

Wertpapiermärkte

Rentenmarkt

Zinsentwicklung

Die deutschen Kapitalmarktzinsen bewegten sich im Frühjahr 1997 weiter auf niedrigem Niveau. Die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte zog zwar von Mitte Februar, als sie mit 4¾ % einen historischen Tiefstand markiert hatte, bis Mitte März um etwa einen halben Prozentpunkt auf 5¼ % an. Danach ging sie aber unter Schwankungen wieder zurück. Mitte Juni war der Kapitalmarktzins mit knapp 5 % um etwa einen viertel Prozentpunkt höher als beim Tiefstand im Februar. Der am Markt beobachtbare Renditevorsprung zehnjähriger Bundesanleihen gegenüber Titeln mit einjähriger Restlaufzeit hat sich bei einer nur wenig veränderten Konstellation am „kurzen Ende“ des Marktes seit Mitte Februar etwas ausgeweitet; Mitte Juni betrug er 2½ Prozentpunkte. Die Renditenstrukturkurve am deutschen Rentenmarkt zeigte daher nach wie vor einen steilen Verlauf.

*Kapitalmarkt-
zinsen weiter-
hin niedrig*

Die anhaltend niedrigen Kapitalmarktzinsen in Deutschland sind Ausdruck der insgesamt wenig veränderten Umfeldbedingungen. Angesichts der mäßigen Wachstumsdynamik und einer eher verschlechterten Situation am heimischen Arbeitsmarkt gibt es bislang keine Anzeichen für einen zunehmenden Inflationsdruck. Die Geldmengenentwicklung, die sich nach einem kräftigen Wachstum zum Jahresanfang inzwischen dem Zielkorridor angenähert hat, unterstreicht diese Einschätzung. Die Aufwertung des US-Dollar seit Jahresbeginn hat den deutschen Rentenmarkt nicht in

*Einflußfaktoren
der Zins-
entwicklung*



Mitleidenschaft gezogen; dies ist ein Indiz dafür, daß die Kapitalmarktakteure hierin eher eine Normalisierung sehen, aber keine nachhaltige Schwächung der D-Mark erwarten. Vor diesem Hintergrund hat sich der Zinsvorsprung des amerikanischen Anleihemarktes, wo erneut aufkeimende Inflationsbefürchtungen seit Februar zu einem kräftigen Zinsanstieg geführt haben, weiter vergrößert. Seit Ende Februar rentierten zehnjährige US-Treasuries zumeist um mehr als einen Prozentpunkt höher als vergleichbare Bundeswertpapiere. Ende Mai hat sich der Zinsvorsprung der USA wieder etwas verringert; Mitte Juni betrug er knapp einen Prozentpunkt.

Die über das gesamte Laufzeitenspektrum anhaltend niedrigen Zinsen haben zusammen

mit der Normalisierung der Wechselkursrelationen dazu geführt, daß sich das monetäre Umfeld für eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in Deutschland im Frühjahr weiter aufgeheitelt hat. Nun kommt es entscheidend darauf an, auch die strukturellen Rahmenbedingungen für Investitionen in Deutschland durch entschlossene Reformschritte, die insbesondere auf eine nachhaltige Haushaltskonsolidierung und flexiblere Verhältnisse am Arbeitsmarkt zielen, zu verbessern. Diese wirken nicht nur unmittelbar wachstumsstimulierend, sondern helfen zugleich, niedrige Geld- und Kapitalmarktzinsen zu sichern.

Absatz von Rentenwerten

Der Brutto-Absatz inländischer Rentenwerte war von Januar bis April sehr lebhaft. Inländische Emittenten begaben Schuldverschreibungen im Kurswert von 327,3 Mrd DM, verglichen mit 246,1 Mrd DM in den vier Monaten davor und 285,8 Mrd DM von Januar bis April 1996. Im Januar 1997 erreichte die Emissionstätigkeit mit 103,0 Mrd DM einen neuen Spitzenwert. Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen verblieb für das erste Jahresdrittel ein Netto-Absatz von 127,3 Mrd DM; dies ist deutlich mehr als im Zeitraum September bis Dezember 1996 (78,2 Mrd DM) und vor Jahresfrist (81,8 Mrd DM). Ausländische Rentenwerte wurden von Januar bis April 1997 für 20,0 Mrd DM im Inland abgesetzt nach 5,0 Mrd DM in den vorangegangenen vier Monaten. Dieser Anstieg beruhte ausschließlich auf einem verstärkten Interesse inländischer Anleger an Fremdwährungsanlei-

*Implikationen
der Zins-
entwicklung*

*Mittel-
aufkommen*

hen, die im Berichtszeitraum 19,6 Mrd DM (netto) in solchen Titeln anlegten, verglichen mit 3,1 Mrd DM in der Vorperiode. DM-Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten wurden für 0,4 Mrd DM und damit in geringerem Umfang im Inland abgesetzt als von September bis Dezember 1996 (1,9 Mrd DM). Insgesamt belief sich das Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Rentenwerte von Januar bis April auf 147,3 Mrd DM gegen 83,2 Mrd DM in den vier Monaten davor und 92,8 Mrd DM vor Jahresfrist.

Bankschuldverschreibungen

Etwas mehr als zwei Drittel des Mittelaufkommens aus dem Verkauf inländischer Rentenwerte kamen von Januar bis April den Kreditinstituten zugute (86,2 Mrd DM). Den größten Teil davon machten mit 55,5 Mrd DM erneut die Öffentlichen Pfandbriefe aus, die der Refinanzierung von Krediten an die öffentliche Hand dienen. Der am Markt befindliche Umlauf an solchen Papieren nahm insbesondere im Januar (+ 23,7 Mrd DM) und Februar (+ 12,2 Mrd DM) kräftig zu. Auf die „traditionellen“ Hypothekendarlehen entfielen 4,5 Mrd DM. Sonstige Bankschuldverschreibungen wurden für 21,2 Mrd DM (netto) abgesetzt. Der Verkauf von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute erbrachte 5,1 Mrd DM.

Anleihen der öffentlichen Hand

Auch über eigene Emissionen nahm die öffentliche Hand den Rentenmarkt von Januar bis April deutlich stärker in Anspruch als im letzten Drittel des Vorjahres. Die Rentenmarktverschuldung öffentlicher Emittenten stieg im Berichtszeitraum um insgesamt 40,9 Mrd DM, verglichen mit 10,5 Mrd DM von September bis Dezember 1996. Die Zunahme beruht fast

Absatz und Erwerb von Rentenwerten

Mrd DM			
Position	1996 Sept. bis Dez.	1997 Jan. bis April	1996 Jan. bis April
Absatz			
Inländische Rentenwerte ¹⁾	78,2	127,3	81,8
darunter:			
Bankschuldverschreibungen	67,1	86,2	74,8
Öffentliche Anleihen	10,5	40,9	7,4
Ausländische Rentenwerte ²⁾	5,0	20,0	11,0
Erwerb			
Inländer	52,8	102,1	62,0
Kreditinstitute ³⁾	35,1	88,6	59,2
Nichtbanken ⁴⁾	17,6	13,5	2,7
darunter:			
inländische Rentenwerte	21,2	8,5	1,6
Ausländer ²⁾	30,4	45,2	30,8
Absatz bzw. Erwerb insgesamt	83,2	147,3	92,8

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

Deutsche Bundesbank

ausschließlich auf höheren Mittelaufnahmen des Bundes, die sich im Ergebnis auf 49,1 Mrd DM beliefen. Der Bund legte im Januar und im April jeweils eine neue zehnjährige Anleihe mit einem Kupon von 6 % und einem Emissionsvolumen von 30 Mrd DM beziehungsweise 15 Mrd DM auf. Bei beiden Emissionen wird ab Juli 1997 erstmals die Trennung von Kapital- und Zinsansprüchen („Stripping“) möglich sein. Der Umlauf von zehnjährigen Anleihen¹⁾ stieg um 28,9 Mrd DM, der von zweijährigen verzinslichen Schatzanweisungen um 13,7 Mrd DM (jeweils Nominalwerte). Der Verkauf von Bundesobligationen und Bundesschatzbriefen erbrachte im Ergebnis 6,9 Mrd DM beziehungsweise 2,9 Mrd DM. Darüber hinaus wurden für 1,3 Mrd DM Anleihen des Aus-

¹ Einschl. der im April begebenen Anleihe mit einer Ursprungslaufzeit von 10 Jahren und 69 Tagen.

gleichs fonds Währungsumstellung im Austausch gegen Ausgleichsforderungen zuge teilt; mit diesen Transaktionen ist allerdings keine direkte Marktbeanspruchung verbunden. Den hohen Emissionen des Bundes standen Fälligkeiten von Papieren der Bundespost und der Bundesbahn (– 2,0 Mrd DM bzw. – 1,9 Mrd DM) gegenüber. Die Länder tilgten ebenfalls – per saldo für 5,3 Mrd DM – eigene Anleiheverbindlichkeiten. Die Rentenmarktverschuldung der übrigen öffentlichen Emittenten veränderte sich nur wenig.

*DM-Auslands-
anleihen*

Ausländische Emittenten begaben von Januar bis April für 38,5 Mrd DM (Nominalwert) auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen. Wichtige Emittentengruppen waren ausländische Gebietskörperschaften (10 Mrd DM), Tochtergesellschaften deutscher Kreditinstitute (9 Mrd DM) und internationale Organisationen (3 Mrd DM). Hinsichtlich der Bonität der Emittenten sind die Unterschiede eher größer geworden. Neben weiteren Emissionen von Schwellen- und Transformationsländern wurden auch von einigen ausländischen Unternehmen mit vergleichsweise geringer Bonität Schuldverschreibungen („Junk Bonds“) begeben. Der Netto-Absatz von DM-Auslandsanleihen erreichte im Berichtszeitraum 22,2 Mrd DM gegenüber 23,7 Mrd DM von September bis Dezember 1996 und 27,0 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Die Papiere wurden im Ergebnis fast vollständig im Ausland untergebracht (21,8 Mrd DM).

*Kurzlaufende
Emissionen von
Nichtbanken*

Der Markt für kurzlaufende DM-Schuldverschreibungen inländischer Nichtbanken²⁾ expandierte im Frühjahr nicht mehr so dynamisch, nachdem der Umlauf an unterjährigen

Unverzinslichen Schatzanweisungen des Bundes („Bubills“) bereits im Oktober die zwischen dem Bundesministerium der Finanzen und der Bundesbank vereinbarte Umlaufgrenze von 20 Mrd DM erreicht hatte. Insgesamt belief sich der Umlauf an DM-Schuldverschreibungen inländischer Nichtbanken mit einer vereinbarten Laufzeit bis einschließlich 1 Jahr Ende April auf 34,8 Mrd DM, verglichen mit 29,7 Mrd DM Ende 1996.

Dieser Zuwachs ist im Ergebnis ausschließlich auf die vermehrte Nutzung von DM-Commercial-Paper (DM-CP) durch inländische Unternehmen zurückzuführen. Der Umlauf an solchen Papieren hat sich im Berichtszeitraum fast verdoppelt (11,7 Mrd DM Ende April 1997, verglichen mit 5,9 Mrd DM Ende 1996). Ausländische Unternehmen nahmen dagegen den DM-CP-Markt weniger in Anspruch als zuvor. Ende April erreichte der Umlauf an DM-CP ausländischer Emittenten 10,9 Mrd DM; er war damit um 2,8 Mrd DM niedriger als Ende vorigen Jahres.

*DM-
Commercial-
Paper*

Erwerb von Rentenwerten

Die Rentenportefeuilles der heimischen Kreditinstitute stiegen von Januar bis April um 88,6 Mrd DM und damit erheblich stärker als in den Vergleichsperioden (35,1 Mrd DM von September bis Dezember 1996, 59,2 Mrd DM vor Jahresfrist). Im Ergebnis erwarben die Kreditinstitute in erster Linie inländische

*Hohe
Rentenkäufe der
Kreditinstitute*

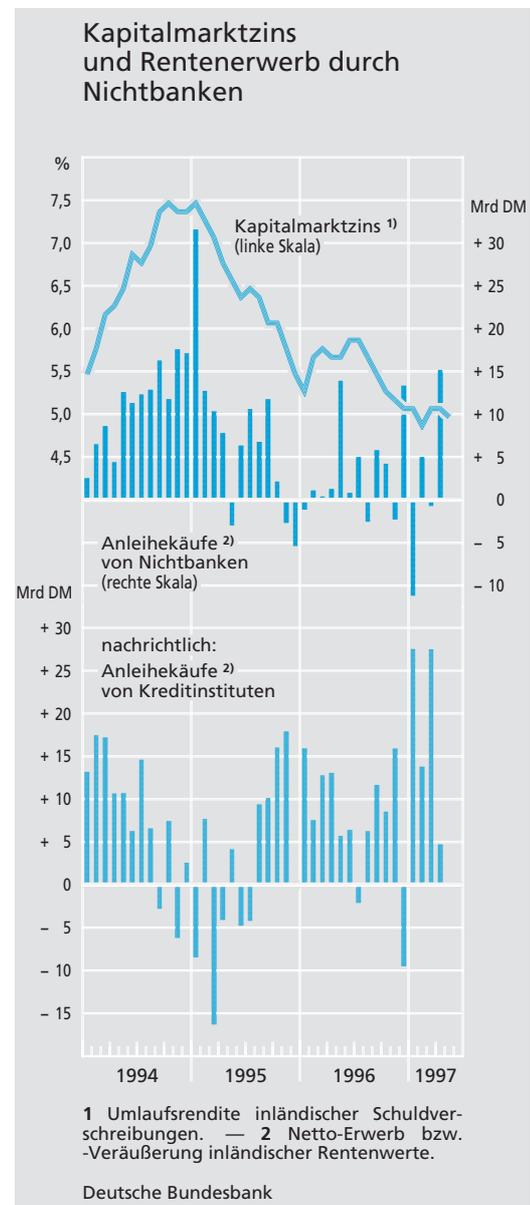
² In den vorstehend kommentierten Absatzzahlen sind die „Bubills“ ebenso wie Commercial-Paper nicht enthalten; eine Zusammenstellung des Umlaufs kürzerfristiger Schuldverschreibungen, die auch diese Papiere einschließt, findet sich in: Deutsche Bundesbank, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Kapitalmarktstatistik, Mai 1997, Tabelle II.10.

Bankschuldverschreibungen (47,2 Mrd DM); die Bestände der Banken an öffentlichen Anleihen stiegen um 26,4 Mrd DM. Vor dem Hintergrund einer steilen Zinsstruktur, eines rückläufigen Auslandserwerbs und eines ausgeprägten Attentismus der Nichtbanken betrieben die Banken damit in großem Umfang Fristentransformation über den inländischen Rentenmarkt. Ihre Bestände an Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten sind ebenfalls kräftig gestiegen (+ 15,0 Mrd DM); dabei handelte es sich etwa zu zwei Dritteln um Fremdwährungsanleihen.

*Rückläufiger
Auslands-
erwerb*

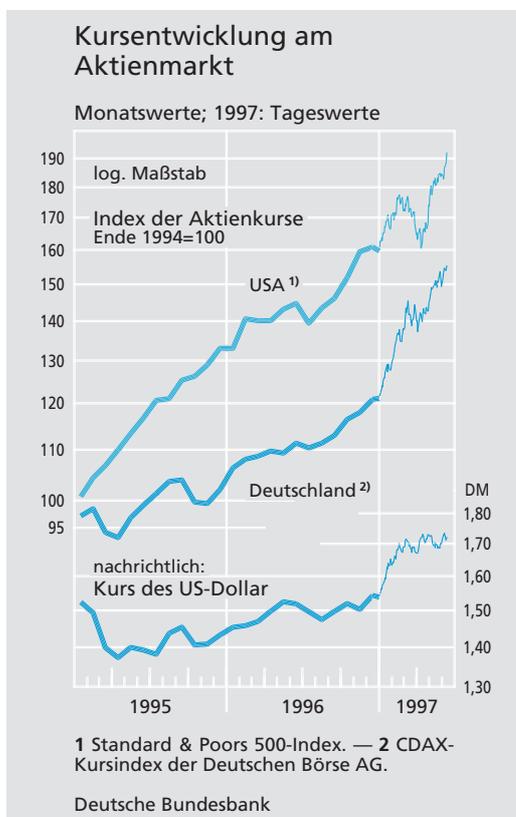
Das Engagement ausländischer Investoren am deutschen Rentenmarkt hat sich im Verlauf des Frühjahrs deutlich abgeschwächt. Während der Netto-Erwerb ausländischer Anleger im Januar 31,2 Mrd DM erreichte, ebte ihr Kaufinteresse mit dem vorübergehenden Zinsanstieg in den folgenden beiden Monaten deutlich ab; erst im April stieg die Auslandsnachfrage wieder etwas. Insgesamt erreichten die Zukäufe ausländischer Investoren im Berichtszeitraum 45,2 Mrd DM (netto), verglichen mit 30,4 Mrd DM in den vier Monaten davor. Die Auslandskäufe betrafen jeweils etwa zur Hälfte öffentliche Anleihen und Bankschuldverschreibungen (23,7 Mrd DM bzw. 21,5 Mrd DM). Bei den Bankschuldverschreibungen konzentrierte sich das Interesse der Ausländer auf Fremdwährungsemissionen, während unter den öffentlichen Papieren insbesondere die im Januar und April aufgelegten zehnjährigen Anleihen lebhaft nachgefragt wurden.

Die Rentenkäufe der inländischen Nichtbanken bewegten sich von Januar bis April mit



13,5 Mrd DM weiterhin auf niedrigem Niveau. Vor allem die Nachfrage nach inländischen Rentenwerten schwächte sich mit 8,5 Mrd DM gegenüber 21,2 Mrd DM (jeweils netto) in den letzten vier Monaten des Jahres 1996 nochmals deutlich ab. Die Zukäufe der Nichtbanken an Bankschuldverschreibungen erreichten im Ergebnis 17,5 Mrd DM, während sie öffentliche Anleihen per saldo für 9,2 Mrd DM abgaben. Eine wesentliche Ursa-

*Weiter
verhaltenes
Rentenmarkt-
engagement
der Nicht-
banken*



che für das geringe Kaufinteresse der Nichtbanken dürften die ungewöhnlich niedrigen Kapitalmarktzinsen gewesen sein. Erst im April, als sich die Renditen auf etwas höherem Niveau stabilisierten, erwarben die Nichtbanken wieder in größerem Umfang inländische Anleihen (für 15,2 Mrd DM). Die Bestände der Nichtbanken an ausländischen Rentenwerten stiegen im Berichtszeitraum um 5,0 Mrd DM, wobei im Ergebnis ausschließlich Fremdwährungsanleihen gefragt waren (+ 8,9 Mrd DM).

Aktienmarkt

Am deutschen Aktienmarkt war der Kurs-trend trotz zwischenzeitlicher Rückschläge auch in den letzten Monaten nach oben ge-

richtet. Nach stärkeren Kursverlusten Mitte März und Anfang April erreichten die Aktiennotierungen (gemessen am CDAX-Kursindex) im Mai und Juni erneut eine Reihe neuer Höchststände. Das letzte Rekordhoch von Mitte Juni bedeutet gegenüber dem Jahresendstand 1996 einen Kursanstieg um 27 %. Die Kursentwicklung im Frühjahr reflektiert über die gesamte Breite des Marktes in hohem Maße internationale Einflüsse. Zum einen stimuliert die Befestigung des US-Dollar gegenüber der D-Mark vor allem ausgeprägt exportorientierte Werte wie die der Chemie- und der Automobilindustrie; diese beiden Branchen repräsentierten zuletzt 18 % beziehungsweise 12 % aller in Frankfurt gehandelten Stamm- und Vorzugsaktien inländischer Gesellschaften, die der Berechnung des CDAX-Kursindex zugrundeliegen. Zum anderen strahlte die Entwicklung an den internationalen Aktienmärkten in starkem Maße auf die heimischen Notierungen aus. Dies gilt für den weiteren Kursanstieg ebenso wie für die Rückschläge im März und April, die unmittelbar auf Kursrückgänge in den USA folgten. Sie zeigen, daß die recht ausgeprägte Auslandsabhängigkeit des deutschen Aktienmarktes auch Risiken birgt.

Die Absatztätigkeit am Aktienmarkt stand im Frühjahr ganz im Zeichen ausländischer Beteiligungswerte. Von Januar bis April wurden ausländische Aktien im Rekordvolumen von netto 36,9 Mrd DM im Inland abgesetzt nach 10,8 Mrd DM in den vier Monaten davor. Dabei handelte es sich zu mehr als drei Vierteln um Portfoliokäufe. Junge Aktien inländischer Unternehmen wurden im Berichtszeitraum dagegen nur im Kurswert von 5,0 Mrd DM

Aktienabsatz

Absatz und Erwerb von Aktien

Mrd DM			
Position	1996 Sept. bis Dez.	1997 Jan. bis April	1996 Jan. bis April
Absatz			
Inländische Aktien ¹⁾	23,7	5,0	6,1
davon:			
börsennotiert	22,2	3,8	4,2
nicht börsennotiert	1,5	1,2	1,9
Ausländische Aktien	10,8	36,9	18,0
davon:			
Portfoliokäufe	8,7	29,6	13,8
Direktinvestitionen	2,1	7,3	4,2
Erwerb			
Inländer			
Kreditinstitute ³⁾	8,9	29,2	24,0
Nichtbanken ⁴⁾	16,7	18,3	3,7
darunter:			
ausländische Aktien	11,5	32,6	15,7
Ausländer ²⁾	8,9	- 5,5	- 3,6
Absatz bzw. Erwerb insgesamt	34,6	42,0	24,1

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

Deutsche Bundesbank

emittiert gegen 23,7 Mrd DM in der Vorperiode (die durch die Emission der Telekom-Aktie geprägt war). Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Dividendenwerte belief sich somit im ersten Jahresdrittel auf 42,0 Mrd DM. Von September bis Dezember hatte der Gesamtabsatz 34,6 Mrd DM betragen, im Vergleichszeitraum des Vorjahres waren 24,1 Mrd DM aufgekomen.

Aktienerwerb

Auf der Erwerberseite des deutschen Aktienmarktes standen von Januar bis April im Ergebnis ausschließlich inländische Anleger. Unter ihnen ragten die Kreditinstitute heraus, die bei Netto-Käufen von 29,2 Mrd DM in großem Umfang inländische Beteiligungswerte übernahmen (24,9 Mrd DM). Die heimischen Nichtbanken erwarben per saldo für

18,3 Mrd DM Dividendenpapiere; dabei erfolgten größere Portfoliumschichtungen von inländischen Titeln in ausländische Aktien. Investoren aus dem Ausland zogen sich in der Berichtsperiode vom deutschen Aktienmarkt zurück. Nachdem sie im letzten Drittel des Vorjahres noch für 8,9 Mrd DM heimische Dividendenpapiere erworben hatten, gaben sie nun solche Titel für netto 5,5 Mrd DM ab.

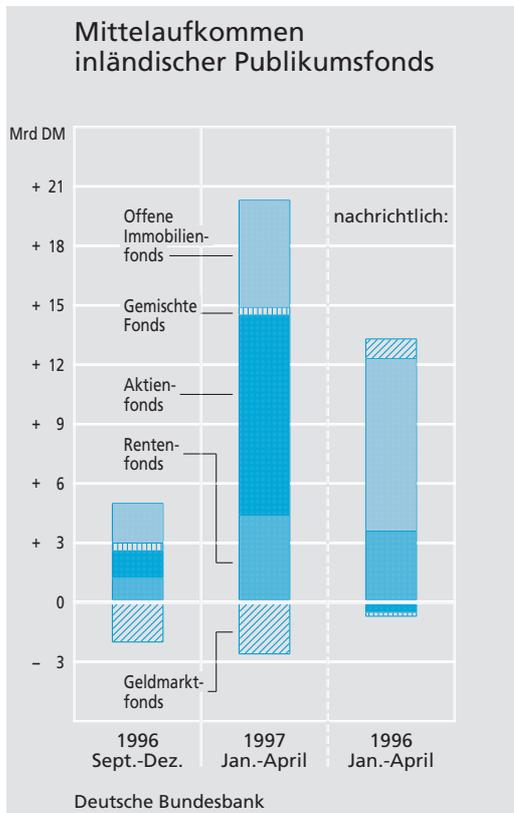
Investmentfonds

Das Mittelaufkommen aus dem Absatz inländischer Investmentzertifikate hat sich von Januar bis April mit 51,9 Mrd DM gegenüber der Vorperiode fast verdoppelt. Damals hatten deutsche Fonds für 26,8 Mrd DM Anteilsscheine verkauft, im Vergleichszeitraum des Vorjahres waren 37,2 Mrd DM (jeweils netto) aufgekomen. Ausländische Fondsanteile wurden im Berichtszeitraum für 2,8 Mrd DM im Inland abgesetzt. Insgesamt erbrachte der Verkauf in- und ausländischer Investmentzertifikate von Januar bis April per saldo 54,7 Mrd DM, verglichen mit 26,1 Mrd DM in den vier Monaten zuvor und 40,7 Mrd DM vor Jahresfrist.

Mittelaufkommen

Den Spezialfonds, die institutionellen Anlegern vorbehalten sind, flossen im Frühjahr 1997 mit netto 34,1 Mrd DM erneut umfangreiche Mittel zu. Im Vordergrund standen hierbei nach wie vor die Gemischten Fonds (19,9 Mrd DM). Die Rentenfonds und die Aktienfonds setzten für netto 10,9 Mrd DM beziehungsweise 3,3 Mrd DM Anteilscheine ab. Bei den Offenen Immobilienfonds kamen im Ergebnis praktisch keine neuen Mittel auf.

Spezialfonds



Geldmarktfonds sind unter den Spezialfonds nach wie vor ohne Bedeutung.

Publikumsfonds

Das Interesse an Zertifikaten inländischer Publikumsfonds hat sich von Januar bis April deutlich belebt. Das Mittelaufkommen der Publikumsfonds erreichte in diesem Zeitraum 17,8 Mrd DM, verglichen mit 3,0 Mrd DM in den vier vorangegangenen Monaten und 12,6 Mrd DM vor Jahresfrist. Diese Belebung geht in erster Linie auf außergewöhnlich umfangreiche Mittelzuflüsse bei den Aktienfonds (10,1 Mrd DM) zurück. Die starke Zu-

nahme des in ausländischen Aktien angelegten Vermögens dieser Fonds (+ 10 Mrd DM bzw. + 63 %) läßt darauf schließen, daß beim Erwerb von Aktienfondsanteilen der Wunsch nach internationaler Streuung des eigenen Portefeuilles eine wichtige Rolle spielte. Auch die Offenen Immobilienfonds und die Rentenfonds wurden mit netto 5,4 Mrd DM beziehungsweise 4,4 Mrd DM deutlich höher als in der Vorperiode dotiert. Bei den Gemischten Fonds kamen im Ergebnis 0,4 Mrd DM auf. Die Geldmarktfonds unter den Publikumsfonds hatten mit – 2,6 Mrd DM ähnlich hohe Mittelabflüsse wie von September bis Dezember 1996 (– 2,0 Mrd DM) zu verzeichnen.

Erworben wurden die Investmentzertifikate weit überwiegend von den inländischen Nichtbanken. Sie kauften von Januar bis April Fondsanteile im Wert von 43,7 Mrd DM, verglichen mit 21,4 Mrd DM in den vier vorangegangenen Monaten. Ihre Zukäufe konzentrierten sich auf inländische Zertifikate (40,9 Mrd DM netto); ausländische Anteilscheine erwarben sie per saldo für 2,8 Mrd DM. Anteile an in- und ausländischen Geldmarktfonds gaben die Nichtbanken im Ergebnis für 3,8 Mrd DM zurück. Die Kreditinstitute stockten ihre Bestände an Investmentzertifikaten um 9,9 Mrd DM auf, wobei nahezu ausschließlich inländische Titel erworben wurden. Ausländische Anleger kauften im Ergebnis für 1,1 Mrd DM heimische Fondsanteile.

*Erwerb von
Investment-
zertifikaten*