

## **Kann die Einführung des Euro-Bargelds die europäische Währung stabilisieren? Gedanken aus der Sicht der „Behavioral Finance“**

Peter Bofinger, Universität Würzburg

Nachdem sich der Euro-Dollar-Kurs bisher als nahezu resistent gegenüber makroökonomischen Fundamentalfaktoren erweisen hat, richten sich die Hoffnung mancher Analysten nun darauf, dass der Kurstrend durch die Einführung von Euro-Banknoten und Euro-Münzen gebrochen werden könnte. Aus einer rein ökonomischen Betrachtungsweise spricht jedoch wenig dafür, dass ein „Euro zum Anfassen“ attraktiver sein könnte als ein virtueller Euro. Rechtlich ist der Euro seit dem 1. Januar 1999 die alleinige Währung in den Mitgliedsländer der Währungsunion. Die bisher noch beibehaltenen nationalen Währungsbezeichnungen sind dabei nur noch nicht-dezimale Untereinheiten des Euro. Die Bargeldeinführung ist also rein juristisch gesehen nicht anders zu bewerten als die Einführung einer neuen Banknotenserie. Konkret wird z.B. mit dem 10 Mark-Schein eine 5,01 Euro-Note durch eine 5 Euro-Note ersetzt.

Von Hans-Werner Sinn<sup>1</sup> wird in diesem Zusammenhang die These vertreten, dass es wegen des Bargeld-Umtauschs zu einer sinkenden Nachfrage nach DM-Banknoten in Osteuropa und den GUS-Ländern gekommen sei, die sich nachteilig auf den Eurokurs ausgewirkt habe. Mit dem Ende dieses Umtausch würde diese Belastung dann wegfallen. Bei dieser Erklärung ist jedoch zu berücksichtigen, dass am Devisenmarkt Sichtguthaben gehandelt werden und dass sich die D-Mark-Bargeldbestände auf lediglich 5,9 % der gesamten Geldmenge M1 des Euroraums belaufen. Auch in Anbetracht der seit Ende 1998 zu beobachtenden Verschlechterung des amerikanischen Leistungsbilanz, die sich kumuliert auf rund 400 Mrd. Dollar beläuft, erscheint der Rückgang der DM-Banknoten als eine „quantité négligeable“.

Aus makroökonomischer Sicht ähnlich unspektakulär dürfte sich die Umstellung auf Euro-Preise erweisen, da alle absoluten Preise mit dem gleichen Faktor verändert werden, so dass die relativen Preise konstant bleiben. Dass es dabei wegen der Schwellenpreise zu divergierenden Auf- und Abrundungen kommen wird, darf bei einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive vernachlässigt werden; zumindest ist nicht damit zu rechnen, dass davon für den Eurokurs relevante Effekte ausgehen werden.

Für eine Analyse der wechselkurspolitischen Bedeutung der Bargeldeinführung bleiben somit nur außerökonomische Erklärungsansätze. Hier könnte sich vor allem die noch relativ junge Theorie der „Behavioral Finance“ anbieten. Ihr Forschungsgegenstand sind die menschlichen Entscheidungsprozesse in sehr komplexen Situationen. Das Arbeitsfeld der Devisenhändler kann dabei als ein besonders guter Anwendungsfall für die „Behavioral Finance“ angesehen werden. Diese Entscheidungsträger werden ständig mit einer Fülle neuer Informationen konfrontiert, die sie in sehr kurzer Zeit in konkrete Ankaufs- und Verkaufskurse sowie in eine für das eigene Haus optimale Vermögensposition umsetzen müssen. Die Komplexität dieser Aufgaben resultiert daraus, dass

- aus den vorhandenen Informationen die für den Wechselkurs relevanten herausgefiltert werden müssen,
- für die relevanten Informationen festgelegt werden muss, ob sie sich positiv oder negativ auf den Kurs einer Währung Euro auswirken, und

---

<sup>1</sup> Siehe dazu Sinn und Westermann (2001)

- dazu noch die Veränderung des Wechselkurses konkret bestimmt werden muss.

Erschwerend kommt dabei hinzu, dass Devisenhändler mit einem sehr kurzen Zeithorizont operieren. In der Regel sind sie bestrebt, dass am Ende eines Arbeitstages alle offenen Positionen geschlossen sind, so dass ihr Entscheidungszeitraum allenfalls ein Dutzend Stunden beträgt. Damit ist einem Devisenhändler jede Möglichkeit genommen, sich bei Kursentwicklungen, die er selbst für nicht begründet hält, gegen den Markttrend zu stellen.. Sein ganzes Denken und Trachten ist deshalb nur darauf fixiert, wie die anderen Marktteilnehmer im Laufe des Tages auf neu auftretende Informationen reagieren werden. Da dies für die anderen Marktteilnehmer in gleicher Weise gilt, wird der Devisenmarkt von „Informationen dritten Grades“ (Keynes 1936) dominiert. Jeder versucht zu antizipieren, wie die anderen antizipieren, was die jeweils anderen antizipieren werden.

Für die traditionelle Finanzmarkttheorie ist die Komplexität der Entscheidungsprozesse eines Devisenhändlers kein Problem. Sie unterstellt, dass in objektiver Weise ein optimales Modell bestimmt werden kann, in das dann nur noch die aktuellen Werte („News“) der entscheidungsrelevanten Daten eingegeben werden müssen. Da dabei die Wahrscheinlichkeitsverteilung für alle zukünftigen Ereignisse bekannt ist, lässt sich so mittels „rationaler Erwartungen“ der mathematische Erwartungswert für den Wechselkurs ermitteln. Zugleich wird unterstellt, dass die Akteure mit einem sehr langen Zeithorizont operieren können, so dass fundamental unbegründete Kursbewegungen („noise trade“) durch Arbitrageprozesse langfristig denkender Investoren („stabilisierende Spekulation“) ausgeglichen werden.

Mit der Realität des Devisenhandels hat dies jedoch nur wenig gemeinsam. Die Entscheidungsträger sind hier mit dem Problem konfrontiert, dass es heute mehrere konkurrierende Theorien der Wechselkursdetermination gibt, die durchweg unter einer sehr geringen empirischen Evidenz leiden. auszeichnen. In den Worten von Jeffrey Frankel and Andrew Rose (1995):

“To repeat a central fact of life, there is remarkably little evidence that macroeconomic variables have consistent strong effects on floating exchange rates, except during extraordinary circumstances such as hyperinflations. Such negative findings have led the profession to a certain degree of pessimism vis-à-vis exchange-rate research.”

Damit ist die Entscheidungssituation eines Devisenhändlers in der Realität erheblich komplexer als dies ein Standardlehrbuch nahelegen würden.. Die „Behavioral Finance“ versucht nun die konkreten Entscheidungsprozesse der Finanzmarktteilnehmer in solchen komplexen Situationen zu beschreiben. Eine wichtige Rolle spielen dabei sogenannte Daumenregeln, die auch als (einfache) Heuristiken bezeichnet werden. Diese basieren in der Regel auf der Tatsache, dass sich Menschen in komplexen Situationen an leicht verfügbaren Informationen orientieren. Keynes (1936, S. 148) hat auch dies schon früh erkannt:

“It would be foolish, in forming our expectations, to attach a great weight to matters which are very uncertain. It is reasonable, therefore, to be guided to a considerable degree by the facts about which we feel somewhat confident, even though they may be less decisively relevant to the issue than other facts about which our knowledge is vague and scanty. For this reason the facts of the existing situation enter, in a sense disproportionately, into formation of our long-term expectations; our usual practice being to take the existing situation and to project it into the future, modified only to the extent that we have more or less definite reasons for expecting a change.”

Dieses Übergewicht der „facts of the existing situation“ wird in der Literatur zur „Behavioral Finance“ vor allem durch sogenannte *Verfügbarkeitsheuristiken* (Strack und Deutsch 2001) dargestellt. Sie basieren auf der Tatsache, dass ich über jene Sachverhalte relativ gut informiert bin, mit denen ich aus einem bestimmten Grund bereits vertraut bin. Am Beispiel der Kaufentscheidung für die Aktie eines Unternehmens X lassen sich dabei folgende Varianten dieser Heuristik zu unterscheiden:

1. Ich halte bereits Aktien des Unternehmens X und habe damit gute Erfahrungen gemacht („adaptive Erwartungen“).
2. Ich kenne Menschen, die diese Aktie halten und damit gute Erfahrungen gemacht haben („*Herdenverhalten*“).
3. Ich halte Aktien eines Unternehmens Y, das in derselben Branche aktiv ist wie das Unternehmen X. Ich habe mit den Aktien von Y gute Erfahrungen gemacht. („*Repräsentativitätsheuristik*“).
4. Das Unternehmen X liegt in der Nähe meines Wohnorts und ich habe durch die lokale Presse oder persönliche Kontakte besonders gute Informationen über dessen Geschäftslage („*home country bias*“).
5. Ich habe im Fernsehen ein Fußballspiel gesehen mit einer Bandenwerbung für Unternehmen X. Allerdings habe ich das nur unterbewusst wahrgenommen. Wenn sich Menschen bewusst oder unbewusst von leicht verfügbaren, aber völlig irrelevanten Informationen leiten lassen spricht man von einer *Verankerungsheuristik*.

:

Vor allem durch die beiden ersten Formen der Verfügbarkeitsheuristik kommt es dazu, dass einmal bestehende Trends über eine längere Zeit hinweg bestehen bleiben, was dazu führt, dass Finanzmarktpreise auf neue Informationen über- oder unterreagieren (Shleifer 2000). Aufgrund der damit geschaffenen „self-fulfilling prophecy“ erweist sich die Verfügbarkeitsheuristik als erfolgreich und wird verstärkt zur Anwendung gebracht. Mit anderen Worten ergibt sich aus diesen Daumenregeln ein erhebliches Beharrungselement für die Kurstrends auf den Finanzmärkten. Dieses wird noch durch die Medien verstärkt, die aus den verfügbaren Informationen dann nur noch über jene berichten, die zum vorherrschenden Kurstrend passen. So tauchte das hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizit in den beiden letzten Jahren kaum an prominenter Stelle in den Kommentaren und Meldungen auf, da es nicht mit dem Bild eines starken Dollar vereinbar ist. Auf diese Weise sind dann vor allem Informationen verfügbar, die den Kurstrend stützen.

Ein solcher „Konservatismus“ (Edwards 1968), der auf den Aktienmärkten schon frühzeitig erkannt wurde, ist auch auf dem Devisenmarkt zu erkennen. Lang anhaltende Abwertungs- bzw. Aufwertungstendenzen konnten bei den großen Reservewährungen vor allem in folgenden Phasen beobachtet werden:

- Die Abwertung des Dollar gegenüber der D-Mark von März 1973 bis November 1978 (69 Monate)
- Die Abwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar von Januar 1980 bis Februar 1985 (62 Monate)
- Die Abwertung des Dollar gegenüber dem Yen von April 1990 bis April 1995 (60 Monate)
- Die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar seit Januar 1999 (bisher 30 Monate).

Die für einen Devisenhändler bereits erwähnte Notwendigkeit, jene Heuristiken zu prognostizieren, die von den jeweils anderen Marktteilnehmern angewendet werden, dürfte

das den Verfügbarkeitsheuristiken unterliegende Trägheitsmoment noch verstärken. Diese wechselseitige Bedingtheit von Heuristiken kann mit dem Konzept eines „fokalen Punkts“ (Schelling 1960) beschrieben werden. Dabei geht es darum, wie Menschen, die bei einer Entscheidung aufeinander angewiesen sind, aber nicht direkt miteinander kommunizieren können, eine richtige Entscheidung finden können. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Entscheidung, in welche Kneipe ich abends gehe, um möglichst viele Bekannte und Freunde zu treffen. Die „in-Kneipe“ fungiert dabei als ein fokaler Punkt. Mit anderen Worten: Fokale Punkte sind Heuristiken, deren Wert davon bestimmt wird, dass sie nicht nur von einem einzelnen Menschen, sondern von einer ganzen Gruppe von Menschen angewendet werden.

Die zu beobachtenden langen Wellen von Auf- und Abwertungen legen es nahe, dass sich an den Devisenmärkten offensichtlich immer wieder als eine allgemeine Konvention durchsetzt, eine bestimmte Währung als „schwach“ oder „stark“ einzustufen. Eine auf diese Weise etablierte allgemein vorherrschende Erwartung eines Kurstrends wirkt dann als ein Rahmen („framing“) für die laufende Verarbeitung von Informationen. Konkret bedeutet dies, dass für die Interpretation von Daten jene Modelle herangezogen werden, die dabei eine mit fokalen Punkt kompatible Entwicklung generieren. Dies erklärt, wieso der Euro-Dollar Kurs in den beiden letzten Jahren vor allem mit dem Wachstumsunterschied zwischen den Vereinigten Staaten und Euroland „erklärt“ wurde, während beispielsweise die deutlich höhere Inflationsrate und das enorme Leistungsbilanzdefizit in den Vereinigten Staaten völlig unberücksichtigt blieb. Die Stärke des „Framing“ zeigt sich daran, dass solche Erklärungen aufgegeben werden, wenn sie nicht mehr in den allgemeinen Rahmen passen. So hat sich die Umkehr des Wachstumsdifferentials bisher in keiner Weise positiv auf den Euro auswirken können.

Alles in allem scheint der Euro also darunter zu leiden, dass sich bei seiner Einführung im Januar 1999 eine für ihn negative Konvention etabliert hat. Dies lässt sich mit den Kategorien der „Behavioral Finance“ leicht erklären. Wie schon erwähnt bewirkt die Orientierung an Verfügbarkeitsheuristiken eine skeptische Grundhaltung gegenüber Neuem. Für den Euro stellte sich also Anfang 1999 das Problem, dass man hierfür über keinerlei Erfahrungen aus der Vergangenheit verfügte. Es gab insbesondere keinerlei Kurstrends, die man hätte fortschreiben können. Belastet wurde die neue Währung auch durch den negativen Ankereffekt der deutschen Währungsunion von 1990. Zahlreiche Beobachter waren der Auffassung, dass die damalige Da der Euro auch noch nicht im Umlauf war, wirkte er für alle Beteiligten wie eine fremde Währung, was mit einem negativen „home country bias“ umschrieben werden kann.

Hierin liegt nun auch die Chance der Bargeldeinführung. Aus der Sicht der „Behavioral Finance“ bewirkt sie ein höheres Maß an Vertrautheit, dass für sich genommen einen positiven Effekt für den Euro-Kurs haben müsste. In Anbetracht des Beharrungsvermögens von Konventionen ist es jedoch fraglich, ob dies allein für eine Trendumkehr ausreichen wird. Die Tatsache, dass sich der Euro gegenüber dem Dollar seit einem Jahr relativ stabil erwiesen hat, deutet jedoch darauf hin, dass sich diese Konvention bereits abzuschwächen scheint.

## **Literatur:**

De Grauwe, P. (2000), Exchange Rates in Search of Fundamentals: The Case of the Euro-Dollar Rate, CEPR Discussion Paper, No. 2575, London

Edwards (1968), Conservatism in Human Information Processing, in: B. Kleinmütz (Hrsg.), Formal Presentation of Human Judgement, New York

Frankel, J. und A. Rose (1995), Empirical Research on Nominal Exchange Rates, in: R.W. Jones (Hrsg.), Handbook of International Economics, S. 1689-1729

Girgenzer G. und G. Todd (1999), Simple Heuristics That Make Us Smart, Oxford University Press

Kahnemann, D. und A. Tversky (1984), Choices, Values, and Frames, American Psychologist, S. 341-351

Keynes, J. M. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, London.

Schelling, T. (1960), The Strategy of Conflict, Harvard University Press.

Shleifer, A. (2000), Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance, Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press.

Sinn, H. W. und F. Westermann (2001), Why Has the Euro Been Falling? An Investigation into the Determinants of the Exchange Rate, Paper für den Workshop Exchange Rate and Monetary Policy Issues", Institute for Advanced Studies, Vienna, April 19-20, 2001

Strack, F. und R. Deutsch, R. (2001), Urteilsheuristiken, erscheint in D. Frey und M. Irle (Hrsg.), Theorien der Sozialpsychologie. Band III: Motivations- und Informations-verarbeitungstheorien. Zweite Auflage. Bern: Huber