

# Wertpapiermärkte

## Rentenmarkt

---

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind in den Sommermonaten auf neue historische Tiefstände gesunken. Anfang August unterschritt die Umlaufrendite inländischer Rentenwerte die Marke von 4 ½ %. Im weiteren Verlauf des Monats beschleunigte sich der Zinsrückgang, und die Kapitalmarktzinsen fielen erstmals unter 4 ¼ %. Gleichzeitig stieg die Volatilität deutlich an. Bis zum 10. September fiel die Umlaufrendite auf gut 4 %. Besonders ausgeprägt war der Zinsrückgang bei den langen Laufzeiten; so sind die Renditen von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit von Ende Mai bis Mitte September um rund drei Viertel Prozentpunkte gesunken. Die Einjahresrenditen veränderten sich dagegen bis Ende Juli nur wenig und gaben erst seit August um etwas mehr als einen Drittel Prozentpunkt nach. Die Zinsstrukturkurve hat sich damit noch weiter abgeflacht; die am Markt beobachtbare Renditedifferenz zwischen zehn- und einjährigen Papieren betrug zuletzt noch knapp zweidrittel Prozentpunkte.

*Zinsentwicklung*

Die Zinsentwicklung in den Sommermonaten spiegelt zum großen Teil die direkten und indirekten Effekte der Krisen in Ostasien und in Rußland wider. Angesichts wachsender Unsicherheiten über die weitere Entwicklung in diesen Regionen hielt der Drang der Anleger in Märkte mit geringen Bonitäts- und Wechselkursrisiken sowie hoher Liquidität an. Insbesondere das Moratorium Rußlands im August führte offenbar zu einer Neueinschätzung der Kreditrisiken, die mit Engagements in Transformations- und Schwellenländern

*Einflußfaktoren:  
Veränderte  
Risiko-  
prämien ...*



verbunden sind. Im Ergebnis hat sich das Renditespektrum bei Emissionen unterschiedlicher Bonität weltweit stark aufgefächert. So profitierten DM-Papiere erstklassiger Emittenten von der anhaltenden Flucht in „sichere Häfen“, während die Renditen von DM-Auslandsanleihen privater und öffentlicher Schuldner aus „emerging markets“ stark gestiegen sind. Im August weitete sich beispielsweise der Renditevorsprung auf D-Mark lau-

tender russischer und südamerikanischer Staatsanleihen mit etwa fünf Jahren Restlaufzeit gegenüber vergleichbaren Bundeswertpapieren von rund zehn beziehungsweise drei Prozentpunkten auf 32 beziehungsweise neun Prozentpunkte aus. Voraussetzung für eine Verringerung der Risikoprämien in den Zinsen sind entschlossene Reformen in den Schuldnerländern, die geeignet sind, das Vertrauen der Anleger wiederherzustellen. Ferner kommt es aber auch darauf an, durch stabile monetäre Rahmenbedingungen in den Industrieländern den Finanzmarktakteuren eine klare langfristige Orientierung zu geben. Auch bei Papieren inländischer Schuldner sind die Zinsdifferenzen – bei allgemein sinkendem Zinsniveau – größer geworden. Zehnjährige Bankschuldverschreibungen rentierten Ende August etwa einen halben Prozentpunkt höher als vergleichbare Bundesanleihen nach rund einem viertel Prozentpunkt Ende Juli, wobei allerdings Liquiditätsunterschiede in beiden Marktsegmenten eine wichtige Rolle gespielt haben dürften.

Der allgemeine Zinsrückgang am heimischen Rentenmarkt wurde durch die preisdämpfenden Effekte verstärkt, die von den Krisen in Ostasien auf die Gütermärkte ausgehen, etwa durch fallende Weltmarktpreise für wichtige Rohstoffe. Hinzu kamen die rückläufigen Lohnstückkosten im Inland. Das sinkende Zinsniveau und die weitere Abflachung der Zinsstrukturkurve dürften daher auch Ausdruck einer günstigen Einschätzung der langfristigen Stabilitätsperspektiven durch die Marktteilnehmer sein. Bis in den August sind die Renditen in Deutschland sogar etwas stärker gesunken als in den Vereinigten Staaten.

*... und günstige Stabilitätsperspektiven*

Der Zinsvorsprung zehnjähriger US-Treasury-Papiere gegenüber Bundesanleihen mit vergleichbarer Laufzeit weitete sich zeitweise auf über einen Prozentpunkt aus. Auch an den meisten europäischen Anleihemärkten war der Zinsrückgang nicht ganz so ausgeprägt wie in Deutschland.

### Absatz von Rentenwerten

Mittelaufkommen

Die Absatztätigkeit am deutschen Rentenmarkt war von Mai bis Juli recht lebhaft. Mit 247,8 Mrd DM (Kurswert, brutto) begaben inländische Emittenten zwar etwas weniger Schuldverschreibungen als in den drei vorangegangenen Monaten (275,9 Mrd DM), aber deutlich mehr als von Mai bis Juli 1997 (202,7 Mrd DM). Im Juli erreichte das Emissionsvolumen mit 108,1 Mrd DM sogar einen neuen Spitzenwert. Der Netto-Absatz, der sich nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten ergibt, war mit 98,4 Mrd DM im Berichtszeitraum höher als von Februar bis April 1998 (90,3 Mrd DM) und vor Jahresfrist (65,3 Mrd DM). Ausländische Rentenwerte wurden von Mai bis Juli per saldo für 35,1 Mrd DM im Inland untergebracht, verglichen mit 25,0 Mrd DM in der Vorperiode und 38,4 Mrd DM von Mai bis Juli 1997. Davon entfielen 21,4 Mrd DM auf Fremdwährungsanleihen und 13,7 Mrd DM auf DM-Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten. Insgesamt belief sich der Netto-Absatz inländischer und ausländischer Rentenwerte von Mai bis Juli 1998 damit auf 133,5 Mrd DM gegenüber 115,3 Mrd DM in den drei Monaten davor und 103,7 Mrd DM vor Jahresfrist.

### Absatz und Erwerb von Rentenwerten

Position	1998		1997
	Mrd DM		
	Mai bis Juli	Febr. bis April	Mai bis Juli
<b>Absatz</b>			
Inländische Rentenwerte <sup>1)</sup>	98,4	90,3	65,3
darunter:			
Bankschuldverschreibungen	81,4	78,7	53,4
Öffentliche Anleihen	15,8	10,5	10,9
Ausländische Rentenwerte <sup>2)</sup>	35,1	25,0	38,4
<b>Erwerb</b>			
Inländer	86,0	82,7	73,2
Kreditinstitute <sup>3)</sup>	63,5	59,1	54,9
Nichtbanken <sup>4)</sup>	22,5	23,6	18,3
darunter:			
inländische Rentenwerte	10,5	11,9	- 5,1
Ausländer <sup>2)</sup>	47,5	32,6	30,5
<b>Absatz bzw. Erwerb insgesamt</b>	<b>133,5</b>	<b>115,3</b>	<b>103,7</b>

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

Deutsche Bundesbank

Der größte Teil des Mittelaufkommens aus dem Verkauf inländischer Rentenwerte kam den Kreditinstituten zugute. Sie begaben von Mai bis Juli per saldo für 81,4 Mrd DM Schuldverschreibungen nach 78,7 Mrd DM in den drei Monaten davor. Der Anstieg ist im Ergebnis allein auf den hohen Netto-Absatz von Sonstigen Bankschuldverschreibungen zurückzuführen, der sich mit 28,0 Mrd DM fast verdoppelt hat (Februar bis April: 15,6 Mrd DM). Diese Entwicklung steht im Zusammenhang mit dem seit dem Frühjahr wieder lebhafteren kurz- und mittelfristigen Kreditgeschäft der Banken mit der privaten Kundschaft; dementsprechend entfiel ein vergleichsweise großer Teil der Emissionen auf kürzerfristige Titel (mit Laufzeiten bis einschließlich vier Jahren). Der Netto-Absatz Öffentlicher Pfandbriefe war mit 41,1 Mrd

Bankschuldverschreibungen

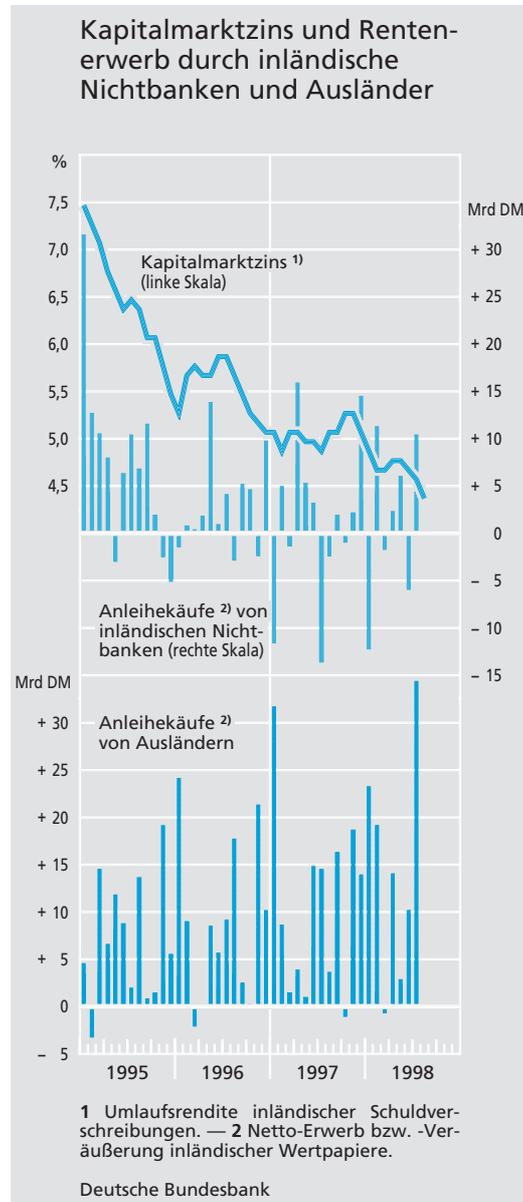
DM etwas niedriger als in den drei Monaten zuvor (47,5 Mrd DM), was die rückläufige Inanspruchnahme von Bankkrediten durch öffentliche Schuldner widerspiegelt. Der am Markt befindliche Umlauf von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute und von Hypothekenpfandbriefen stieg um 7,5 Mrd DM beziehungsweise 4,9 Mrd DM.

*Schuldverschreibungen  
der öffentlichen  
Hand*

Die öffentliche Hand nahm den Rentenmarkt im Berichtszeitraum über eigene Emissionen netto mit 15,8 Mrd DM in Anspruch, verglichen mit 10,5 Mrd DM von Februar bis April 1998. Wie schon in der Vorperiode trat nur der Bund als Kreditnehmer am Anleihemarkt in Erscheinung. Er verschuldete sich relativ gleichmäßig über das gesamte Laufzeitspektrum. Im einzelnen verkaufte er netto zweijährige Schatzanweisungen für 9,7 Mrd DM, Bundesobligationen für 9,1 Mrd DM, zehnjährige Anleihen für 3,4 Mrd DM und dreißigjährige Anleihen für 8,6 Mrd DM. Der Umlauf der privaten Anlegern vorbehaltenen Bundesschatzbriefe ging um 0,6 Mrd DM zurück (alle Einzelangaben für den Bund in Nominalwerten und ohne Berücksichtigung von Eigenbestandsveränderungen). Der am Markt befindliche Umlauf von Rentenwerten der Treuhandanstalt und von Anleihen des Ausgleichsfonds Währungsumstellung verringerte sich im Ergebnis um 7,2 Mrd DM beziehungsweise 1,7 Mrd DM. Die Anleiheverbindlichkeiten der Länder nahmen ebenfalls ab (um 0,4 Mrd DM). Die Rentenmarktverschuldung der übrigen öffentlichen Emittenten veränderte sich nur wenig.

*Industrieobligationen*

Industrieobligationen wurden von Mai bis Juli für netto 1,2 Mrd DM am deutschen Renten-



markt plziert, verglichen mit 1,1 Mrd DM in den drei Monaten davor und 1,0 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Unter den Neuemissionen befanden sich neben festverzinslichen Anleihen von Produktionsunternehmen auch eine Reihe von Schuldverschreibungen von Firmen aus dem Finanzsektor mit besonderen Ausstattungsmerkmalen, wie etwa unterschiedlichen Rückzahlungsoptionen.

*DM-Auslands-  
anleihen*

Ausländische Emittenten begaben von Mai bis Juli auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen im Rekordbetrag von 55,0 Mrd DM (Nominalwert). Davon entfielen jeweils rund 10 Mrd DM auf ausländische Gebietskörperschaften und auf Finanzierungstöchter deutscher Firmen. Adressen aus Schwellenländern traten kaum noch als Emittenten in Erscheinung. Der Netto-Absatz von DM-Auslandsanleihen belief sich im Berichtszeitraum auf 42,3 Mrd DM und erreichte damit ebenfalls einen neuen Spitzenwert. Von Februar bis April 1998 hatte das Mittelaufkommen 26,0 Mrd DM und vor Jahresfrist 23,0 Mrd DM betragen. Etwa zwei Drittel der Papiere wurden im Ausland untergebracht (28,6 Mrd DM).

*Kurzlaufende  
Schuldver-  
schreibungen  
inländischer  
Nichtbanken*

Der Umlauf kurzlaufender Schuldverschreibungen von inländischen Nichtbanken (mit einer vereinbarten Laufzeit bis einschließlich einem Jahr) – die in den vorstehend genannten Absatzzahlen für den Rentenmarkt grundsätzlich nicht enthalten sind – ist im Berichtszeitraum etwas zurückgegangen; Ende Juli betrug er 33,6 Mrd DM gegenüber 35,3 Mrd DM Ende April. Diese Abnahme geht ausschließlich auf eine geringere Begehung von DM-Commercial-Paper (DM-CP) durch inländische Unternehmen zurück. Ende Juli standen solche Papiere im Volumen von 10,6 Mrd DM aus. Gegenüber April 1998 bedeutet dies einen Rückgang um 1,7 Mrd DM. Der Umlauf unterjähriger Titel der öffentlichen Hand blieb mit 22,8 Mrd DM praktisch unverändert.

## Erwerb von Rentenwerten

Größte Erwerbergruppe am deutschen Rentenmarkt waren von Mai bis Juli mit Netto-Käufen in Höhe von 63,5 Mrd DM die heimischen Kreditinstitute. Zwei Drittel ihrer Zukäufe entfielen auf Schuldverschreibungen inländischer Banken (43,0 Mrd DM). Anleihen ausländischer Emittenten nahmen die Banken für 23,1 Mrd DM in ihre Portefeuilles, wobei es sich im Ergebnis weit überwiegend um Fremdwährungstitel handelte (18,1 Mrd DM). Die Bestände der Kreditinstitute an Anleihen der öffentlichen Hand verringerten sich um 2,2 Mrd DM. Vor allem im Juli, als sich die Situation an den internationalen Finanzmärkten zuspitzte, haben die Banken in großem Umfang (9,0 Mrd DM netto) solche Papiere abgegeben, offenbar vor allem an ausländische Adressen.

*Rentenkäufe  
der Kredit-  
institute*

Die Nachfrage ausländischer Investoren am deutschen Anleihemarkt hat in den Sommermonaten nochmals schubartig zugenommen. Sie legten von Mai bis Juli per saldo 47,5 Mrd DM in deutschen Rentenwerten an, verglichen mit 32,6 Mrd DM in der Vorperiode und 30,5 Mrd DM im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Allein im Juli erwarben Ausländer für 34,4 Mrd DM (netto) deutsche Anleihen, und zwar primär Papiere öffentlicher Emittenten. In diesem Monat dürfte – insbesondere vor dem Hintergrund der Verschlechterung der Lage in Ostasien und Rußland – die Verlagerung von Anlagemitteln in „sichere Häfen“ ein zentrales Motiv ihrer Anlagedispositionen gewesen sein. Insgesamt kauften Ausländer im Berichtszeitraum für 27,3 Mrd DM Bank-

*Auslandsanwerb  
nochmals  
kräftig  
gestiegen*

*Nachfrage der  
Nichtbanken  
zuletzt belebt*

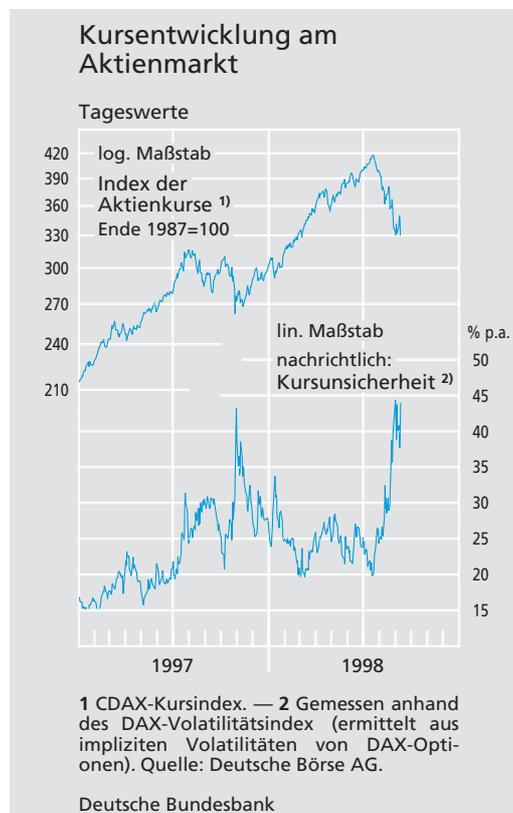
schuldverschreibungen und für 20,2 Mrd DM öffentliche Anleihen.

Der Netto-Erwerb von Rentenwerten durch inländische Nichtbanken bewegte sich im Berichtszeitraum mit 22,5 Mrd DM in der gleichen Größenordnung wie von Februar bis April (23,6 Mrd DM). Ausländische Rentenwerte erwarben die Nichtbanken im Ergebnis für 12,0 Mrd DM, verglichen mit 11,7 Mrd DM zuvor; 8,8 Mrd DM davon waren auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen. Die Nachfrage der Nichtbanken nach Papieren inländischer Emittenten war insgesamt rückläufig; von ihnen kauften sie von Mai bis Juli 10,5 Mrd DM, verglichen mit 11,9 Mrd DM in den drei Monaten davor. Im Ergebnis handelte es sich ausschließlich um Bankschuldverschreibungen (11,1 Mrd DM). Das Interesse der Nichtbanken an inländischen Anleihen konzentrierte sich auf den Juli, als sie per saldo 10,4 Mrd DM in solchen Papieren anlegten. Möglicherweise hat der einsetzende Kursrückgang am Aktienmarkt zu einer Umlenkung von Anlagemitteln insbesondere institutioneller Investoren in zinstragende Titel beigetragen. Darauf – wie auch auf einen hohen Anlagebedarf institutioneller Akteure – könnte ferner hindeuten, daß im Juli der Absatz von kursrisikofreien Bank-Namensschuldverschreibungen (die in den hier kommentierten Zahlen nicht enthalten sind) ebenfalls kräftig gestiegen ist.

## Aktienmarkt

*Kursrutsch*

Am deutschen Aktienmarkt kam es in den Sommermonaten zu einem kräftigen Rück-



schlag. Nachdem sich die seit Herbst 1997 andauernde Hausse zunächst noch bis Mitte Juli fortsetzte, fielen die Notierungen danach bis Ende August um rund 20 % (gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex). Zugleich nahm die Unsicherheit über die zukünftige Kursentwicklung deutlich zu. Ausschlaggebend für den Kursrutsch am deutschen Aktienmarkt waren internationale Faktoren. Belastend wirkten zunächst aufkeimende Sorgen um eine Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten. Im August führten die sich zuspitzende Lage in Ostasien und vor allem die rasch eskalierende Währungs- und Schuldenkrise in Rußland zu erheblichen Kursverlusten. Besonders betroffen waren Bankaktien, die bis Ende August gegenüber dem Höchststand von Juli rund ein Viertel ihres Wertes einbüßten. Am 10. September

waren die deutschen Aktienkurse – bei anhaltend hoher Volatilität – um 21 % niedriger als Mitte Juli, aber immer noch 10 % höher als Ende 1997.

#### Aktienabsatz

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt war im gesamten Berichtszeitraum vergleichsweise lebhaft. Insgesamt begaben inländische Gesellschaften im Berichtszeitraum junge Aktien im Kurswert von 18,2 Mrd DM gegenüber 12,3 Mrd DM von Februar bis April und 4,0 Mrd DM vor Jahresfrist. Knapp die Hälfte der Neuemissionen entfiel auf Kapitalerhöhungen von Beteiligungsgesellschaften und ein Fünftel auf Unternehmen aus der Automobilbranche. Ausländische Dividendenwerte wurden von Mai bis Juli für 54,7 Mrd DM im Inland untergebracht nach 53,8 Mrd DM von Februar bis April und 12,7 Mrd DM von Mai bis Juli 1997; zum weit überwiegenden Teil handelte es sich dabei um Portfolioinvestitionen inländischer Anleger. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Dividendenwerte übertraf mit 72,9 Mrd DM sogar den Spitzenwert von Februar bis April (66,1 Mrd DM); im Vergleichszeitraum des Vorjahres hatte es 16,7 Mrd DM betragen.

#### Aktienerwerb

Auf der Erwerberseite des deutschen Aktienmarktes dominierten von Mai bis Juli ausländische Investoren, die im Rekordbetrag von 58,0 Mrd DM inländische Dividendenwerte erwarben, verglichen mit 9,4 Mrd DM in den vorherigen drei Monaten und 28,4 Mrd DM vor Jahresfrist. Inländische Nichtbanken kauften per saldo für 40,8 Mrd DM Aktien. Die Kreditinstitute gaben für 25,9 Mrd DM (netto) Dividendenwerte ab, und zwar so-

### Absatz und Erwerb von Aktien

Mrd DM			
Position	1998		1997
	Mai bis Juli	Febr. bis April	Mai bis Juli
<b>Absatz</b>			
Inländische Aktien <sup>1)</sup>	18,2	12,3	4,0
davon:			
börsennotiert	17,2	11,2	3,2
nicht börsennotiert	1,0	1,1	0,8
Ausländische Aktien <sup>2)</sup>	54,7	53,8	12,7
davon:			
Portfoliokäufe	48,4	46,0	8,5
Direktinvestitionen	6,3	7,8	4,2
<b>Erwerb</b>			
Inländer	14,9	56,7	- 11,7
Kreditinstitute <sup>3)</sup>	- 25,9	37,5	- 11,9
Nichtbanken <sup>4)</sup>	40,8	19,2	0,2
darunter:			
ausländische Aktien	58,4	50,3	13,8
Ausländer <sup>2)</sup>	58,0	9,4	28,4
<b>Absatz bzw. Erwerb insgesamt</b>	<b>72,9</b>	<b>66,1</b>	<b>16,7</b>

<sup>1</sup> Kurswerte. — <sup>2</sup> Transaktionswerte. — <sup>3</sup> Buchwerte, statistisch bereinigt. — <sup>4</sup> Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

wohl inländische (- 22,1 Mrd DM) als auch ausländische Papiere (- 3,7 Mrd DM).

### Investmentfonds

Das Mittelaufkommen aus dem Absatz inländischer Investmentzertifikate war von Mai bis Juli mit 36,4 Mrd DM etwas niedriger als in der Vorperiode (42,0 Mrd DM); im gleichen Zeitraum des Vorjahres hatte es 32,2 Mrd DM betragen. Ausländische Fondsanteile wurden per saldo für 5,2 Mrd DM im Inland abgesetzt. Insgesamt belief sich das Mittelaufkommen aus dem Verkauf in- und ausländischer Investmentzertifikate im Berichtszeitraum damit auf 41,6 Mrd DM nach 50,4 Mrd DM von Februar bis April und 36,4 Mrd DM von Mai bis Juli 1997.

*Mittelaufkommen*

Spezialfonds

Den inländischen Spezialfonds flossen von Mai bis Juli 26,8 Mrd DM (netto) zu. Dotiert wurden die Spezialfonds, die von institutionellen Anlegern zur Vermögensverwaltung benutzt werden, wie üblich vor allem von Versicherungsunternehmen (11,6 Mrd DM), Kreditinstituten (8,0 Mrd DM) und sonstigen Unternehmen (5,8 Mrd DM, jeweils netto). Nach Fondsarten betrachtet verzeichneten die Gemischten Fonds mit 17,0 Mrd DM das höchste Mittelaufkommen. Die Rentenfonds und Aktienfonds erlösten aus dem Verkauf ihrer Zertifikate per saldo 7,3 Mrd DM beziehungsweise 2,3 Mrd DM.

Publikumsfonds

Bei inländischen Publikumsfonds kamen im Berichtszeitraum mit 9,6 Mrd DM deutlich weniger Mittel auf als in der Vorperiode (14,0 Mrd DM). Ausschlaggebend für diesen Rückgang war das geringe Publikumsinteresse an Gemischten Fonds und Rentenfonds, die nur noch für 0,8 Mrd DM beziehungsweise 0,1 Mrd DM Zertifikate absetzen konnten (verglichen mit 2,8 Mrd DM bzw. 3,4 Mrd DM in der Vorperiode). Auch die Geldmarktfonds verzeichneten mit 0,5 Mrd DM ein deutlich geringeres Mittelaufkommen als zuvor, als sie für 3,1 Mrd DM Anteilscheine verkauft hatten. Verbessern konnten ihr Ergebnis lediglich die Aktienfonds, die von dem bis in den Juli hinein anhaltenden kräftigen Aktienkursanstieg profitierten und per saldo 7,7 Mrd DM erlösten. Die Offenen Immobilienfonds erzielten – wie zuvor – ein Mittelaufkommen von 0,6 Mrd DM.

Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten

Untergebracht wurden die Investmentzertifikate von Mai bis Juli im Ergebnis ausschließlich bei inländischen Anlegern. Dabei standen



– wie üblich – die inländischen Nichtbanken mit Nettokäufen in Höhe von 32,3 Mrd DM im Vordergrund, verglichen mit 42,8 Mrd DM in den vorangegangenen drei Monaten. Sie fragten erneut überwiegend inländische Zertifikate nach (27,2 Mrd DM); ihre Bestände an ausländischen Fondsanteilen stiegen um 5,1 Mrd DM. Anteile an in- und ausländischen Geldmarktfonds erwarben die Nichtbanken im Ergebnis für 1,6 Mrd DM. Die heimischen Kreditinstitute legten im Berichtszeitraum 9,5 Mrd DM in Investmentanteilen an. Ausländische Anleger gaben für 0,3 Mrd DM Zertifikate deutscher Fonds zurück.