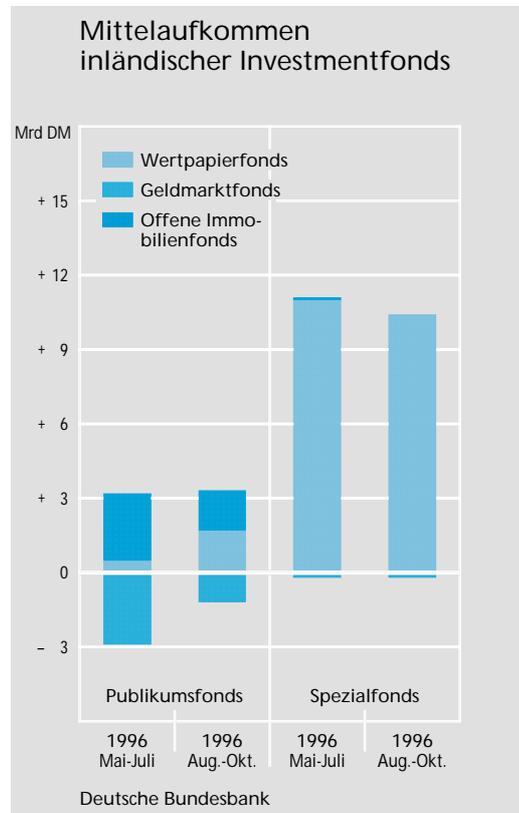
### Investmentfonds

#### Mittelaufkommen

Das Mittelaufkommen aus dem Absatz inländischer Investmentzertifikate hat sich von August bis Oktober mit 12,2 Mrd DM gegenüber der Vorperiode nur wenig verändert. Damals hatten deutsche Fonds für 11,6 Mrd DM (netto) Anteilscheine verkauft, im Vergleichszeitraum des Vorjahres waren 8,6 Mrd DM aufgekommen. Der im Inland gehaltene Bestand an ausländischen Investmentzertifikaten hat sich von August bis Oktober im Ergebnis praktisch nicht verändert. Insgesamt erbrachte der Verkauf in- und ausländischer Investmentzertifikate in der Berichtsperiode 12,2 Mrd DM, verglichen mit 13,0 Mrd DM in den drei Monaten zuvor und 8,2 Mrd DM vor Jahresfrist.

#### Spezialfonds

Das Mittelaufkommen kam mit 10,3 Mrd DM von August bis Oktober wiederum überwiegend den Spezialfonds zugute. Kräftig dotiert wurden insbesondere die von Versicherungsunternehmen aufgelegten Spezialfonds, die allein um 5,1 Mrd DM aufgestockt wurden. Die größten Zuflüsse konnten – wie schon in den Vorperioden – die Gemischten Fonds verzeichnen (6,1 Mrd DM). Den Rentenfonds



und den Aktienfonds flossen 3,7 Mrd DM beziehungsweise 0,6 Mrd DM zu. Die Geldmarktfonds unter den Spezialfonds mußten in geringem Umfang Zertifikate zurücknehmen (- 0,1 Mrd DM).

Das Mittelaufkommen bei den inländischen Publikumsfonds bewegte sich von August bis Oktober mit netto 1,9 Mrd DM auf vergleichsweise niedrigem Niveau; gegenüber den drei vorangegangenen Monaten, als lediglich 0,3 Mrd DM aufgekommen waren, hat sich das Geschäft bei den Publikumsfonds allerdings etwas belebt. Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, daß die Mittelabflüsse bei den inländischen Geldmarktfonds nachgelassen haben; im gesamten Berichtszeitraum beliefen sie sich auf 1,2 Mrd DM, verglichen mit 2,9 Mrd DM von Mai bis Juli.

#### Publikumsfonds

Im Oktober konnten die Geldmarktfonds erstmals seit Februar 1996 per saldo wieder Anteilscheine absetzen. Lebhaften Zuspruch fanden weiterhin die Offenen Immobilienfonds (1,6 Mrd DM). Die Aktienfonds, die für 1,0 Mrd DM Zertifikate verkauften, profitierten vom anhaltenden Kursanstieg bei Dividendenwerten. Die gegenwärtige Zurückhaltung bei Rentenmarktengagements schlug sich auch in geringem Interesse an der „indirekten“ Mittelanlage in Anleihen über Rentenfonds nieder; hier kamen lediglich 0,5 Mrd DM auf.

*Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

Übernommen wurden die Investmentzertifikate überwiegend von inländischen Nichtbanken. Sie kauften von August bis Oktober

Fondsanteile im Wert von 8,8 Mrd DM, verglichen mit 9,6 Mrd DM im vorangegangenen Vierteljahr. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Anteile an inländischen Fonds (9,6 Mrd DM), während ausländische Investmentzertifikate für 0,9 Mrd DM zurückgegeben wurden. Anteile an in- und ausländischen Geldmarktfonds verkauften die Nichtbanken für 2,1 Mrd DM. Die Kreditinstitute stockten ihre Bestände an Investmentzertifikaten um 3,7 Mrd DM auf. Ausländische Anleger verkauften im Ergebnis für 0,2 Mrd DM heimische Fondsanteile.