

Buchbesprechungen

Ernst Baltensperger (Hrsg.): Spekulation, Preisbildung und Volatilität auf Finanz- und Devisenmärkten, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 257, Duncker & Humblot, Berlin 1998, 164 S.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Währungskrisen in Asien und Rußland sowie der rasanten Auf- und Abwärtsbewegungen der Aktienkurse in jüngster Zeit ist wieder, wie fast immer, die Frage aktuell, durch welche Faktoren die Preise auf den Finanzmärkten bestimmt werden, insbesondere wodurch die starken Schwankungen der jeweiligen Kurse und Renditen im Zeitablauf verursacht werden. Diesem Themenkomplex widmete sich auch der Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik des Vereins für Socialpolitik auf seiner 28. Sitzung am 28. Februar und 1. März 1997. Die fünf Vorträge, die auf dieser Konferenz gehalten wurden, und ein Vorwort des Herausgebers sind der Inhalt des o.g. Bandes.

Der erste Beitrag von *Erich W. Streissler* gibt einen Überblick über die Erklärung von Devisenkursen. *Streissler* diskutiert eine fundamentale Wechselkursgleichung, welche die beiden Basistheoreme Kaufkraftparitätentheorie und ungedeckte Zinsparität sowie den monetären Ansatz als Spezialfälle beinhaltet. Danach geht er auf Gründe ein, warum die Kaufkraftparitätentheorie allein aus theoretischen Gründen nicht gelten kann, und kommt zu dem Fazit, daß es kein Puzzle sei, daß die Kaufkraftparität auch mittelfristig nicht erfüllt ist, sondern daß es im Gegenteil schwer zu erklären sei, warum Kaufkraftunterschiede nicht auf Dauer erhalten bleiben.

Im nächsten Teil befaßt sich *Streissler* speziell mit der Zinsparität. Die einfache ungedeckte Zinsparität (ohne Berücksichtigung von Risikoüberlegungen) in Verbindung mit der Kaufkraftparitätentheorie impliziert, daß einerseits die Realzinsen in den einzelnen Ländern und andererseits die Renditen für Wertpapiere mit unterschiedlichen Laufzeiten gleich sein müssen. Diese Bedingungen sind empirisch nicht erfüllt, woraus folgt, daß beide Theorien nicht gleichzeitig gelten können. Anschließend geht *Streissler* auf Informationsprobleme ein. Dabei sind für ihn weder Risikoprämien noch heterogene Marktteilnehmer, Lerneffekte oder Liquiditätsengpässe überzeugende Ansätze, um das Versagen der ungedeckten Zinsparitätentheorie zu erklären.

Zum Schluß sieht *Streissler* jedoch einen „Schimmer der Hoffnung“, da einige neuere Ansätze nicht nur für die lange, sondern auch für die mittlere Frist eine deutlich bessere Prognose liefern als das reine Random-Walk-Modell, nach welchem der aktuelle Wechselkurs die beste Prognose für den zukünftigen Wechselkurs darstellt.

Das Ziel der Arbeit von *Axel A. Weber* besteht darin, empirisch zwischen verschiedenen Ursachen für Währungskrisen zu unterscheiden, insbesondere ob die Krisen durch Änderungen in Fundamentalfaktoren oder durch rein spekulative

Elemente bedingt werden. Dazu schätzt er jeweils für zwei Länder die Impulsantwortfunktionen und die Schocks in einem vektorautoregressiven (VAR-) Modell mit den sechs Variablen Realzinsdifferential, Beschäftigungsrelation, Sozialproduktverhältnis, realer Wechselkurs, Verhältnis der realen Geldmengen und Inflationsdifferential. Ein Schwachpunkt traditioneller VAR-Modelle besteht darin, daß die Impulsantwortfunktionen und somit die Schocks, die den einzelnen Modellvariablen zugewiesen werden können, nicht eindeutig bestimmt sind. *Weber* löst dieses Problem im Rahmen eines strukturellen VAR-Ansatzes. Er stellt zunächst ein theoretisches Modell zur Wechselkursbestimmung vor, in welchem in der reduzierten Form kurzfristig, d.h. bei rigiden Preisen, alle sechs Variablen von allen Schocks abhängen, langfristig bei vollkommen flexiblen Preisen die Matrix der Reaktionskoeffizienten eine untere Dreiecksmatrix ist. Diese langfristigen Restriktionen verwendet er dann zur Identifikation des kurzfristigen dynamischen Modells.

Das Ergebnis der empirischen Schätzungen ist, daß die Veränderungen des DM/\$US-Wechselkurses fast ausschließlich durch Nachfrageschocks erklärt werden können. Für die Wechselkurse innerhalb des EWS haben Arbeitsangebots-, Produktivitäts- und insbesondere Geldangebotsschocks eine wesentlich stärkere Bedeutung. Rein spekulative Schocks spielen für den französischen Franc über den gesamten untersuchten Zeitraum und für die anderen Währungen des EWS sowie für das britische Pfund für einzelne kurze Zeitabschnitte eine gewisse Rolle. Ein wichtiges Fazit der Untersuchungen ist, daß Modelle zur Wechselkursklärung nicht, wie in der Vergangenheit üblich, alternativ auf fundamentale oder rein spekulative Elemente bauen sollten, sondern beide Faktoren in einem einzigen Ansatz integrieren sollten.

Volbert Alexander untersucht die Wirkungen geldpolitischer Aktionen der Zentralbank auf die Finanzmärkte, insbesondere auf die Volatilitäten in den Wertpapierrenditen. Er argumentiert, daß auf effizienten Finanzmärkten Zentralbankratsitzungen und insbesondere Änderungen der Leitzinsen Portfolioumschichtungen und damit Änderungen in den Renditen mit sich führen. Weiterhin sollten die Marktreaktionen unter den verschiedenen geldpolitischen Regimen der starren und der flexiblen Geldmarktsteuerung unterschiedlich stark ausfallen. Um diese Hypothesen zu testen, werden zunächst der Tagesgeldzinssatz, der Monatsgeldzinssatz, die Rendite für festverzinsliche Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren, der FAZ-Aktienindex und der Wechselkurs der DM gegenüber dem amerikanischen Dollar auf Stationarität untersucht. Anschließend werden die ersten Differenzen der einzelnen Zeitreihen als GARCH-Prozesse modelliert, wobei in die Schätzgleichungen für die zeitvariable bedingte Varianz alternativ verschiedene Dummy-Variablen einbezogen werden, deren Koeffizienten Aufschluß über die Gültigkeit der einzelnen Hypothesen geben sollen: eine Dummy-Variable für die unterschiedlichen geldpolitischen Regime, welche eine möglicherweise unterschiedliche Variabilität in den beiden Perioden messen soll; eine Dummy-Variable für diejenigen Tage, die in einer Woche liegen, in welcher eine Zentralbankratsitzung stattgefunden hat, um den Einfluß von Zentralbankratsitzungen zu überprüfen; und schließlich eine Dummy-Variable für Tage, an denen der Zentralbankrat eine Veränderung der Leitzinssätze beschlossen hat. Das Ergebnis der empirischen Untersuchungen ist, daß die Variabilität kurzfristiger Zinsen vom geldpolitischen Regime abhängt und daß Zentralbankratsitzungen

und Leitzinsänderungen die Volatilität der Tages- und Monatsgeldzinssätze beeinflussen. Eine entsprechende Wirkung auf die langfristigen Zinsen, den Aktienkursindex oder den Wechselkurs ist jedoch nicht feststellbar.

Alexander weist zu Recht darauf hin, daß Untersuchungen zum Einfluß der Notenbank, welche die Änderungen der Marktzinssätze auf die Änderungen der Leitzinsen regressieren, problematisch sind, weil implizit davon ausgegangen wird, daß die Leitzinsänderungen unerwartet sind. Er liefert jedoch keine Begründung für seine Aussage, daß in seinem Ansatz nicht zwischen erwarteten und unerwarteten Maßnahmen unterschieden werden muß. Man stelle sich z.B. vor, daß neue Prognosen über einen bevorstehenden Konjunkturunbruch bekannt werden und die Marktteilnehmer erwarten, daß die Zentralbank die Leitzinsen senken wird. Die Portfolioanpassungen der Privaten und die entsprechenden Marktzinssatzänderungen werden sofort mit dem Eintreffen der neuen Informationen erfolgen. Wenn die Zentralbank später in der Tat die Zinsen senkt, sollte dies keinen Rückgang der Marktzinsen mehr nach sich ziehen. Falls die Notenbank die Leitzinsen jedoch unverändert läßt, dann sollten die Marktteilnehmer ihre früheren Umschichtungen wieder rückgängig machen und die Marktzinsen wieder ansteigen. Eine Veränderung der Leitzinsen ist also weder notwendig noch hinreichend für eine Änderung bzw. eine erhöhte Variabilität des kurzfristigen Zinssatzes in der gleichen Woche.

Die Renditestruktur am Kapitalmarkt, also die Beziehung zwischen der Rendite und der Restlaufzeit von Wertpapieren analysiert *Jürgen Wolters*. Er geht von der erweiterten Erwartungshypothese der Zinsstruktur aus, wonach der langfristige Zinssatz die Summe aus einer Liquiditäts- oder Risikoprämie und einem gewogenen Durchschnitt der erwarteten zukünftigen kurzfristigen Zinssätze ist. Er zeigt, daß bei Gültigkeit dieser Hypothese im Falle einer stationären Risikoprämie alle Spreads, also die Differenzen der einzelnen Zinssätze zu einem gegebenen Zeitpunkt, ebenfalls stationär sind, so daß die Renditen kointegriert sind. Weiterhin weisen die Renditen lediglich einen einzigen gemeinsamen stochastischen Trend auf, der durch das Wertpapier mit der längsten Restlaufzeit erfaßt wird.

In den empirischen Untersuchungen stellt *Wolters* dagegen fest, daß die Spreads der Renditen für festverzinsliche Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von einem Jahr bis zu zehn Jahren nicht stationär sind und die Zeitreihen zwei gemeinsame stochastische Trendkomponenten aufweisen. Eine mögliche und häufig angeführte Erklärung für dieses Resultat könnte sein, daß die Risikoprämie nicht stationär ist. Bei der Suche nach den Ursachen für die gemeinsamen Trends findet *Wolters* eine Kointegrationsbeziehung zwischen der Rendite für zehnjährige Papiere, dem Dreimonatsgeldmarktsatz und dem Zinssatz für zehnjährige US-Bonds. Er interpretiert dieses Ergebnis in der Weise, daß die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen von der Geldpolitik und dem internationalen Zinsniveau bestimmt werden könnte.

Hier sei noch eine Bemerkung zu den verwendeten Daten gemacht. *Wolters* benutzt die Renditereihen der Deutschen Bundesbank, die sich als Schätzwerte einer Regression der beobachteten Umlaufrenditen auf die Restlaufzeit ergeben. Dadurch dürfte eine zusätzliche Beziehung zwischen den einzelnen Zinssätzen entstehen, wodurch die Resultate der nachfolgenden Untersuchungen tangiert werden.

Ebenfalls mit der Erwartungshypothese der Zinsstruktur, aber auch mit der Unverzerrtheithypothese des Terminwechselkurses als Prädiktor für den zukünftigen Wechselkurs beschäftigt sich *Peter Kugler* im letzten Beitrag des Bandes. Zunächst überprüft er die beiden Hypothesen für die BRD, Großbritannien, Schweiz, Japan und USA mittels einfacher linearer Regressionen. Weil in den USA ab 1987 die Spanne zwischen kurz- und langfristigen Zinsen als Indikator für die Geldpolitik verwendet wurde und sich weiterhin modelltheoretisch zeigen läßt, daß eine Reaktion der Notenbank auf die Zinsspanne die Ergebnisse der Tests der Erwartungshypothese beeinflusst, spaltet *Kugler* den Untersuchungszeitraum in zwei Teilperioden auf. Während beide Hypothesen für den ersten Zeitraum für alle Länder abgelehnt werden müssen, sind für die zweite Teilperiode die Koeffizienten nicht signifikant von dem Wert verschieden, der sich bei Gültigkeit der beiden Hypothesen einstellt. Hier ist jedoch anzumerken, daß es aber auch nicht für die Unverzerrtheithypothese spricht, wenn der theoretische Koeffizient gleich eins ist, aber z.B. für den Dollarwechselkurs ein Koeffizient von 0.496 bei einem Standardfehler von 1.284 geschätzt wird. (Ähnliches gilt für die übrigen Währungen.)

Anschließend stellt *Kugler* ein theoretisches Modell vor, in welchem die Erwartungshypothese und die Unverzerrtheithypothese, jeweils um eine Risikoprämie bzw. Terminprämie erweitert, gelten und die Zentralbank sowohl auf Änderungen in der Zinsspanne als auch auf Veränderungen des Wechselkurses reagiert. Er zeigt, daß die Kleinstquadrateschätzer zur Überprüfung der Hypothesen verzerrt sind, jedoch die Verzerrungen der Tests bei einer Reaktion der Zentralbank auf die Wechselkursveränderungen und die Zinsspanne verringert werden. Dieses Ergebnis ist einerseits sehr interessant, andererseits vermißt man jedoch entsprechende empirische Untersuchungen mit Ergebnissen über das quantitative Ausmaß der Verzerrungen oder gar eine unverzerrte Schätzung der Hypothesen.

Zusammenfassend kann man feststellen, daß der Konferenzband eine gelungene Mischung von Beiträgen mit unterschiedlichen Intentionen ist. Der erste Beitrag gibt einen Überblick über empirische Arbeiten zur Wechselkursbestimmung und zeigt Schwächen der verwendeten Ansätze auf. Er dient damit zugleich als eine Hinleitung zu den Beiträgen der anderen Autoren, die versuchen, einige dieser Probleme mit modernen ökonometrischen und zeitreihenanalytischen Verfahren zu lösen. Der Leser sollte aber nicht erwarten, daß die Autoren in allen Punkten eine einhellige Meinung vertreten. So mißt *Streissler* einer Risikoprämie keine große Bedeutung zu, während *Wolters* und *Kugler* diese als Grund für die Nichtgültigkeit der Zinsparitätentheorie bzw. der Unverzerrtheithypothese des Terminkurses ansehen. Dies ist jedoch nicht als ein Schwachpunkt des Bandes anzusehen, vielmehr tragen generell differierende, aber konvergierende Meinungen zum Fortschritt der Wissenschaft bei.

Jürgen Ehlgén, Siegen

Joachim Süchting und *Hans-Michael Heitmüller* (Hrsg.): Handbuch des Bankmarketing, 3., vollständig neu bearbeitete Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 1998, 632 S.

Der Übergang von der Industriegesellschaft zur Informationsgesellschaft hat auch auf dem Markt für Finanzdienstleistungen die grundlegenden Bedingungen des Handelns ins Wanken gebracht. Neue Technologien im Vertrieb und in der

Kredit und Kapital 3/1999

Produktion unserer Dienstleistungen drängen auf den fundamentalen Umbau der internen Strukturen und Prozesse. Geänderte Kundeneinstellungen und -bedürfnisse erfordern ein Überdenken des Angebots. Die Globalisierung und das Aufkommen neuer Wettbewerber weichen den oligopolistisch geprägten Markt auf. Zielgruppenspezialisten betätigen sich bei den Kunden der Allfinanzanbieter als Rosinenpicker. Dies alles rüttelt an den gewohnten Kosten-Erlös-Relationen.

Die strategischen Erfolgsfaktoren der Vergangenheit sind zum Teil obsolet. Die Karten werden neu gemischt. Eine Fortschreibung der bisherigen Strategie reicht nicht aus. Der Paradigmenwechsel zwingt zu einer neuen Strategie.

Dies stellt gerade an das Bankmarketing hohe Anforderungen: Wie läßt sich der Spagat zwischen technikforcierter Standardisierung und individuellem Eingehen auf separierte Kundenbedürfnisse meistern, welche preis-, produkt- und absatzpolitischen Möglichkeiten haben Allfinanzanbieter im Wettbewerb? Wie stellen sich Spezialanbieter strategisch auf?

Das „Handbuch des Bankmarketing“, das inzwischen in seiner dritten, von J. Süchting und H.-M. Heitmüller herausgegebenen Auflage vorliegt, gibt hierüber Auskunft.

Ausgangspunkt und zentrale These der Herausgeber, diesen Schluß lassen Auswahl der Themen und Autoren, die lesenswerten eigenen Aufsätze und ihre Kurzkommentare zu, bestehen in der fortdauernden Gültigkeit der Theorie der Bankloyalität. Es gibt wohl keinen Zweifel darüber, daß diese These richtig ist. Zunehmende Zweitbankbeziehungen, das Aufkommen der Selbstbedienung über Automaten, über Homebanking oder über den Handel und höheres Selbstbewußtsein der Kunden machen zwar eine Neuinterpretation der Theorie der Bankloyalität notwendig, keineswegs aber dürfen diese Argumente zu ihrer Ablösung führen.

Die Motive der Kundenloyalität haben sich verschoben. Nicht mehr Bequemlichkeit, Unsicherheit, Marktintransparenz und „blindes“ Vertrauen dominieren diese Bindung. Heute bestimmen Motive wie Qualität der Dienstleistungen, Servicequalität, gleichberechtigte Partnerschaft und aktives Bemühen um die individuelle Erfüllung des Kundenwunsches den preisunelastischen Bereich der Preis-Absatz-Funktion.

Natürlich verlangt der Kunde für dieses Paket einen akzeptablen, marktgerechten Preis. Die Antwort der etablierten Allfinanz-Anbieter kann angesichts der hohen Kosten eines „Multi-Kanal-Vertriebs“ nur darin bestehen, durch Automation im transaction-banking die notwendigen personellen Ressourcen zum Ausbau des relationship-banking „freizuschaukeln“. Diesem Grundgedanken folgen die Aufsätze im vorliegenden Werk. Von Ansätzen der Servicequalität über Produktinnovationen und individuelle Problemlösungen im Privat- und Firmenkundengeschäft, Ansätzen zur Kundenbindung, Fragen der Prozessorientierung und Risikobewertung als Voraussetzung für eine rationale Preispolitik, neuen Ansätzen der Marktforschung und des Werbecontrollings bis hin zu Möglichkeiten der Steuerung und Weiterentwicklung der Kundenbetreuer gibt dieser Sammelband einen hervorragenden Überblick über den state-of-the-art des modernen Bankmarketing.

Der Aufbau des Buches nach den drei Säulen Privatkundenmarketing, Firmenkundenmarketing und Marketing im Ausland überwindet die lehrbuchübliche

Kredit und Kapital 3/1999

Einteilung nach Marketinginstrumenten und orientiert sich damit an der Organisation des Marketing in einem modernen Kreditinstitut. Das erleichtert dem Praktiker die Möglichkeit, aus der Lektüre Schlußfolgerungen für das eigene Vorgehen zu ziehen.

Das Kapitel des Marketing im Ausland bietet zweifellos interessante Einblicke in die Strategie auf ausländischen Märkten durch in- und ausländische Banken. Eine Straffung dieses Bereiches hätte es aber ermöglicht, der Marketingstrategie im Direktvertrieb und dem Internet sowie den Konsequenzen aus der Differenzierung der stationären Vertriebswege für das Marketing-Mix mehr Raum zu geben.

Insgesamt bietet das Handbuch einen umfassenden, fundierten und zum Teil erstaunlich intimen Einblick in das heutige Marketing der Kreditinstitute. Damit hat es das Zeug zu einem Standardwerk, das in keinem Bücherschrank von Fachleuten und Entscheidungsträgern fehlen sollte.

Martin Körner, Mannheim