

# Wertpapiermärkte

## Rentenmarkt

---

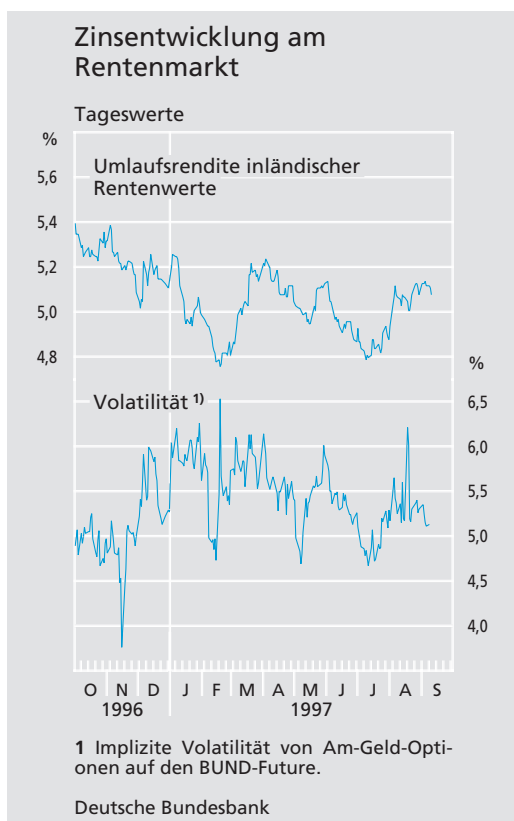
### Zinsentwicklung

Die Zinsen am deutschen Kapitalmarkt bewegten sich in den Sommermonaten weiter auf sehr niedrigem Niveau. Die Umlaufrendite inländischer Schuldverschreibungen, die im März auf 5¼% gestiegen war, ging bis Mitte Juli auf gut 4¾% zurück und erreichte damit fast wieder ihr historisches Tief vom Februar. Seither hat sie erneut leicht angezogen; Mitte September lag sie bei gut 5%. Gleichzeitig hat die Zinsunsicherheit (gemessen an der impliziten Volatilität) zugenommen. Erhöht haben sich gegenüber dem Frühjahr nur die Renditen am „kurzen Ende“ des Kapitalmarktes, während die Sätze in den langen Laufzeiten gleichzeitig leicht gesunken sind. Die Renditenstruktur am Rentenmarkt hat sich deshalb etwas abgeflacht. Die am Markt beobachtbare Renditedifferenz zwischen zehn- und einjährigen Anleihen belief sich zuletzt noch auf etwa zwei Prozentpunkte, verglichen mit 2½ Prozentpunkten Ende April.

*Kapitalmarkt-  
zinsen weiter-  
hin niedrig*

Die Zinsentwicklung im Sommer ist ein Reflex gegenläufig wirkender außen- und binnenwirtschaftlicher Einflüsse auf die unterschiedlichen Laufzeitbereiche des Rentenmarktes. Zinsdämpfend wirkte neben der Abschwächung der Geldmengenexpansion im Inland bis Ende Juli auch der Renditenrückgang am US-Anleihemarkt. Dort hatte nach der Zinsanhebung der amerikanischen Notenbank Ende März das Vertrauen in die Fortdauer des weitgehend spannungsfreien Wirtschaftswachstums wieder zugenommen. Seit Anfang

*Einflußfaktoren  
der Zins-  
entwicklung*



August sind die US-Renditen – und in ihrem Sog die deutschen Kapitalmarktzinsen – allerdings wieder etwas gestiegen. Im Ergebnis hat sich der Renditenvorsprung zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Bundeswertpapieren von rund einem Prozentpunkt Ende April auf zuletzt etwa drei Viertel Prozentpunkte verringert. Die Entwicklung am „langen Ende“ ist ein Indiz dafür, daß die längerfristigen Zins- und Preisperspektiven durch die Marktteilnehmer weiterhin recht günstig gesehen werden. Demgegenüber belasteten der zuletzt beschleunigte Anstieg der Verbraucherpreise und die rasche Befestigung des US-Dollar das gegenwärtige Preisklima und trugen zum Zinsanstieg in den kürzeren Laufzeitbereichen und zur Abflachung der Renditenstrukturkurve bei.

Die monetären Rahmenbedingungen für die wirtschaftliche Erholung in Deutschland sind weiterhin günstig. Doch kommt es darauf an, einen Anstieg der Inflations- und Risikoprämien in den Renditen zu vermeiden und günstige Kapitalmarktverhältnisse auf Dauer zu sichern. Die Notenbank muß deshalb erkennbaren Gefahren für die Geldwertstabilität frühzeitig entgegentreten. Gerade in Phasen, in denen das Spektrum der geldpolitischen Indikatoren – beispielsweise aufgrund rasch wechselnder Verhältnisse auf den Devisenmärkten – ein uneinheitliches und unsicheres Bild vermittelt, ist die Wachsamkeit der Geldpolitik in besonderer Weise gefordert.

*Geldpolitische  
Implikationen*

### Absatz von Rentenwerten

Der Brutto-Absatz inländischer Rentenwerte war von Mai bis Juli mit 202,7 Mrd DM (Kurswert) etwas niedriger als in den drei Monaten davor, als inländische Emittenten für 224,3 Mrd DM Schuldverschreibungen begeben hatten, aber deutlich höher als vor Jahresfrist (147,0 Mrd DM). Der Netto-Absatz, der sich nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten ergibt, belief sich im Berichtszeitraum auf 65,3 Mrd DM, verglichen mit 79,7 Mrd DM von Februar bis April und 52,4 Mrd DM vor einem Jahr. Der Netto-Absatz ausländischer Rentenwerte im Inland erreichte von Mai bis Juli mit 38,9 Mrd DM ein Rekordvolumen; von Februar bis April waren hierzulande lediglich für 14,8 Mrd DM Anleihen ausländischer Emittenten verkauft worden. Insbesondere die Nachfrage heimischer Anleger nach Fremdwährungsanleihen, auf die 32,2 Mrd DM entfielen, war sehr lebhaft.

*Mittel-  
aufkommen*

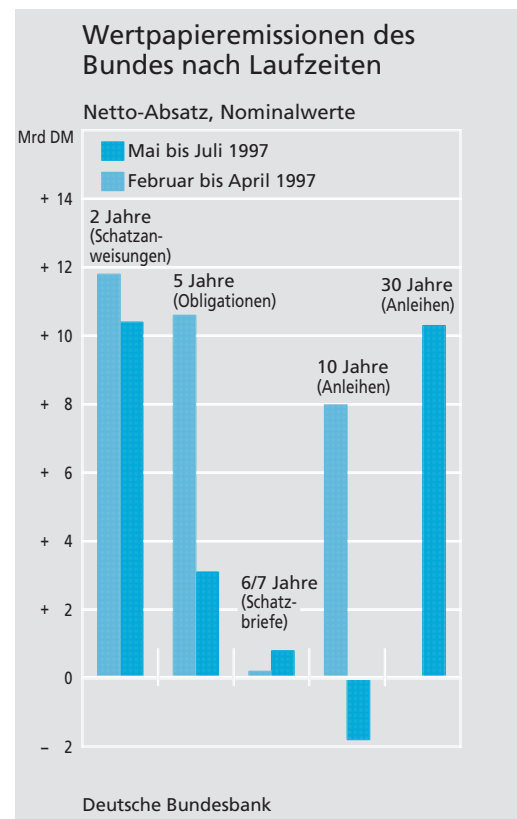
Auf starkes Interesse stießen vor allem Anlagen in italienischer Lira (15,9 Mrd DM) sowie in US-Dollar (7,6 Mrd DM). Auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten wurden per saldo für 6,7 Mrd DM im Inland untergebracht. Insgesamt belief sich der Netto-Absatz in- und ausländischer Rentenwerte von Mai bis Juli 1997 auf 104,2 Mrd DM nach 94,5 Mrd DM in den drei Monaten davor und 58,5 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

*Bankschuldverschreibungen*

Mehr als drei Viertel des Mittelaufkommens aus dem Verkauf inländischer Rentenwerte kamen von Mai bis Juli den Kreditinstituten zugute (53,4 Mrd DM netto). Mit 37,8 Mrd DM standen dabei die Öffentlichen Pfandbriefe weiter im Vordergrund. Sonstige Bankschuldverschreibungen wurden per saldo für 7,4 Mrd DM verkauft. Aus dem Absatz von Hypothekendarlehen kamen im Berichtszeitraum 5,0 Mrd DM (netto) auf. Der am Markt befindliche Umlauf von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute stieg um 3,1 Mrd DM.

*Anleihen der öffentlichen Hand*

Die öffentliche Hand beanspruchte den Rentenmarkt von Mai bis Juli etwas weniger als in den drei Monaten davor; ihre Rentenmarktverschuldung stieg in diesem Zeitraum um 10,9 Mrd DM, verglichen mit 17,7 Mrd DM von Februar bis April. Die Anleiheemissionen des Bundes, dessen Kassenlage sich bis zur Jahresmitte etwas verbesserte, beliefen sich auf 17,2 Mrd DM nach 27,6 Mrd DM (jeweils netto) in den drei Monaten davor. Die Emissionstätigkeit des Bundes konzentrierte sich auf das kurze und auf das sehr lange Ende des Laufzeitspektrums. Der Umlauf an



zweijährigen Schatzanweisungen stieg um 10,4 Mrd DM (Nominalwert). Im Juli begab der Bund erstmals seit Anfang 1994 wieder eine dreißigjährige Anleihe (Kupon: 6,5 %, Volumen 10 Mrd DM); der Verkauf dieser Emission, die Ende Juli um 2 Mrd DM aufgestockt wurde, erbrachte 10,3 Mrd DM (Nominalwert). Bei diesem Papier ist – wie bei einigen anderen Bundesanleihen – seit Anfang Juli der getrennte Handel von Zins- und Kapitalansprüchen („Stripping“) möglich. Insbesondere bei dem neuen dreißigjährigen Papier haben die Investoren offenbar in größerem Umfang von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht; Ende Juli war nach Angaben des Deutschen Kassenvereins rund ein Viertel des Anleihevolumens gestrippt.

## Absatz und Erwerb von Rentenwerten

Position	1997		Mai bis Juli 1996
	Februar bis April	Mai bis Juli	
<b>Mrd DM</b>			
Absatz			
Inländische Rentenwerte <sup>1)</sup> darunter:	79,7	65,3	52,4
Bankschuldverschrei- bungen	61,7	53,4	35,6
Ausländische Renten- werte <sup>2)</sup> darunter:	14,8	38,9	6,1
Fremdwährungs- anleihen	12,8	32,2	2,7
Erwerb			
Inländer	81,0	72,9	36,0
Kreditinstitute <sup>3)</sup>	60,2	54,8	17,2
Nichtbanken <sup>4)</sup> darunter:	20,8	18,1	18,8
ausländische Renten- werte	0,7	23,9	- 1,1
Ausländer <sup>2)</sup>	13,5	31,3	22,5
Absatz bzw. Erwerb insgesamt	94,5	104,2	58,5
<small>1 Netto-Absatz zu Kurswerten plus/minus Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten. — 2 Transaktionswerte. — 3 Buchwerte, statistisch bereinigt. — 4 Als Rest errechnet.</small>			
Deutsche Bundesbank			

Bundesobligationen und Bundesschatzbriefe wurden netto für 3,0 Mrd DM beziehungsweise 0,8 Mrd DM verkauft. Der Umlauf an zehnjährigen Anleihen nahm um 1,8 Mrd DM ab. Die Länder führten ihre Rentenmarktverschuldung um 2,2 Mrd DM zurück. Schuldverschreibungen der Post und des Ausgleichsfonds Währungsumstellung wurden für 3,0 Mrd DM beziehungsweise 1,4 Mrd DM getilgt. Die Anleiheverbindlichkeiten der übrigen öffentlichen Emittenten veränderten sich nur wenig.

Ausländische Emittenten begaben von Mai bis Juli für 32,0 Mrd DM (Nominalwert) auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen. Knapp ein Viertel davon entfiel auf Gebietskörperschaften, wobei wiederum eine Reihe von Transformations- und Schwellenländern

als Emittenten am DM-Segment des internationalen Kapitalmarktes debütierten. Ausländische Finanzierungsgesellschaften deutscher Unternehmen emittierten für etwa 4 Mrd DM auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen. Der Netto-Absatz von DM-Auslandsanleihen erreichte im Berichtszeitraum 23,0 Mrd DM gegenüber 16,5 Mrd DM von Februar bis April und 15,5 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Der größere Teil der Titel wurde im Ausland untergebracht (16,3 Mrd DM).

Der Umlauf kurzlaufender Schuldverschreibungen (mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) von inländischen Nichtbanken, die in den hier kommentierten Zahlen grundsätzlich nicht enthalten sind, ist von Mai bis Juli leicht zurückgegangen; Ende Juli belief er sich auf 33,6 Mrd DM, verglichen mit 34,8 Mrd DM Ende April. Während inländische Unternehmen DM-Commercial-Paper (CP) etwa im gleichen Umfang wie in der Vorperiode zur kurzfristigen Fremdfinanzierung nutzten (ausstehendes Volumen Ende Juli 11,5 Mrd DM), ging der Umlauf unterjähriger Titel der öffentlichen Hand um 1,1 Mrd DM zurück. Ende Juli betrug er 21,9 Mrd DM.

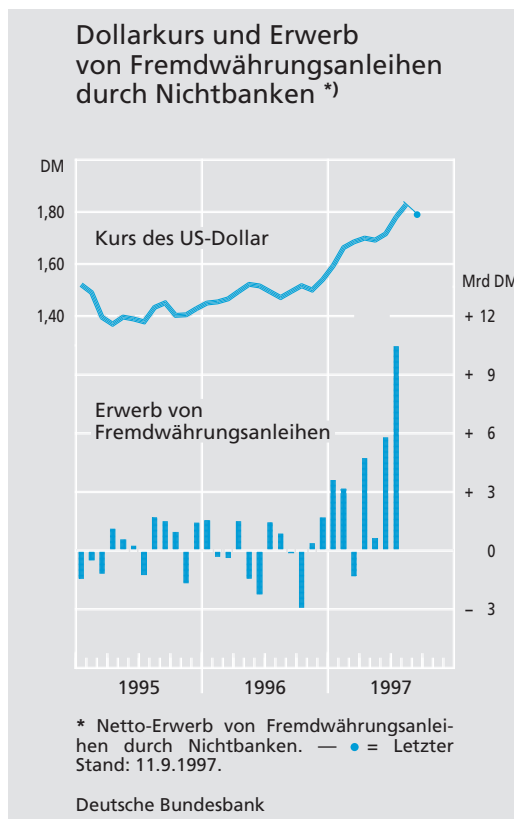
### Erwerb von Rentenwerten

Das Auslandsengagement am deutschen Rentenmarkt hat von Mai bis Juli kräftig zugenommen. Die Anleihekäufe ausländischer Investoren summierten sich in diesem Zeitraum auf 31,3 Mrd DM (netto), verglichen mit 13,5 Mrd DM von Februar bis April. Vor allem im Juni und Juli stockten Ausländer ihre Bestände an inländischen Schuldverschrei-

*Kurzlaufende  
Schuldverschreibungen  
inländischer  
Nichtbanken*

*Lebhafte  
Auslands-  
nachfrage*

*DM-Auslands-  
anleihen*



bungen kräftig auf (um 14,5 Mrd DM bzw. 15,3 Mrd DM). Das Auslandsinteresse konzentrierte sich auf öffentliche Anleihen (23,1 Mrd DM). Bankschuldverschreibungen kauften Ausländer für 8,2 Mrd DM; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Fremdwährungsanleihen inländischer Kreditinstitute.

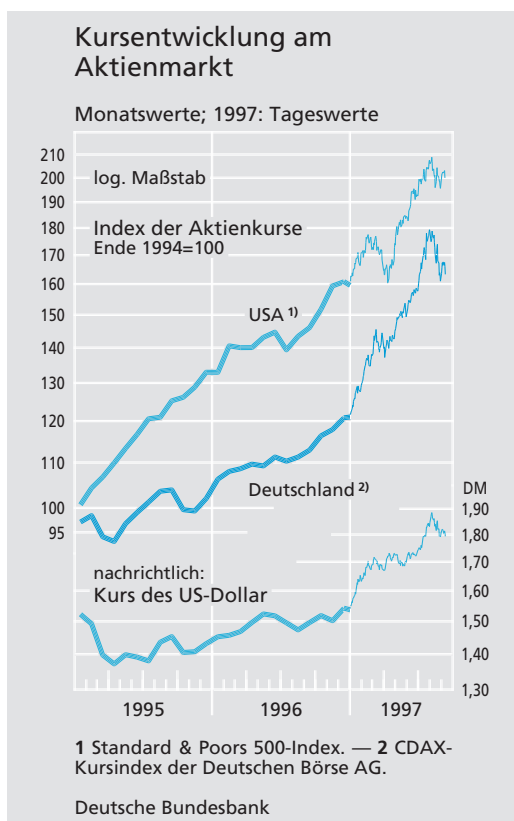
*Rentenbestände der Kreditinstitute weiter kräftig gestiegen*

Die Rentenportefeuilles der heimischen Kreditinstitute stiegen von Mai bis Juli um 54,8 Mrd DM und damit nur etwas weniger als in den drei Monaten davor (60,2 Mrd DM). Auf Anleihen inländischer Emittenten entfielen 39,8 Mrd DM; dabei standen Bankschuldverschreibungen im Vordergrund (33,4 Mrd DM). Ihre Portefeuilles an öffentlichen Anleihen stockten die Kreditinstitute um 6,3 Mrd DM auf. Damit haben sie weiter in größerem

Umfang Fristentransformation über den heimischen Rentenmarkt betrieben. Die Bestände der Banken an Fremdwährungsanleihen ausländischer Emittenten erhöhten sich ebenfalls kräftig (+ 15,4 Mrd DM); DM-Auslandsanleihen gaben die Kreditinstitute dagegen per saldo für 0,4 Mrd DM ab.

Inländische Nichtbanken haben von Mai bis Juli für 23,9 Mrd DM ausländische Rentenwerte erworben; dies ist mehr als jemals zuvor in einem Dreimonatszeitraum. Fast drei Viertel davon (16,9 Mrd DM) waren Fremdwährungsanleihen. Das ungewöhnlich große Interesse der Nichtbanken an Fremdwährungstiteln dürfte einmal im Zusammenhang mit der Abschwächung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar zu sehen sein. Allein im Juli, als es zu einem rapiden Anstieg des Dollar-Kurses kam, kauften Nichtbanken ausländische Fremdwährungsanleihen im Rekordbetrag von 10,4 Mrd DM (netto). Auch rechnen inzwischen offenbar viele Anleger damit, daß die Europäische Währungsunion mit einer großen Zahl von Teilnehmerländern starten wird. In DM-Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten legten die Nichtbanken per saldo 7,0 Mrd DM an. Dem inländischen Rentenmarkt blieben sie dagegen im Ergebnis fern; ihre Bestände an inländischen Rentenwerten verringerten sich um 5,8 Mrd DM. Zwar kauften sie Bankschuldverschreibungen für 11,8 Mrd DM, doch trennten sie sich in größerem Umfang von öffentlichen Anleihen (- 18,5 Mrd DM netto).

*Massives Engagement der Nichtbanken an ausländischen Rentenmärkten*



## Aktienmarkt

### Kursentwicklung

Der deutsche Aktienmarkt erlebte bis Ende Juli die stärkste Hausse seit Ende der achtziger Jahre. Mit durchschnittlichen Kursgewinnen von fast 14 % (gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex) war im Juli der größte monatliche Anstieg seit dem Frühjahr 1988 zu verzeichnen; seinen Stand vom Jahresanfang übertraf der CDAX Ende Juli um 46 %. Bei den im DAX enthaltenen, besonders liquiden Standardwerten fiel die Zunahme mit rund 17 % im Juli beziehungsweise 52 % in den ersten sieben Monaten des Jahres sogar noch höher aus. Eine wesentliche Triebfeder der Hausse war die anhaltende Kursrallye an wichtigen ausländischen Börsen, insbesondere dem amerikanischen Markt. Unterstützung gab ferner die rasche

Befestigung des US-Dollar, mit der eine weitere Verbesserung der Gewinnperspektiven für deutsche Exporteure einherging. Nach der angekündigten Fusion zweier großer Regionalbanken kam die „Übernahmephantasie“ im Finanzsektor hinzu; die Notierungen der Bankaktien konnten allein im Juli um 30 % zulegen. Ab Anfang August kam es angesichts kräftiger Rückschläge am amerikanischen Aktienmarkt und der Abschwächung des US-Dollar mehrfach zu starken Kurseinbußen. Mitte September waren die Aktienkurse – bei hoher Volatilität – im Durchschnitt um etwa 11 % niedriger als bei ihrem Höchststand Ende Juli.

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt hat sich von Mai bis Juli abgeschwächt. Inländische Unternehmen begaben junge Aktien im Kurswert von 4,0 Mrd DM, verglichen mit 4,6 Mrd DM von Februar bis April. Ausländische Beteiligungstitel wurden im Inland von Mai bis Juli für 11,4 Mrd DM (netto) untergebracht, nachdem Inländer in den drei Monaten davor noch für 22,9 Mrd DM ausländische Aktien gekauft hatten. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Dividendenwerte belief sich von Mai bis Juli auf 15,4 Mrd DM gegenüber 27,5 Mrd DM in der Vorperiode.

*Aktienabsatz*

Die Erwerberseite des deutschen Aktienmarktes war im Berichtszeitraum durch massive Käufe ausländischer Investoren geprägt; sie erwarben im Ergebnis für 30,6 Mrd DM Dividendenwerte. Die Auslandskäufe erreichten ihren Höhepunkt mit jeweils 13,9 Mrd DM (netto) in den Monaten Juni und Juli. Die Aktienportefeuilles der inländischen Kredit-

*Aktienerwerb*

## Absatz und Erwerb von Aktien

Position	1997		Mai bis Juli 1996
	Februar bis April	Mai bis Juli	
	Mrd DM		
Absatz			
Inländische Aktien <sup>1)</sup>	4,6	4,0	3,9
davon:			
börsennotiert	3,6	3,2	2,3
nicht börsennotiert	1,0	0,8	1,5
Ausländische Aktien <sup>2)</sup>	22,9	11,4	3,7
davon:			
Portfoliokäufe	21,1	7,5	- 1,5
Direktinvestitionen	1,8	3,9	5,2
Erwerb			
Inländer			
Kreditinstitute <sup>3)</sup>	21,9	- 11,9	- 17,6
Nichtbanken <sup>4)</sup>	10,2	- 3,3	9,7
Ausländer <sup>2)</sup>	- 4,5	30,6	15,5
Absatz bzw. Erwerb insgesamt	27,5	15,4	7,6

1 Kurswerte. — 2 Transaktionswerte. — 3 Buchwerte, statistisch bereinigt. — 4 Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

institute verringerten sich um 11,9 Mrd DM, wobei sich die Banken in erster Linie von inländischen Titeln trennten (- 10,7 Mrd DM). Die inländischen Nichtbanken gaben per saldo für 3,3 Mrd DM Dividendenwerte ab.

## Investmentfonds

### Mittel- aufkommen

Das Mittelaufkommen aus dem Absatz inländischer Investmentzertifikate bewegte sich von Mai bis Juli mit 32,2 Mrd DM in einer ähnlichen Größenordnung wie in den drei Monaten davor, als deutsche Fonds für 35,6 Mrd DM (netto) Anteilscheine verkauft hatten. Ausländische Investmentzertifikate wurden in der Berichtsperiode von Inländern für 4,1 Mrd DM erworben. Insgesamt erbrachte der Verkauf in- und ausländischer Invest-

mentzertifikate von Mai bis Juli 36,3 Mrd DM, verglichen mit 38,2 Mrd DM von Februar bis April und 13,1 Mrd DM vor Jahresfrist.

Das Mittelaufkommen bei den Spezialfonds hat sich von Mai bis Juli auf hohem Niveau stabilisiert; sie setzten für 23,8 Mrd DM (netto) Anteilscheine ab gegenüber 23,5 Mrd DM in der Vorperiode. Kräftig dotiert wurden dabei die für Kreditinstitute aufgelegten Spezialfonds, denen im Ergebnis 9,7 Mrd DM zufließen. Auch die Zahl derartiger Spezialfonds ist erneut deutlich gestiegen (um 62 von Mai bis Juli); insbesondere Sparkassen und Volksbanken nutzen intensiv das von Verbundinstituten angebotene Fondsmanagement für ihre Wertpapierbestände. Die größten Zuflüsse konnten bei den Spezialfonds wiederum die Gemischten Fonds verzeichnen (14,8 Mrd DM). Bei den Rentenfonds und den Aktienfonds kamen 6,0 Mrd DM beziehungsweise 2,8 Mrd DM auf. In Offenen Immobilienfonds wurden 0,2 Mrd DM angelegt.

*Spezialfonds*

Die Nachfrage nach Zertifikaten inländischer Publikumsfonds war von Mai bis Juli insgesamt rückläufig. Die Publikumsfonds setzten noch für 8,4 Mrd DM Anteilscheine ab, verglichen mit 12,1 Mrd DM in den drei vorangegangenen Monaten. Aktienfonds profitierten von der Hausse bei Dividendenwerten; sie erlösten 6,3 Mrd DM. Deutlich niedriger fiel der Netto-Absatz von Anteilscheinen der Offenen Immobilienfonds (1,3 Mrd DM) und Rentenfonds aus (0,9 Mrd DM). Die Geldmarktfonds mußten für 0,8 Mrd Zertifikate zurücknehmen, nach Rückflüssen von 1,3 Mrd DM in der Vorperiode. Im Juli konnten sie allerdings

*Publikumsfonds*

erstmalig seit Februar wieder in geringem Umfang (0,6 Mrd DM) Anteilscheine absetzen.

*Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

Die Investmentzertifikate wurden überwiegend von inländischen Nichtbanken übernommen. Sie kauften von Mai bis Juli Fondsanteile im Wert von 24,9 Mrd DM, verglichen mit 30,5 Mrd DM in den vorangegangenen drei Monaten. Dabei handelte es sich weit

überwiegend um Anteile an inländischen Fonds (21,0 Mrd DM). Zertifikate in- und ausländischer Geldmarktfonds gaben die Nichtbanken für 1,1 Mrd DM ab. Die Bestände der Kreditinstitute an Investmentanteilen stiegen um 10,7 Mrd DM. Ausländer legten 0,7 Mrd DM (netto) in Zertifikaten deutscher Fonds an.