

## Rentenmarkt seit 1978

### Eine Chronik mit psychologischen Aspekten

„Die Frage, wie sich der Mensch trotz . . . Ungewißheit entscheidet, welche geistig seelischen Vorgänge sich dabei vollziehen, ist noch völlig ungeklärt. Tatsache ist jedoch, daß er sich entscheidet und daß die Ungewißheit, aus der heraus dies geschieht, das Einbruchstor für Einflüsse verschiedenster Art darstellt. Die Entscheidungen werden infolge dieser Ungewißheit in starkem Maße von Stimmungen abhängig und lassen sich von echten oder vermeintlichen Fingerzeigen, wie der Erfüllung früherer Erwartungen, bestimmen. Die Ungewißheit setzt den Unternehmer aber auch in besonderem Maße der psychischen Ansteckung durch andere aus. Diese vollzieht sich in verschiedenen Schichten der menschlichen Psyche: durch unwillkürliche Nachahmung, durch Übertreibung von Gefühlen und Stimmungen, durch Erweckung von Vorstellungen, Motivübernahme und Bestreben, anderen zuvorzukommen. Die Möglichkeit sozialpsychologischer Infektion ist für die Marktwirtschaft, in der die einzelnen Unternehmer frei ihre Entschlüsse fassen, zugleich aber auch wissen, daß ihre eigenen Entschlüsse für die anderen Unternehmer und deren Entschlüsse für sie selbst von größter Bedeutung sind, von tiefgreifender Konsequenz: Es ergibt sich eine labile Situation, aus der jederzeit sich selbststeigernde Aufschwungs- und Niedergangsbewegungen entstehen können . . .“<sup>1</sup>

Diese Thesen zur Unternehmerentscheidung in der freien Marktwirtschaft, die der Nationalökonom W. A. Jöhr vor über 20 Jahren aufstellte, sind noch heute aktuell und durchaus geeignet, auch die Kauf- und Verkaufsentscheidungen am inländischen Rentenmarkt zu charakterisieren. Zwar sind die psychologischen Ursachen, wie etwa Übertreibungen von Gefühlen und Stimmungen, Erweckung von Vorstellungen etc., nicht die alleinigen Bestimmungsgründe der Entwicklung des Rentenmarkts, sie haben aber in den vergangenen Jahren für den Zinsverlauf erheblich an Bedeutung gewonnen und waren für viele Zinsprognosen, bei der nur die fundamentalen Faktoren, z. B. Konjunktur, Preissteigerungsrate, Geldpolitik und Wechselkurs im Vordergrund der Überlegungen standen, eine manchmal nicht unbeachtliche Fehlerquelle.

---

<sup>1</sup> W. A. Jöhr, Nationalökonomie und Psychologie, in: *Wirtschaftsfragen der freien Welt*, hrsg. von E. v. Beckerath, F. W. Meyer, A. Müller-Armack, Frankfurt 1957, S. 259.

Gerade die Entwicklung des inländischen Rentenmarkts seit 1978 ist dafür ein klassisches Beispiel. Viele Prognostiker sahen noch zur Jahreswende 1977/78 den Zins für festverzinsliche Wertpapiere in 1978 weitgehend unverändert, wobei man häufig leichte Schwankungen nach oben oder unten aufgrund von marktpsychologisch bedingten Faktoren nicht ausschloß. Im Verlauf des Jahres gewannen diese Einflüsse aber zeitweise die Oberhand und trugen mit zur Zinswende bei. Daher kann eine Chronik über den Rentenmarkt an diesen Faktoren nicht vorbeigehen. Inwieweit auch psychologische Motive die Entscheidungen beim Kauf oder Verkauf von inländischen festverzinslichen Wertpapieren bestimmten, soll in diesem Beitrag dargestellt werden, und zwar einmal aus der Sicht eines täglich aktiv am Rentenhandelsgeschäft Beteiligten.

### I. Furioser Jahresauftakt

Die Marktkreise vertrauten den Zinsprognosen der Jahreswende, die keine gravierende Veränderung des Zinsniveaus aufgrund des mäßigen Wirtschaftswachstums und der anhaltenden Preisberuhigung vorhersagten. Die Bundesbank hatte für einen Kurswechsel somit keinen Grund. Die Grundstimmung war freundlich, zumal reichlich Liquidität aus Zins- und Tilgungszahlungen sowie aus freiwerdenden vermögenswirksamen Verträgen Anlage suchte. So konnten reibungslos zwei Doppel-Anleihen des Bundes und eine Bahn-Anleihe untergebracht werden. In dieser Phase versuchte der Bund auch ein Novum in der Finanzierungstechnik. Zum ersten Mal wurden Schuldscheindarlehen im Tenderverfahren angeboten, welches vorher überwiegend für Kassenobligationen angewendet wurde. In Zeiten der Erwartung sinkender Zinsen und guter Verfassung des Kapitalmarktes ist die öffentliche Ausschreibung von festverzinslichen Wertpapieren oder Schuldscheindarlehen ohne Angabe von Kursen auch relativ problemlos. Das Placierungsrisiko ist für den Emittenten in dieser Phase gering, und weil er es selbst trägt, kann er sehr gute Konditionen erzielen. Somit erhält der Verkäufer das gewünschte Volumen zum günstigsten Preis<sup>2</sup>. Daß das Tenderverfahren aber nicht immer erfolgreich verlaufen kann, sollte sich noch im späteren Verlauf des Jahres zeigen.

Hektisch wurde es im Februar, der ganz im Zeichen von internationalen Devisenunruhen, ausgelöst durch eine erneute Vertrauenskrise des

---

<sup>2</sup> Vgl. H. Haverkamp, 10 Jahre Tenderverfahren in der Bundesrepublik, in: Die Sparkasse, 9/77, 94. Jahrgang, S. 304 f.

Dollar, stand. Ziel der ausländischen Liquiditätsströme waren die Bundesrepublik, Japan und die Schweiz. Als in Japan und vor allen Dingen in der Schweiz wegen massiver Devisenzuflüsse Maßnahmen zur Beschränkung des internationalen Kapitalverkehrs ergriffen wurden, kamen Befürchtungen auf, daß in der Bundesrepublik mit ähnlichen Kontrollen zu rechnen sei. In- und ausländische Marktparteien rechneten mit analogen Instrumenten wie 1972/1973, als die Bardepotpflicht für die Aufnahme von Auslandskrediten eingeführt und § 23 des Außenwirtschaftsgesetzes zur Beschränkung des Kapitalverkehrs zwischen Gebietsfremden und Gebietsansässigen angewandt wurde.

Die Konsequenz waren beachtliche Käufe von Ausländern, die noch unbedingt „vor Toresschluß“ in D-Mark anlegen wollten. Inländer kauften in Erwartung weiter steigender Auslandsnachfrage und entsprechender Kursgewinne auf Vorrat. Diese Kaufwelle verstärkte den Abwärtstrend der Rendite nochmals, und Ende Februar erreichte der Zins den niedrigsten Stand seit der Währungsreform. Bankschuldverschreibungen mit 5 Jahren Laufzeit rentierten mit 4,90 % und 10jährige Titel erreichten eine „Tiefst“-Rendite von 5,70 %.

Zweifellos bildete die feste Verfassung der D-Mark an den internationalen Devisenmärkten einen Anreiz, die D-Mark als Anlagewährung zu bevorzugen. In Handelskreisen wurde aber der Ansturm auf deutsche Rentenwerte und Schuldscheindarlehen wegen der Befürchtung dirigistischer Eingriffe in den Kapitalverkehr übertrieben. Trotz der negativen Erfahrung aus den Jahren 1972/73, als sich herausgestellt hatte, daß Marktkräfte letztlich stärker sind als dirigistische Kontrolle und Dirigismen wenig effizient sein können, wurden die Marktparteien von der Vorstellung der Kapitalverkehrsbeschränkungen beherrscht. Dabei bestätigten sich die Handelskreise auch weitgehend in ihren Auffassungen. Die Wahrscheinlichkeit, daß es nicht zu dieser Lösung kommen würde, wurde nicht als sehr hoch angesehen. Unter fundamentalen Aspekten mochte die Tendenz dieser Entwicklung sicherlich richtig sein, aber in ihrer Stärke war sie, psychologisch bedingt, übertrieben, weil Ungewißheit über bevorstehende Maßnahmen die Marktteilnehmer — in leichter Abwandlung der eingangs zitierten Thesen von W. A. Jöhr — psychischen Ansteckungen aussetze, die sich vollzogen durch Erweckung von Vorstellungen, durch Übertragung von Gefühlen oder sogar unwillkürliche Nachahmungen.

## II. Ungewißheit und Attentismus verstärkten sich

Zu Beginn des Monats März setzte sich der Rückgang des Dollar-Kurses zwar noch etwas fort, aber die erwarteten Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs in der Bundesrepublik blieben aus. Der stürmischen Abwärtsbewegung des Vormonats folgte zunächst noch keine entgegengesetzte Aufwärtsfahrt der Renditen, aber die Händler begannen, allmählich ihre spekulativ aufgebauten Bestände zu reduzieren, insbesondere als sich die nachlassende Kaufneigung des Auslands bemerkbar machte. Erst im Mai, nachdem der Dollar wieder stärker geworden und von dirigistischen Maßnahmen keine Rede mehr war, zogen die Renditen deutlich an.

Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung bestimmte nun die Aktivitäten am Rentenmarkt, und erste Anzeichen eines stärkeren Attentismus der Anleger wurden sichtbar. War der Zinsrückgang endgültig beendet? Befand man sich am Anfang eines neuen Zinsanstiegs von längerer Dauer oder handelte es sich lediglich um einen „Zinshöcker in der Ebene“, wie damals diese Phase plastisch beschrieben wurde? Ungewißheit und Attentismus unter Anbietern und Nachfragern am Rentenmarkt verstärkten sich gegenseitig. Die Rendite zog innerhalb von wenigen Tagen rasch an. Aus einer labilen Situation entstanden sich selbststeigernde Renditeerhöhungen — ein weiteres Indiz für die Thesen von W. A. Jöhr.

Diese, aus dem psychologischen Bereich stammenden Schwankungen lassen sich aus der Sicht eines Marktteilnehmers damit erklären, daß sich die überwiegende Zahl der Marktpartner konform verhält. Ein Vergleich mit Lemmingen, jenen skandinavischen Wühlmäusen, bietet sich hier an, die konsequent in eine Richtung marschieren, oft sogar bis zum bitteren Ende. Einer der Hauptgründe für dieses Verhalten der Marktparteien ist wohl darin zu sehen, daß die Bewertung der heutigen Entscheidung — gleichgültig ob Kauf oder Verkauf — durch eine Person oder ein kleines Gremium erst zu einem späteren Zeitpunkt erfolgt, nämlich dann, wenn der Erfolg der Entscheidung einigermaßen genau beurteilt werden kann.

Als Maßstab dient z. B. bei Termingeschäften am Tag der Valutierung die Rendite am Kassa-Markt. Durch diesen Vergleich kann schon nach relativ kurzer Zeit festgestellt werden, welches Geschäft zweckmäßiger war. Hatte der Disponent die richtige Entscheidung getroffen, so wird er meistens von den Beurteilern keine Kritik hören, da er ja für die

richtigen Entscheidungen bezahlt wird. Liegt er jedoch schief, vor allen Dingen allein, wird er negativ kritisiert werden, so daß er vor seiner Kauf- oder Verkaufsentscheidung überlegt und erfragt, wie sich die anderen Disponenten verhalten. In der Regel wird er dann versuchen, sich dem allgemeinen Trend anzuschließen, um später bei Fehlentscheidungen darauf hinweisen zu können, daß die anderen Marktteilnehmer auch keine besseren Ergebnisse erzielt haben. Verstärkt wird dies noch dadurch, daß die Anzahl der Marktteilnehmer am Rentenmarkt zwar relativ groß, andererseits aber doch wiederum überschaubar ist. Die meisten Marktpartner kennen sich persönlich und haben regen, fast täglichen telefonischen Kontakt miteinander. Dadurch ist permanent eine Infektionsgefahr mit der Möglichkeit einer Epidemie vorhanden.

In solchen Übertreibungsphasen ist der Blick der Händler- und Anlegerkreise nur auf negative Dinge und Nachrichten gelenkt. Positives wird von den Marktpartnern selten zur Kenntnis genommen. So auch Mitte 1978, als in der Periode starker Renditesteigerungen die Bundesbank durch Mindestreservefreigabe und durch Interventionskäufe in öffentlichen Anleihen ihr Interesse an einem niedrigen Zinsniveau am Rentenmarkt bekundete. Trotz dieser positiven fundamentalen Faktoren setzte sich der Renditeanstieg weiter fort. Nachdem sich jedoch dann am Markt die Erkenntnis durchgesetzt hatte, daß die vorherige Entwicklung überzeichnet war, wurde die Stimmung wieder freundlicher. Allerdings fiel die Verbesserung nun wieder ins andere Extrem. Innerhalb von drei Tagen ging die Rendite um 0,35 Prozentpunkte zurück. Diese Hausse hielt aber nicht lange an, was auch auf das Verhalten großer Anlegerkreise zurückzuführen war. Generell läßt sich bei diesen Gruppen, vor allen Dingen bei institutionellen Anlegern, eine Handlungsweise beobachten, die man schlagwortartig mit „Denken in Zinsmarken“ beschreiben kann. Ist einmal eine bestimmte Zinshöhe erreicht, z. B. in jener Phase bei 10jährigen Titeln von 6,50 %, dann aber wieder verlassen worden, so halten sich breite Anlegerschichten zurück, weil sie meinen, diese Marke von 6,50 % würde wieder erzielt. Durch ihren Attentismus erfüllt sich dann auch meistens tatsächlich ihre Hoffnung.

### III. Desolate Sommermonate

Die These vom „Zinshöcker in der Ebene“ bestätigte sich im Sommer nicht, wodurch am Markt zunehmend die Ansicht vertreten wurde, daß der Tiefpunkt der bisherigen Zinsentwicklung endgültig vorbei sei. In dieser Auffassung versteiften sich die Marktparteien, und fundamentale

Änderungen, die Anreiz für eine Belebung hätten sein können, wurden wiederum nicht beachtet.

Die Notenbank versuchte, die gesamtwirtschaftliche Liquidität zu erhöhen, indem sie öffentliche Anleihen in größerem Umfang aufkaufte. Außerdem erteilte die Bundesbank den öffentlichen Stellen die Erlaubnis, ihre Guthaben, die sonst gem. § 17 Bundesbankgesetz bei der Bundesbank anzulegen sind, auch bei privaten Banken unterhalten zu dürfen. Diese Erleichterung ist grundsätzlich zu begrüßen, insbesondere wenn dadurch Anspannungen an besonderen Terminen, wie z. B. bei großen Steuerterminen, vermieden werden können. In solchen Situationen erleichtert die Variation der Einlagenpolitik eine Liquiditätsversorgung der Kreditinstitute und stellt damit einen wichtigen Beitrag für eine geschmeidige, flexible und auf Stetigkeit gerichtete Geldmarktpolitik dar, wovon auch der Rentenmarkt profitieren kann. In jener Situation wurde dies jedoch nicht als positives Zeichen gewertet.

Selbst von der Erhöhung der Rediskont-Kontingente im Juni gingen keine anregenden Wirkungen aus. Es bestand Unsicherheit, und wiederum wurden nur negative Faktoren gesehen. Die starke Ausweitung der Geldmenge machte allen Marktteilnehmern klar, daß das angestrebte Wachstum der Zentralbankgeldmenge von 8 % im weiteren Verlauf des Jahres überschritten werden würde. War deshalb bald mit restriktiven Maßnahmen der Notenbank zu rechnen? Oder würde sie angesichts der schwachen konjunkturellen Entwicklung und hohen Arbeitslosenzahlen ein höheres Geldmengenwachstum zulassen? Die Ungewißheit wurde noch dadurch verstärkt, daß bei Händlern der Eindruck entstand, der Staat denke nicht mehr an einen Rückgang des Zinsniveaus. Denn nach einer Bahn-Anleihe, die noch gut verkauft wurde, bot der Bund Kassenobligationen und sofort danach neue Schuldscheine an. Die Handelskreise deuteten dies als Zeichen dafür, daß der Bund rasch versuchen wollte, seinen drängenden Kreditbedarf noch zu niedrigeren Zinsen „einzudecken“. Die Marktparteien fühlten sich zunehmend in ihrer Auffassung bestätigt, und vereinzelt noch vorhandene optimistische Zukunftseinschätzungen schwanden immer mehr.

Wie selten zuvor wurde im Juli am Rentenmarkt deutlich, daß dieser Markt in Überhitzungsphasen zu aktuellen wirtschaftlichen Realitäten kaum noch einen Bezug hat, sondern vielmehr ein Markt geworden ist, dessen Preise Zukunftserwartungen widerspiegeln. Obwohl sich im Juli die fundamentalen Faktoren kaum veränderten, stieg die Rendite rasant an. Nervosität entstand in Händlerkreisen, als plötzlich die Idee eines

neuen „Europäischen Währungssystem“ den Markt beherrschte. Mangelnde Information, fehlende Detailkenntnis und Unsicherheit über die Auswirkungen des neuen Systems auf den deutschen Rentenmarkt ließen die Kurse deutlich fallen. Auch nach dem „Bremer Währungsgipfel“ konnte dieser Trend nicht aufgehalten werden. Man wußte zwar nun etwas mehr über das Vorhaben, in Europa festere Wechselkurse untereinander schaffen zu wollen. Aber die Marktteilnehmer glaubten auch auf mittlere Sicht an eine höhere Inflationsrate durch dieses System, weil die Liquidität in der Bundesrepublik durch Interventionen der Bundesbank zunehmen würde.

Noch desolater wurde die Verfassung des Rentenmarkts, als kurze Zeit später bekannt wurde, daß die Bundesregierung anlässlich des „Bonner Weltwirtschaftsgipfels“ weitere Maßnahmen zur Belebung der Konjunktur ergreifen werde, und zwar in Höhe von ca. 15 Mrd. DM. Die Händlerkreise, die ohnehin schon durch das hohe Finanzierungsdefizit der öffentlichen Hand für 1979 verunsichert waren, sahen jetzt Schwierigkeiten bei der Finanzierung des Kreditbedarfs des Bundes, der durch das neue Konjunkturprogramm auf rd. 60 Mrd. DM (brutto) in 1979 nach ursprünglich 45 Mrd. DM steigen sollte. Eine Konkurrenz zwischen privater und öffentlicher Kreditnachfrage wurde nicht mehr ausgeschlossen, zumal sich bereits das Kreditgeschäft mit Privaten belebt hatte, die stets verstärkt dann als Nachfrager auftreten, wenn das Zinstal durchschritten und das Zinsniveau nach oben wieder in Bewegung geraten ist.

In einer solchen Marktphase mußte der Versuch des Bundes, unverzinsliche Schatzanweisungen im Tendersverfahren zu verkaufen, scheitern und die Stimmung des Marktes verschlechtern. Denn bei der Erwartung eines eher steigenden Zinsniveaus nimmt das Placierungsrisiko erheblich zu, weil der Anleger nicht bereit ist, sein Geld zu stark ausgereizten Konditionen anzulegen, die die mögliche Marktentwicklung eskomprieren. Dann ist die Unterbringung von Anleihen durch ein Konsortium sinnvoll, das das volle Risiko für die Placierung übernimmt. Insofern kann die öffentliche Hand bei einer labilen Verfassung des Marktes nicht auf das von den Kreditinstituten getragene Bundesanleihekonsortium verzichten.

#### **IV. Nach Trübsal folgte Jubel**

Nach der Aufwärtsbewegung der Rendite, die von der fundamentalen Seite her nicht in diesem Ausmaß gerechtfertigt und überwiegend von unklaren Vorstellungen sowie negativen Erwartungen der Händlerkreise

bestimmt war, mußte auch wieder eine Aufwärtsbewegung folgen, wenn Jöhns Thesen auch für den Rentenmarkt Gültigkeit haben sollten. Die entgegengesetzte Entwicklung trat auch ein. Anfang August gab der Bundesfinanzminister bekannt, daß der Kreditbedarf des Bundes geringer als früher erwartet ausfallen werde und bereits zu 75 % (brutto) gedeckt sei. Den Marktteilnehmern war dies zwar weitgehend schon vorher bekannt, aber die öffentliche Bestätigung des Ministers löste Spannungen und Verkrampfungen. An zwei Tagen befand sich der Markt in einer regelrechten Jubelhaussse, und die Rendite ging innerhalb eine Woche um fast 0,50 Prozentpunkte zurück. Danach war die Grundstimmung weiter freundlich. Stimulierend wirkte auch, daß bei einer neuen Bundesanleihe, die in zwei Tranchen aufgelegt wurde, viel Geschick bei der Gestaltung der Konditionen bewiesen wurde. Allerdings hielt diese prachtvolle Konstellation des Marktes nur bis Ende September an.

### V. Kehrtwende der Geldpolitik?

Im Herbst verstärkten sich die Anzeichen für den Anfang eines neuen konjunkturellen Aufschwungs, womit ein entscheidendes fundamentales Argument für fallende oder stabile Zinsen an Bedeutung verlor. Gleichzeitig erreichte im Oktober der Dollarkurs mit DM 1,72 einen historischen Tiefstand. Erneute Devisenzuflüsse in die Bundesrepublik waren die Folge, von denen diesmal im Gegensatz zum Jahresbeginn nicht der Rentenmarkt, sondern überwiegend der Geldmarkt profitierte. Der Zustrom an Auslandsgeld nahm aber ein solches Ausmaß an, daß sich die Bundesbank entschloß, durch eine Erhöhung der Mindestreservesätze eingeflossene Liquidität abzuschöpfen.

Der Markt hatte damit neuen Diskussionsstoff, der verunsicherte. Im Bereich der Sparkassen und Genossenschaftsbanken bedeutet die Anhebung der Mindestreserve zunächst eine echte Liquiditätseinschränkung, da diese Institutsgruppen im Vergleich zu Geschäftsbanken von Devisenzuflüssen kaum begünstigt werden. Erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung macht sich bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken die Erhöhung der Liquidität im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Kredit- und Geldschöpfung bemerkbar und dann auch in relativ geringerem Umfang als z. B. bei größeren Geschäftsbanken, so daß Sparkassen und Genossenschaftsbanken von der Erhöhung der Mindestreservesätze zur Abschöpfung von Auslandsliquidität härter betroffen werden.

Diese Überlegung und Ansätze einer konjunkturellen Belebung mochten mit dazu beigetragen haben, daß viele Marktteilnehmer die Maßnah-



me der Bundesbank als Anzeichen für eine Kehrtwende der Geldpolitik interpretierten. Die Anleger hielten sich zurück und betrachteten nur diesen, in ihren Augen negativen Faktor für die weitere Zinsentwicklung, wodurch sich ihre Zinserwartung auch prompt erfüllte. Daß vorher aber die Liquidität durch Devisenzuflüsse in Höhe von rd. 13 Mrd. DM angereichert worden war, diese Notenbankmaßnahme und der Verkauf von Mobilisierungstiteln lediglich 7 1/2 Mrd. DM abschöpfte, wurde ignoriert. Der gleichzeitige Rückgang der Preissteigerungsrate für die Lebenshaltungskosten auf 2,1 % — den niedrigsten Stand seit Jahren — fand nur am Rande Beachtung.

Der Attentismus der Anleger in Phasen, wo tatsächliche oder vermeintliche Wendepunkte — wie hier in der Geldpolitik — vorliegen, entspricht Verhaltensweisen, die auch psychologischen Ursprungs sind. Ein wesentlicher Grund sind z. B. negative Erfahrungen aus der Vergangenheit. Selbst bei einem objektiv und subjektiv als zu hoch betrachteten Zins kauft man nicht, weil man in der Vergangenheit in ähnlichen Situationen, etwa bei Terminkäufen, „schieflag“. Dies prägt das zukünftige Verhalten der Marktteilnehmer und damit ihre Entscheidung. Die Trendwende wird dadurch verstärkt.

## VI. Realzins — quo vadis?

Im Herbst erreichte der Realzins — definiert als Differenz zwischen der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere und der Steigerungsrate der Lebenshaltungskosten — mit 4,2 bzw. 4,3 % den höchsten Stand des Jahres. Dieser hohe Realzins wurde in Marktkreisen zum Diskussionsthema im Hinblick auf die Frage, ob er ein Kaufanreiz sein könnte.

Um es vorwegzunehmen: Eine Kaufwelle löste dieser hohe Realzins nicht aus, denn die Anleger befürchteten offenbar in absehbarer Zeit eine erneute Zunahme der Preissteigerungsrate, die den realen Wert der nominalen Zinszahlung verringern würde. Negative Erfahrungen waren mit der Inflationsentwicklung jedenfalls in den Jahren 1973/74 gemacht worden, was nun viele private Sparer zur Zurückhaltung und eher zum Kauf kursstabiler Papiere veranlaßte.

Ein anderes Argument lautete, daß dieser hohe Realzins nicht in die konjunkturelle Landschaft passe. Ein Konjunkturaufschwung, den man unterstellte, sei mit einer derart hohen Realverzinsung von Finanzinvestitionen im Vergleich zu Sachinvestitionen nicht vereinbar. Insofern

müsse sich das nominale Zinsniveau verringern und der Markt beleben. Bei dieser Argumentation übersah man jedoch, daß auch in der konjunkturellen Boomphase von 1967/68 ein Realzins von rd. 5 % existierte, was für keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen Konjunktur, Realzins und Inflation spricht. Auf diesen Punkt wies H. *Irmeler* in einem Vortrag zum Thema „Die Realverzinsung am Kapitalmarkt“<sup>3</sup> hin. *Irmeler* räumte ein, daß es zur Klärung des Zusammenhangs zwischen Inflation und Zinsentwicklung erheblicher theoretischer und empirischer Anstrengungen bedürfe. Ein Problem liege darin, daß die Akteure, die Anbieter und Nachfrager am Kapitalmarkt ihr Verhalten weniger am gegenwärtigen Zins orientierten, die Erwartungen seien viel entscheidender. So könne auch ein niedriger Realzins attraktiv sein, wenn er langfristig erwartet würde.

Die Probleme des Realzinses spielten zwar nicht die entscheidende Rolle bei den Teilnehmern am Rentenmarkt, unterschwellig hat aber die Frage, wohin der Realzins geht, ob er eine eigenständige Kraft besitzt oder lediglich eine rechnerische Differenz ist, sicherlich bei manchen Entscheidungsbildungen eine gewisse Unsicherheit ausgelöst.

### **VII. Zum Jahreswechsel: Ca(r)ter-Stimmung und restriktive Geldpolitik**

Nach den Reaktionen auf die Beschlüsse des Zentralbankrats zur Abschöpfung von eingeflossener Liquidität trat auch bald wieder eine Beruhigung ein, die jedoch empfindlich gestört wurde, als am Markt bekannt wurde, daß die USA in der Bundesrepublik Anleihen emittieren wollten. Dies hatten die USA als eine Maßnahme von mehreren zur Stützung des Dollar beschlossen, der Zeitpunkt der Schuldenaufnahme war aber noch offen gelassen. Gerüchte, daß ein Volumen von 2 bis 2,5 Mrd. DM finanziert werden solle, belasteten den Markt weniger quantitativ, als vielmehr durch die Ungewißheit, zu welchem Zeitpunkt, mit welchem Instrument und mit welchen Konditionen dies geschehen würde. In Händlerkreisen wurde die Tendenz zutreffend mit Ca(r)ter-Stimmung beschrieben. Als jedoch die Bundesbank im Auftrag des amerikanischen Schatzamts das Zeichnungsangebot veröffentlichte und den Marktteilnehmern „schwarz auf weiß“ dokumentierte, daß es sich um Schuldscheine mit Laufzeiten von 3 und 4 Jahren bei einem Kurs von 100 % handelte, die kurz vor Zeichnungsende mit festgelegten Nominalzinssätzen

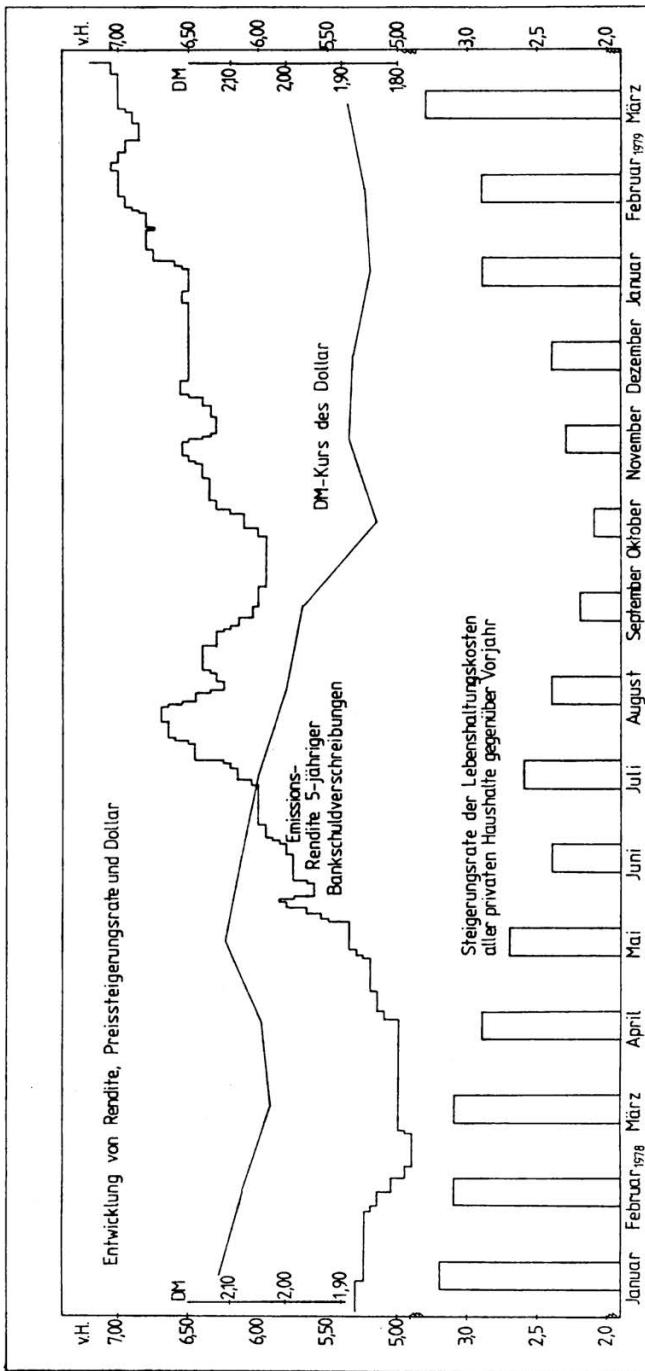
---

<sup>3</sup> Zitiert in: Börsen-Zeitung v. 11. 11. 1978.

verkauft werden würden, tendierte der Rentenmarkt wieder freundlicher, zumal sich die Konditionen als marktgerecht erwiesen. Die Rendite stabilisierte sich auf niedrigerer Basis. Aber diese Diskussion um die sog. „Carter-Note“ machte erneut deutlich, wie anfällig die Handelsparteien für Unsicherheiten sind und zu Übertreibungen neigen, die von der volumenmäßigen Belastung des Marktes her nicht gerechtfertigt sind.

In den letzten Jahren konnte zu Jahresbeginn häufig eine freundliche Tendenz am Rentenmarkt beobachtet werden, und zwar durch Zuflüsse aus dem größten Kupontermin sowie Liquidität aus Tilgungen und freiwerdenden Vermögenssparverträgen. Die positiven Einflüsse blieben zu Beginn des Jahres 1979 jedoch weitgehend aus, offenbar, weil die institutionellen Anleger schon 1978 in nicht unerheblichem Umfang Anlagemittel für diesen Termin disponiert hatten. Insofern kann man allgemein davon ausgehen, daß die Wiederanlagetermine etwas von der belebenden Wirkung früherer Jahre verloren haben. Auch befanden sich anlagebereite Mittel auf dem Geldmarkt — quasi in „Parkposition“. Außerdem konnte allgemein eine frühe Inanspruchnahme des Rentenmarktes durch die öffentliche Hand erwartet werden, so daß mit Materialknappheiten nicht zu rechnen war.

Völlig verstört wurden die Marktkreise Mitte Januar durch die Beschlüsse des Zentralbankrats über eine Anhebung der Mindestreservesätze und des Lombardsatzes. Man hatte zwar vorher in etwa mit einer Erhöhung der Mindestreservesätze zur Abschöpfung von Liquidität, die aus dem Ausland stammte, gerechnet, von der Erhöhung des Lombardsatzes wurde der Markt jedoch vollkommen überrascht. Trotz gegenteiliger Behauptung der Bundesbank wurde die Anhebung des Lombardsatzes als Ansatz zu einer generellen Kehrtwende in der Geldpolitik gesehen. Verstimmend wirkte dabei außerdem, daß es zu einer — erstmals offenen — Kontroverse zwischen der Bundesbank und Vertretern der Bundesregierung über die Notwendigkeit dieser Maßnahme und ihrer Auswirkungen auf die weitere Zinsentwicklung kam. Die Marktteilnehmer fühlten sich in ihrer Auffassung bestätigt, als nur wenige Tage nach den Beschlüssen des Zentralbankrats der Bundesbankpräsident die Meinung vertrat, daß bei einem prognosegerechten Verlauf des Wirtschaftswachstums ein wachsender Kreditbedarf mit entsprechenden Auswirkungen auf die Zinsentwicklung entsteht. Daraufhin setzte sich der Zinsanstieg weiter fort. Es war jedoch auch zunehmend Anlageneigung zu beobachten, insbesondere bei institutionellen Anlegern, bei denen sich ein gewisser Anlagebedarf aufgestaut hatte.



Quelle: Deutsche Bundesbank, WestLB-Berechnungen.

Diese Stabilisierungsansätze konnten sich aber nicht durchsetzen, weil weitere „Carter-Notes“ angekündigt wurden und gleichzeitig Länder und Bund Schuldscheine mit zum Teil sich überbietenden Renditen offerierten. In dieser Situation wünschte sich mancher Marktbeobachter mehr Geduld und Gelassenheit der öffentlichen Hand bei der Schuldenaufnahme.

### VIII. Verhaltensforschung auch am Rentenmarkt

Dieser Überblick über den inländischen Rentenmarkt seit 1978 sollte deutlich machen, wie wichtig das Verhalten der Anleger und Händler für das Marktgeschehen ist. Wissenschaftlich fundierte Prognosen traditioneller Art, die sich überwiegend auf fundamentale Daten stützen, haben daher wenig Chancen für eine hohe Trefferquote, weil sie diese kurzfristigen Verhaltensänderungen nicht hinreichend berücksichtigen. Praktiker mit jahrelanger Erfahrung können zwar manche verhaltensbedingten Reaktionen erahnen und abschätzen, viele Tendenzen und Probleme sind aber auch für sie überraschend und erst im Nachhinein begründbar. Diese Marktbewegungen sind andererseits aber außerordentlich interessant, weil sie ständig eine Herausforderung sind, permanent neue Anreize bieten, Initiativen erfordern und manchmal auch den Erkenntnisstand erhöhen. Eine systematische Erforschung des Verhaltens der Marktteilnehmer auf wissenschaftlicher Basis fehlt aber noch.

Fortschritte in der Verhaltensforschung sind sicherlich schon in wichtigen Bereichen der Volkswirtschaft erzielt worden, so z. B. im Unternehmenssektor, beim Verbraucher und Sparer sowie Steuerzahler oder im Umgang mit Geld<sup>4</sup>. Wissenschaftliche Theorien und darauf basierende Prognosen mögen vielleicht längerfristige Trends annähernd vorher sagen und können damit in gewissem Umfang hilfreich sein. Die kürzerfristigen Schwankungen des Rentenmarkts, die vor allen Dingen psychologischer Natur sind, haben sie aber offenbar noch nicht hinreichend zu erklären und zu prognostizieren vermocht. Daher kann man sich nur wünschen, daß die Kluft zwischen „Theorie“ und „Praxis“, die nach G. Schmölders<sup>5</sup> auf keinem Gebiet menschlicher Erkenntnis und Erfahrung tiefer als im Wirtschaftsleben ist, auch in diesem Bereich des Rentenmarkts überbrückt wird.

Heinz Haverkamp, Düsseldorf

---

<sup>4</sup> G. Schmölders, *Verhaltensforschung im Wirtschaftsleben*, Hamburg 1978, S. 43 ff.

<sup>5</sup> G. Schmölders, a.a.O., S. 7.

**1. Anstieg der Lebenshaltungskosten in v. H. gegenüber dem Vorjahr**


---

1978	Januar .....	3,4
	Februar .....	3,1
	März .....	3,1
	April .....	2,9
	Mai .....	2,7
	Juni .....	2,4
	Juli .....	2,6
	August .....	2,4
	September .....	2,2
	Oktober .....	2,1
	November .....	2,3
	Dezember .....	2,4
1979	Januar .....	2,9
	Februar .....	2,9
	März .....	3,3

---

*Quelle:* Deutsche Bundesbank.

**2. Entwicklung des DM-Kurses des Dollar**


---

1978	Januar .....	2.12
	Februar .....	2.08
	März .....	2.03
	April .....	2.04
	Mai .....	2.11
	Juni .....	2.08
	Juli .....	2.05
	August .....	2.00
	September .....	1.97
	Oktober .....	1.84
	November .....	1.89
	Dezember .....	1.88
1979	Januar .....	1.85
	Februar .....	1.86
	März .....	1.89

---

*Quelle:* Deutsche Bundesbank.

**3. Emissions-Rendite 5jähriger Bankschuldverschreibungen**

Januar 1978	2.	5.30		10.	6.55
	13.	5.25		11.	6.45
Februar	8.	5.20		14.	6.35
	10.	5.15		15.	6.25
	15.	5.05		18.	6.30
	20.	4.95		21.	6.35
März	24.	4.90		22.	6.40
	6.	4.95	September	1.	6.30
	7.	5.00		6.	6.25
April	17.	5.10		7.	6.20
	20.	5.15		8.	6.15
	27.	5.20		12.	6.05
Mai	9.	5.25		15.	6.00
	10.	5.30		22.	5.95
	12.	5.35	Oktober	10.	6.00
	22.	5.50		13.	6.10
	23.	5.55		18.	6.20
	24.	5.65		20.	6.30
Juni	26.	5.80		23.	6.35
	29.	5.85	November	1.	6.40
	31.	5.75		6.	6.45
	1.	5.60		7.	6.50
	6.	5.65		9.	6.55
	7.	5.75		14.	6.50
	16.	5.80		15.	6.40
20.	5.85		16.	6.35	
Juli	21.	5.90		17.	6.30
	22.	5.95		23.	6.35
	27.	6.00		27.	6.40
	11.	6.05		30.	6.50
	13.	6.15	Dezember	1.	6.55
	17.	6.20		6.	6.50
	19.	6.25	Januar 1979	4.	6.55
	20.	6.45		8.	6.50
26.	6.50		16.	6.55	
27.	6.60		17.	6.60	
August	28.	6.65		19.	6.75
	4.	6.70		23.	6.80
	9.	6.65		30.	6.75

Quelle: Westdeutsche Landesbank Girozentrale.

### Zusammenfassung

#### **Rentenmarkt seit 1978 — Eine Chronik mit psychologischen Aspekten**

Die Thesen zur psychologisch bedingten Unternehmerentscheidung in der freien Marktwirtschaft, die W. A. Jöhr vor über 20 Jahren aufgestellt hat, sind noch heute aktuell und durchaus geeignet, auch die Kauf- und Verkaufsentscheidungen am inländischen Rentenmarkt zu charakterisieren. Zwar sind die psychologischen Ursachen, wie etwa Übertreibungen von Gefühlen und Stimmungen, Erweckung von Vorstellungen, Motivübernahme sowie Bestrebungen, anderen zuvorkommen, nicht die einzigen Bestimmungsgründe für die Entwicklung des Rentenmarkts. In den vergangenen Jahren haben sie aber erheblich an Bedeutung gewonnen und waren für viele Zinsprognosen, bei denen nur die fundamentalen Daten im Vordergrund der Überlegungen standen, eine manchmal nicht unbeachtliche Fehlerquelle. Gerade die Entwicklung des inländischen Rentenmarkts seit 1978 ist dafür ein klassisches Beispiel. So kam es zu labilen Situationen mit sich selbststeigernden Aufschwungsbewegungen der Rendite, z. B. bei der Bekanntgabe des „Europäischen Währungssystems“ und neuer Zahlen über den Kreditbedarf der öffentlichen Hand oder bei der Ankündigung der sog. „Carter-Notes“ — um nur einige Etappen zu nennen. Diesen Phasen folgten aber auch häufig Abwärtstendenzen.

Ursache für diese Übertreibungen ist u. a. offenbar auch ein konformes Verhalten der Marktparteien, was darin begründet ist, daß die Disponenten vor Kauf- oder Verkaufsentscheidungen erfragen oder überlegen, wie sich die anderen Marktteilnehmer verhalten, um später bei Fehlentscheidungen darauf hinweisen zu können, daß die anderen Marktteilnehmer auch keine besseren Ergebnisse erzielt haben.

Für weite Bereiche des Wirtschaftslebens gibt es Ansätze einer wissenschaftlichen Verhaltensforschung. Wenn es gelingt, die psychologischen Faktoren, die den Rentenmarkt bestimmen, auf wissenschaftlicher Basis besser in den Griff zu bekommen, können auch die kürzerfristigen Prognosen verbessert werden.

### Summary

#### **The Bond Market since 1978 — A chronicle with psychological aspects**

The theses on psychologically determined entrepreneurial decisions in the free market economy, which W. A. Jöhr set up over 20 years ago, still have topical significance and are definitely suitable for characterizing also purchase and sales decisions on the domestic bond market. True, psychological causes such as, say, exaggerated emotions and moods, origination of notions, motive adoption and endeavours to steal a march on others, are not the only determinants of the bond market. In past years, however, they have gained considerable importance and for many interest-rate forecasts in which the fundamental data alone were in the foreground of the deliberations they were sometimes no insignificant source of errors. Precisely the trend on the domestic bond market since 1978 is a classical example of this. For example,



there were unstable situations with self-sustaining upswings of yields, e. g. on the announcement of the "European Monetary System" and new figures on public borrowing needs, or on the announcement of the so-called "Carter notes", to mention just a few phases. But such phases were often followed by downward trends.

Inter alia, the cause of these exaggerations evidently lies also in conformable behaviour of the parties in the market, which is attributable to the fact that, prior to making decisions to buy or sell, they inquire or consider how the other market participants are behaving, so that in the event of wrong decisions they can later point out that other market participants were no more successful.

For broad spheres of economic life, some groundwork has been done for scientific behaviour research. If the psychological factors governing the bond market can be elucidated better on a scientific basis, the short-term forecasts can also be improved.

### Résumé

#### **Le marché des rentes depuis 1978 — Une chronique aux aspects psychologiques**

Les thèses sur les décisions de l'entreprise à conditionnement psychologique dans une économie de marché, que développait il y a plus de 20 ans W. A. Jöhr, sont toujours actuelles et parfaitement aptes à caractériser les décisions de vente et d'achat sur le marché indigène des rentes. Sans doute les motivations psychologiques, comme les outrances passionnelles, l'imagination, les rumeurs et les tentatives de devancer autrui, ne sont pas seules à conditionner l'évolution du marché des rentes. Au cours des dernières années cependant, elles ont gagné en importance et furent pour de nombreuses prévisions de taux d'intérêt qui n'auraient dû se baser que sur des données fondamentales une fréquente source d'erreurs significatives. L'évolution du marché allemand des rentes depuis 1978 en est précisément un exemple classique. C'est ainsi que l'on a connu des situations instables avec des mouvements à autoallumage de hausse des rendements, par exemple à l'annonce du "Système Monétaire Européen" et de nouveaux chiffres sur les besoins de financement des pouvoirs publics ou encore à l'annonce des dites "Carter-Notes" pour ne citer que quelques étapes. Mais à ces phases succédèrent aussi fréquemment des tendances à la baisse.

Une des causes de ces excès est manifestement une conduite conforme des parties au marché, ce qui s'explique du fait qu'avant toute décision d'achat ou de vente, les intéressés s'informent et tentent d'anticiper le comportement des autres parties au marché afin de pouvoir démontrer en cas de décisions erronées que ces autres parties n'ont pas réalisé de meilleurs scores.

Des rudiments de recherche scientifique du comportement existent pour de larges domaines de la vie économique. Si l'on parvenait à maîtriser sur une base scientifique les facteurs psychologiques qui conditionnent le marché des rentes, les conditions d'une amélioration des prévisions à court terme seraient réunies.