

Wertpapiermärkte

Rentenmarkt

Zinsentwicklung

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind um die Jahreswende weiter kräftig gesunken. Die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte ging von Mitte Oktober bis Dezember 1997 um einen halben Prozentpunkt auf 5 % zurück, und bis Mitte Januar 1998 fiel sie weiter auf knapp über 4¾ %. Bei Abschluß dieses Berichts Mitte Februar markierten die Kapitalmarktzinsen mit weniger als 4¾ % ein neues historisches Tief. Besonders ausgeprägt war der Zinsrückgang in den langfristigen Laufzeitbereichen. Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen sanken von Oktober 1997 bis Mitte Februar 1998 um fast drei Viertel Prozentpunkte auf knapp unter 5 %. Bei Bundeswertpapieren mit einjähriger Restlaufzeit belief sich der Rückgang im gleichen Zeitraum auf annähernd einen halben Prozentpunkt. Die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt hat sich damit weiter abgeflacht. Mitte Februar betrug die am Markt beobachtbare Renditen-differenz zwischen zehnjährigen und einjährigen Papieren noch rund 1¼ Prozentpunkte.

*Zins-
entwicklung*

Die rückläufigen Kapitalmarktzinsen im Winter reflektieren zu einem großen Teil die direkten und indirekten Auswirkungen der Krisen in Ostasien. In deren Gefolge kam es in den letzten beiden Monaten des Jahres weltweit in beträchtlichem Umfang zu einer Umschichtung von Anlagemitteln in „sichere Häfen“. Offenbar sind die Anleger derzeit bereit, für Anlagen mit geringen Bonitäts-, Liquiditäts- und Wechselkursrisiken niedrige Renditen zu akzeptieren. Von diesen Mittelzuflüssen profi-

*Einflußfaktoren
der Zins-
entwicklung*

tierten insbesondere amerikanische Rentenwerte, aber auch die europäischen Anleihemärkte. Der Zinsvorsprung zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Bundeswertpapieren hat sich vor diesem Hintergrund in den letzten Monaten auf durchschnittlich etwa einen halben Prozentpunkt verringert. Die von den Krisen in Ostasien ausgehenden preis- und konjunkturdämpfenden Effekte haben ebenfalls zu niedrigeren Kapitalmarktzinsen beigetragen. Die Gefahr einer Beschleunigung des Preisauftriebs an den Gütermärkten, die angesichts einer kräftig expandierenden Weltwirtschaft bis in den Herbst hinein drohte, wird nun an den Märkten kaum noch gesehen. Die aufgehellten Preisperspektiven strahlten auch auf die Zinsen am „kurzen Ende“ des deutschen Kapitalmarktes aus, wo die Sätze seit Spätsommer angezogen hatten.

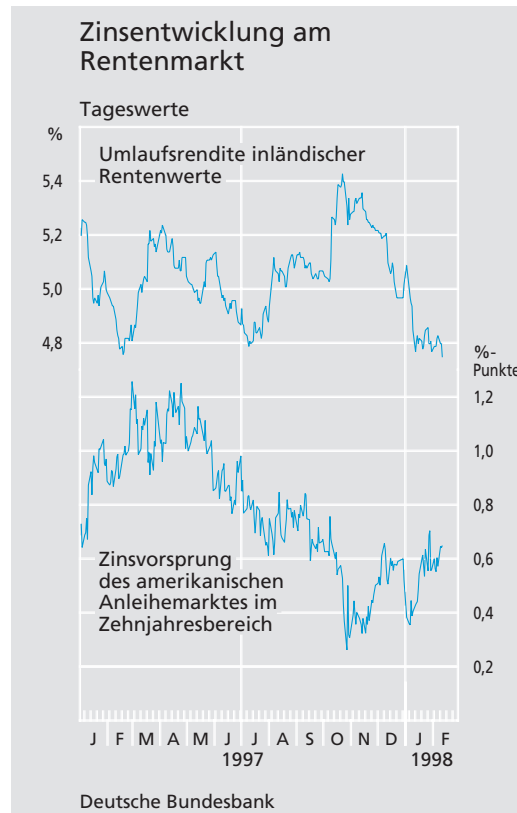
*Finanzierungs-
konditionen
günstig*

Die in vielen Ländern ohnehin günstigen monetären Rahmenbedingungen haben sich durch den Rückgang der Kapitalmarktzinsen weiter verbessert. In Deutschland sind die Zinsen – und damit die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft – über das ganze Laufzeitenspektrum gesehen niedrig. Dies gilt nicht nur nominal, sondern auch bei realer Betrachtung. Bereinigt um den laufenden Preisanstieg auf Konsumentenebene liegen die Kapitalmarktzinsen derzeit bei etwa 3 ½ % und damit fast einen Prozentpunkt unter dem Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre.

Absatz von Rentenwerten

Der Brutto-Absatz inländischer Rentenwerte war von Oktober bis Dezember 1997 mit

*Mittel-
aufkommen*



193,1 Mrd DM (Kurswert) geringfügig niedriger als im Vierteljahr davor (200,9 Mrd DM), aber höher als im letzten Quartal 1996 (182,4 Mrd DM). Der Netto-Absatz, der sich nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten ergibt, blieb aufgrund umfangreicher Wertpapierfälligkeiten zum Jahresende jedoch deutlich hinter dem Ergebnis der Vergleichsperioden zurück; er erreichte von Oktober bis Dezember lediglich 32,6 Mrd DM, verglichen mit 45,9 Mrd DM in den drei Monaten davor und 58,8 Mrd DM vor Jahresfrist.¹⁾ Ausländische Rentenwerte wurden im vierten Quartal 1997 nur noch für 7,7 Mrd

¹⁾ Das tatsächliche Mittelaufkommen am Rentenmarkt war im Berichtszeitraum mit 26,5 Mrd DM noch geringer, da mit der Zuteilung von Anleihen des Ausgleichsfonds Währungsumstellung im Volumen von 6,1 Mrd DM keine unmittelbare Marktbeanspruchung verbunden war.

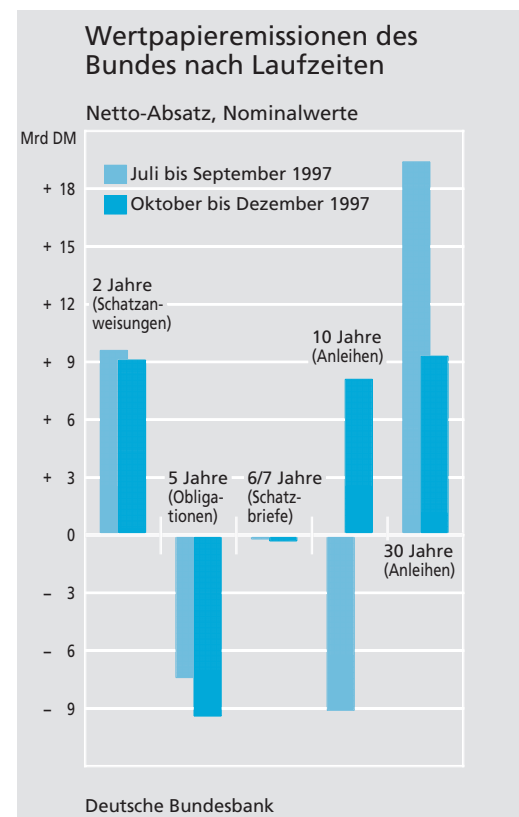
DM im Inland verkauft gegenüber dem Spitzenwert von 30,3 Mrd DM von Juli bis September. Vor allem der Absatz von Fremdwährungsanleihen im Inland hat stark nachgelassen (auf 5,0 Mrd DM netto nach 25,5 Mrd DM von Juli bis September). DM-Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten kauften heimische Anleger für 2,7 Mrd DM. Insgesamt erreichte der Netto-Absatz in- und ausländischer Rentenwerte von Oktober bis Dezember 1997 40,3 Mrd DM nach 76,2 Mrd DM in den drei Monaten davor und 62,7 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Bankschuldverschreibungen

Das rückläufige Mittelaufkommen aus dem Verkauf inländischer Rentenwerte geht ausschließlich auf die geringere Emissionstätigkeit der Kreditinstitute zurück. Sie begaben im letzten Quartal 1997 mit 19,0 Mrd DM netto deutlich weniger Bankschuldverschreibungen als von Juli bis September; damals hatten die Banken 51,3 Mrd DM am Rentenmarkt aufgenommen. Dieser Rückgang spiegelt teilweise eine Abschwächung der Direktkreditvergabe an die öffentliche Hand, aber auch an private Nichtbanken gegen Ende des Jahres wider. Der Absatz Öffentlicher Pfandbriefe erbrachte 9,0 Mrd DM, während Hypothekendarlehen für 6,4 Mrd DM plazierte wurden. Der am Markt befindliche Umlauf von Sonstigen Bankschuldverschreibungen stieg um 6,0 Mrd DM. Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute wurden im Ergebnis für 2,4 Mrd DM getilgt.

Anleihen der öffentlichen Hand

Im Gegensatz zu den Banken nahm die öffentliche Hand den Anleihemarkt im vierten Quartal 1997 stärker in Anspruch als im dritten. Die Rentenmarktverschuldung öffent-



licher Emittenten erhöhte sich um 7,1 Mrd DM, nachdem sie von Juli bis September um 3,8 Mrd DM zurückgegangen war (jeweils ohne die Papiere des Ausgleichsfonds Währungsumstellung gerechnet). Die Mittelaufnahmen des Bundes am Rentenmarkt erreichten im letzten Quartal des vergangenen Jahres 11,5 Mrd DM.²⁾ Er baute angesichts der sehr niedrigen Kapitalmarktzinsen seine Geldmarktkredite ab und stockte seine Kapitalmarktverschuldung auf. Dabei nutzte er insbesondere langlaufende Anleihen zur Kreditauf-

²⁾ Zwischen den Mittelaufnahmen des Bundes insgesamt und den hier genannten Veränderungen des Umlaufs bei den einzelnen Arten von Bundeswertpapieren besteht in der Regel eine rechnerische Differenz. Sie ist darauf zurückzuführen, daß die Mittelaufnahmen insgesamt zu Kurswerten und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen errechnet werden, während die Umlaufsveränderungen zu Nominalwerten und ohne Eigenbestandsveränderungen ausgewiesen werden.

nahme. Der Umlauf von dreißigjährigen und von zehnjährigen Bundesanleihen nahm um 9,3 Mrd DM beziehungsweise 8,1 Mrd DM zu. Zweijährige Schatzanweisungen wurden im Ergebnis für 9,1 Mrd DM abgesetzt (jeweils Nominalwert). Der Umlauf von Bundesschatzbriefen und Bundesobligationen ging dagegen zurück (um 0,3 Mrd DM bzw. 9,4 Mrd DM). Vierjährige Schatzanweisungen, die seit Mitte 1995 nicht mehr begeben werden, wurden für 4,0 Mrd DM getilgt. Die Länder nahmen den Rentenmarkt mit 1,3 Mrd DM in Anspruch. Schuldverschreibungen der ehemaligen Sondervermögen Bundespost und Bundesbahn wurden für 4,5 Mrd DM beziehungsweise 1,1 Mrd DM getilgt; der am Markt befindliche Umlauf von Anleihen der Treuhandanstalt verringerte sich um 0,3 Mrd DM. Die Rentenmarktverschuldung der übrigen öffentlichen Emittenten blieb praktisch unverändert.

DM-Auslandsanleihen

Ausländische Emittenten begaben von Oktober bis Dezember 1997 für 27,8 Mrd DM (Nominalwert) auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen. Rund 6 ½ Mrd DM entfielen davon auf Papiere ausländischer Gebietskörperschaften, weitere 3 ½ Mrd DM auf Titel internationaler Organisationen. Der Netto-Absatz von DM-Auslandsanleihen belief sich im Berichtszeitraum nur noch auf 7,9 Mrd DM gegenüber 21,8 Mrd DM von Juli bis September 1997 und 18,6 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Der größere Teil der Papiere wurde im Ausland untergebracht (5,3 Mrd DM).

Der Umlauf kurzlaufender Schuldverschreibungen von inländischen Nichtbanken (mit

Absatz und Erwerb von Rentenwerten

Mrd DM	1997		1996
	Juli bis Sept.	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
Absatz			
Inländische Rentenwerte 1)	45,9	32,6	58,8
darunter:			
Bankschuldverschreibungen	51,3	19,0	46,2
Ausländische Rentenwerte 2)	30,3	7,7	3,9
darunter:			
Fremdwährungsanleihen	25,5	5,0	2,3
Erwerb			
Inländer	41,1	8,8	33,3
Kreditinstitute 3)	38,4	- 10,2	20,6
Nichtbanken 4)	2,7	19,0	12,8
darunter:			
ausländische Rentenwerte 2)	17,4	2,8	- 1,7
Ausländer 2)	35,1	31,5	29,3
Absatz bzw. Erwerb insgesamt	76,2	40,3	62,7

1 Netto-Absatz zu Kurswerten plus/minus Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten. — 2 Transaktionswerte. — 3 Buchwerte, statistisch bereinigt. — 4 Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

einer vereinbarten Laufzeit bis einschließlich einem Jahr, der in den hier kommentierten Zahlen nicht enthalten ist) ist von Oktober bis Dezember etwas zurückgegangen; Ende 1997 betrug er 31,0 Mrd DM gegenüber 34,4 Mrd DM Ende September. Inländische Unternehmen führten – wie üblich – die kurzfristige Fremdfinanzierung über DM-Commercial-Paper (CP) gegen Jahresende deutlich zurück (ausstehendes Volumen Ende Dezember 8,1 Mrd DM, verglichen mit 12,4 Mrd DM Ende September). Der Umlauf unterjähriger Titel der öffentlichen Hand hat geringfügig zugenommen; er erreichte Ende Dezember 22,9 Mrd DM.

Kurzlaufende Schuldverschreibungen inländischer Nichtbanken

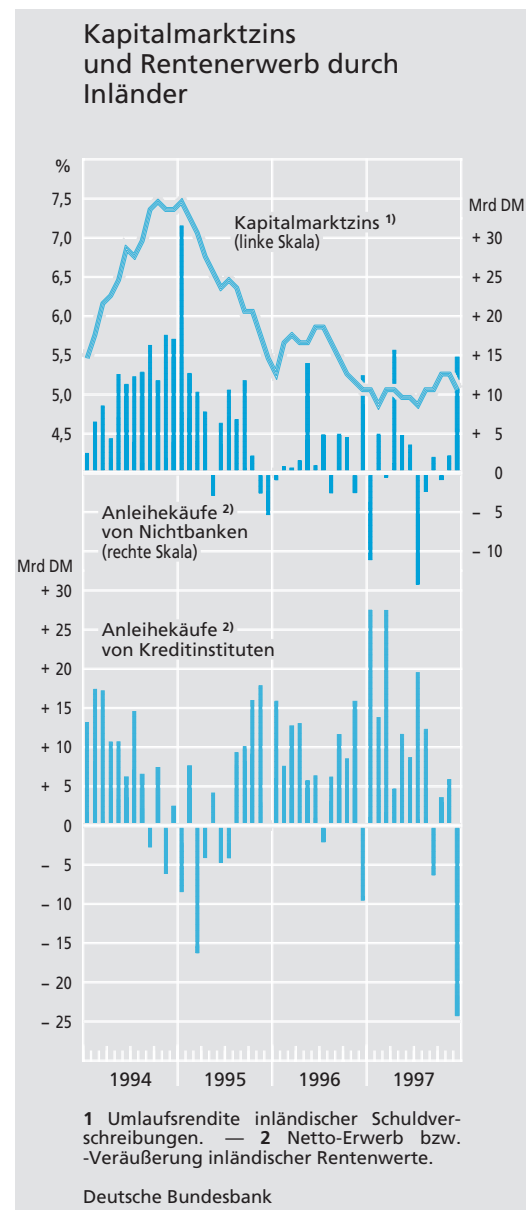
Erwerb von Rentenwerten

Hohe Auslandsnachfrage im November und Dezember

Die Nachfrageseite des heimischen Rentenmarktes wurde im letzten Quartal von 1997 von umfangreichen Anleihekäufen ausländischer Investoren geprägt. Insgesamt erwarben Ausländer im Berichtszeitraum für 31,5 Mrd DM deutsche Rentenwerte, verglichen mit 35,1 Mrd DM von Juli bis September 1997. Ihre Käufe konzentrierten sich auf November (18,7 Mrd DM) und Dezember (13,9 Mrd DM), als die Krisen in Ostasien eskalierten. Drei Viertel der Papiere waren öffentliche Anleihen. Der Auslandserwerb von inländischen Bankschuldverschreibungen, bei denen in der Regel ein großer Teil auf Fremdwährungstitel entfällt, war im vierten Quartal dagegen rückläufig (8,1 Mrd DM, verglichen mit 17,0 Mrd DM von Juli bis September).

Zunehmendes Kaufinteresse der Nichtbanken

Die inländischen Nichtbanken zeigten von Oktober bis Dezember 1997 wieder deutlich mehr Interesse an Rentenwerten als in den drei Monaten davor (19,0 Mrd DM gegenüber 2,7 Mrd DM). Dies gilt allerdings nur für inländische Rentenwerte, bei denen es zu einem markanten Umschwung kam. Von ihnen erwarben die Nichtbanken im Berichtszeitraum 16,2 Mrd DM, nachdem sie im dritten Quartal solche Titel für 14,7 Mrd DM (netto) verkauft hatten. Erheblich zurückgegangen sind dagegen die Käufe ausländischer Anleihen, die mit 2,8 Mrd DM von Oktober bis Dezember weniger als ein Fünftel des Vorquartals erreichten (17,4 Mrd DM). Zu dieser Änderung im Anlageverhalten hat – neben den inzwischen nur noch geringen Spielräumen für „Konvergenzhandel“ innerhalb Europas – möglicherweise auch beigetragen,



daß angesichts der Zuspitzung der Krisen in Ostasien Anlagen in heimischen Rentenwerten trotz der niedrigen Zinsen attraktiver erschienen als Fremdwährungseingagements.

Die inländischen Kreditinstitute ließen ihre Anleihebestände im letzten Vierteljahr von 1997 um 10,2 Mrd DM abschmelzen; in der Vorperiode waren ihre Rentenportefeuilles um 38,4 Mrd DM gestiegen. Dies ist allein auf

Rentenverkäufe der Banken

die Entwicklung im Dezember zurückzuführen, als sich die Bestände der Banken an festverzinslichen Wertpapieren um 29,9 Mrd DM verminderten. Die Abnahme in diesem Monat konzentrierte sich auf inländische öffentliche Anleihen (per saldo 20,1 Mrd DM). Zum einen haben wohl die Banken die in diesem Monat sehr lebhaftere Auslandsnachfrage teilweise aus ihren Beständen gedeckt; zum anderen wurden über die Jahreswende in größerem Umfang Wertpapierleihgeschäfte zurückgeführt. Im Ergebnis gaben die Banken im Berichtszeitraum für 15,1 Mrd DM inländische Rentenwerte ab, während sie Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten für 4,9 Mrd DM (netto) kauften.

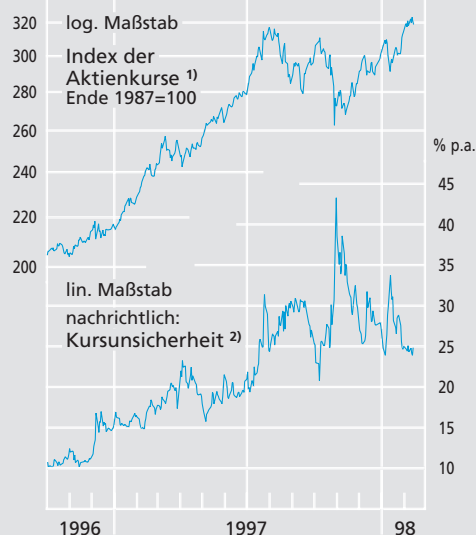
Aktienmarkt

Kursentwicklung

Der Kurstrend am deutschen Aktienmarkt war nach dem scharfen Rückgang Ende Oktober im Sog der weltweiten Börsenturbulenzen ab Mitte November wieder nach oben gerichtet. Ende 1997 notierten deutsche Aktien – gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex – um 15 % höher als nach dem Kursrutsch im Oktober und lediglich noch um 5 % niedriger als beim Höchststand Ende Juli. Im Vorjahresvergleich verzeichnete der CDAX ein Plus von fast 39 %; dies ist der drittstärkste Kursanstieg innerhalb eines Jahres seit 1970. Seit Jahresbeginn haben sich die Notierungen weiter befestigt, und Anfang Februar 1998 markierten die Kurse sogar neue Höchststände. Allerdings war die Kursunsicherheit bis zuletzt weiter hoch.

Kursentwicklung am Aktienmarkt

Tageswerte



1 CDAX-Kursindex. — 2 Gemessen anhand des DAX-Volatilitätsindex (ermittelt aus impliziten Volatilitäten von DAX-Optionen). Quelle: Deutsche Börse AG.

Deutsche Bundesbank

Am deutschen Aktienmarkt begaben inländische Gesellschaften im vierten Quartal 1997 junge Aktien im Kurswert von 8,4 Mrd DM; dies ist deutlich mehr als im dritten (6,2 Mrd DM), aber erheblich weniger als im letzten Vierteljahr 1996, als der Börsengang der Telekom für ein Rekord-Emissionsvolumen (22,4 Mrd DM) gesorgt hatte. Fast zwei Drittel der Neuemissionen betrafen Kapitalerhöhungen von Kreditinstituten, die vor dem Hintergrund der anhaltenden Restrukturierungsanstrengungen im Bankensektor zu sehen sind. Ausländische Dividendenwerte wurden von Oktober bis Dezember für 19,6 Mrd DM im Inland untergebracht; etwa die Hälfte davon entfiel auf Portfolioinvestitionen. Insgesamt kamen im vierten Quartal 1997 am deutschen Aktienmarkt 28,0 Mrd DM auf, verglichen mit 17,2 Mrd DM von Juli bis Sep-

Aktienabsatz

tember und 34,2 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Aktienerwerb

Auf der Erwerberseite des deutschen Aktienmarktes traten im letzten Vierteljahr vor allem die inländischen Nichtbanken in Erscheinung; sie kauften für 33,2 Mrd DM Dividendenwerte, wobei es sich etwa jeweils zur Hälfte um Anteile ausländischer und inländischer Gesellschaften handelte (17,7 Mrd DM bzw. 15,5 Mrd DM). Insbesondere das Interesse der Nichtbanken an inländischen Aktien hat damit deutlich zugenommen; im Vorquartal hatten sie noch für 10,4 Mrd DM solche Papiere verkauft. Offensichtlich haben die Nichtbanken das im Vergleich zu den Sommermonaten niedrigere Kursniveau für neue Engagements genutzt. Die Aktienbestände der Kreditinstitute stiegen von Oktober bis Dezember um 1,3 Mrd DM. Ausländische Anleger trennten sich im Berichtszeitraum im Betrag von 6,5 Mrd DM (netto) von deutschen Beteiligungstiteln.

Investmentfonds

Mittelaufkommen

Der Verkauf von Anteilen inländischer Investmentfonds erbrachte im Berichtszeitraum 36,5 Mrd DM, verglichen mit 30,4 Mrd DM von Juli bis September und 25,5 Mrd DM im letzten Quartal von 1996. Anteilscheine ausländischer Fonds wurden von Oktober bis Dezember für 0,9 Mrd DM im Inland abgesetzt. Insgesamt belief sich das Mittelaufkommen aus dem Verkauf in- und ausländischer Investmentzertifikate damit auf 37,3 Mrd DM.

Absatz und Erwerb von Aktien

Position	1997		1996
	Juli bis Sept.	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
Absatz			
Inländische Aktien ¹⁾	6,2	8,4	22,4
davon:			
börsennotiert	5,5	7,5	21,9
nicht börsennotiert	0,7	0,9	0,5
Ausländische Aktien ²⁾	11,1	19,6	11,9
davon:			
Portfoliokäufe	4,1	10,3	10,1
Direktinvestitionen	7,0	9,3	1,8
Erwerb			
Inländer			
Kreditinstitute ³⁾	-9,1	1,3	7,5
Nichtbanken ⁴⁾	1,8	33,2	20,2
Ausländer ²⁾	24,6	-6,5	6,5
Absatz bzw. Erwerb insgesamt	17,2	28,0	34,2

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

Deutsche Bundesbank

Die Spezialfonds konnten im vierten Quartal 1997 mit 33,8 Mrd DM Mittelzuflüsse in Rekordhöhe verzeichnen, was weitgehend auf den Dezember (23,1 Mrd DM) zurückzuführen ist. Gegen Ende des Jahres steigen die Verkaufserlöse bei den Spezialfonds aufgrund eines hohen Anlagebedarfs institutioneller Anleger typischerweise an. Ihnen bietet die Zwischenschaltung von Spezialfonds die Möglichkeit, Anlagedispositionen – etwa in Derivaten – flexibler zu handhaben. Fast zwei Drittel des Mittelaufkommens entfielen mit 22,0 Mrd DM auf Gemischte Fonds. Die Aktienfonds und die Rentenfonds setzten im Ergebnis für 7,2 Mrd DM beziehungsweise 4,4 Mrd DM Zertifikate ab. Offene Immobilienfonds erlösten 0,2 Mrd DM.

Spezialfonds

Publikumsfonds

Die Publikumsfonds konnten im Berichtszeitraum dagegen lediglich für 2,6 Mrd DM (netto) Anteilscheine verkaufen (Vorquartal: 6,2 Mrd DM). Ausschlaggebend hierfür war neben Mittelabflüssen bei Geldmarktfonds und Offenen Immobilienfonds (– 1,9 Mrd DM bzw. – 0,3 Mrd DM) das geringere Interesse an Aktienfonds (3,3 Mrd DM). Vor dem Hintergrund der weltweiten Börsenturbulenzen mußten offenbar vor allem Aktienfonds mit internationalem Anlageschwerpunkt Geschäftseinbußen hinnehmen. Bei den Rentenfonds und den Gemischten Fonds kamen mit 0,8 Mrd DM beziehungsweise 0,7 Mrd DM

etwas mehr Mittel auf als in den drei Monaten davor.

Die Investmentzertifikate wurden von Oktober bis Dezember im Ergebnis ausschließlich von Inländern übernommen. Die Nichtbanken kauften für 31,0 Mrd DM Anteilscheine in- und ausländischer Fonds. Geldmarktfondszertifikate gaben die Nichtbanken für 3,1 Mrd DM (netto) zurück. Die Bestände der heimischen Kreditinstitute an Investmentzertifikaten stiegen um 9,2 Mrd DM. Ausländische Anleger trennten sich für 2,9 Mrd DM von Anteilscheinen inländischer Fonds.

*Erwerb von
Investment-
zertifikaten*