

## Buchbesprechungen

*Neldner*, Manfred: Die Kursbildung auf dem Devisenmarkt und die Devisenterminpolitik der Zentralbanken, Walter de Gruyter, Berlin-New York 1970, 181 Seiten, DM 44,—.

Anhaltende Währungsunruhen, zahlreiche Auf- und Abwertungen und zunehmende Devisenbeschränkungen haben die Probleme der internationalen Geldpolitik in den letzten beiden Jahrzehnten verstärkt in den Mittelpunkt der theoretischen Diskussion gestellt. Angesichts der weltweiten Inflation bei einem System fester Wechselkurse sahen sich die Zentralbanken von Ländern mit anhaltenden Zahlungsbilanzüberschüssen einem ständigen Konflikt zwischen den binnen- und außenwirtschaftlichen Erfordernissen ihrer Geldpolitik gegenüber.

Während verschiedene Ökonomen versuchten, einen Ausweg aus diesem Dilemma durch einen geeigneten „policy mix“ zwischen Fiskal- und Geldpolitik zu finden, tauchten immer wieder Vorschläge auf, die darauf abzielten, das als unzureichend empfundene Instrumentarium der Geldpolitik auszubauen und zu verfeinern.

In diesem Zusammenhang gewann auch die Devisenterminpolitik der Zentralbanken, die bereits *Keynes* in seinem berühmten Tract on Monetary Reform angeregt hatte, wieder an Bedeutung. Zu Beginn der sechziger Jahre entzündete sich an der Frage nach den Möglichkeiten einer solchen Politik vor allem in der angelsächsischen Literatur eine heftige Kontroverse. Jedoch beruhten viele der Argumente für oder wider eine aktive Beteiligung der Zentralbanken am Terminhandel auf unterschiedlichen und z. T. unrealistischen Vorstellungen sowohl über die Motive der Terminhändler, als auch über die Funktionsmechanismen des Marktes selbst.

*Neldner* versucht in seinem Buch in z. T. sehr geschickter Weise, die unterschiedlichen, in der Literatur angesprochenen Aspekte der Kursbildung auf dem Terminmarkt in einem einheitlichen Modell zusammenzufassen. Dabei verzichtet er zunächst vollständig darauf, auch Aktivitäten der Zentralbank zu berücksichtigen.

Erst im zweiten Teil seiner Arbeit wird die Devisenterminpolitik mit einbezogen und anhand des Modells die Beeinflussung der Kursbildung durch die Zentralbanken aufgezeigt. In einem kurzen Abriss über die Devisenterminpolitik der Deutschen Bundesbank und des US-Treasury werden in einem dritten Teil die Ergebnisse des Modells den praktischen Erfahrungen der frühen sechziger Jahre gegenübergestellt.

Das Kursbildungsmodell berücksichtigt neben den in der Literatur schon frühzeitig diskutierten Transaktionen, die sich aus der internationalen Zins-

arbitrage und der Spekulation ergeben, auch die Aktivitäten der Außenhändler und solche Devisentermingeschäfte, die unter dem Namen Hedging bekannt geworden sind.

1. In einer aufschlußreichen Übersicht über die Literatur zum Thema der Zinsarbitrage zeigt *Neldner*, daß die Diskussion um die Kursbildung auf dem Terminmarkt über Jahrzehnte von der Zinsparitätentheorie *Keynes'* beeinflusst wurde. Diese Theorie geht davon aus, daß die Aktivitäten der Zinsarbitrageure auf dem Terminmarkt stets einen Kurs für Termineisen herbeiführen, der genau in Höhe der Zinsdifferenz vom gegenwärtigen Kassakurs abweicht. Da eine solche Angleichung des Swapsatzes an die Zinsparität in der Realität aber nur selten zu beobachten war, konnte die Zinsparitätentheorie nur mit z. T. unrealistischen Annahmen über die Elastizität des Arbitrageangebots und vor allem nur mit der Annahme, daß ausschließlich Zinsarbitrageure am Terminhandel teilnahmen, aufrechterhalten werden.

Eine theoretisch befriedigende Lösung wurde erst geschaffen, als in den fünfziger Jahren mit den Arbeiten von *Jasay*, *Reading* und *Tsiang* Kursbildungsmodelle entwickelt wurden, die neben der Zinsarbitrage auch den Einfluß von Spekulationstransaktionen berücksichtigten. Mit diesen Ansätzen mußte erneut die Frage aufgeworfen werden, inwieweit Zinsarbitrageure ihr Arbitrageangebot bei einem „ungleichgewichtigen“ Swapsatz anpassen.

In einer breit angelegten Analyse der für Zinsarbitrageurstransaktionen relevanten Entscheidungsparameter kommt *Neldner* in Übereinstimmung mit *Tsiang* zu einer Angebotskurve, die mit steigendem Report, bzw. Deport immer unelastischer wird. Jedoch begründet er den Verlauf dieser Kurve nicht wie *Tsiang* mit einem irgendwie gearteten, abnehmenden Liquiditätsnutzen, sondern weist auf die Gefahr hin, daß devisenzwangswirtschaftliche Maßnahmen einen Rücktransfer der im Ausland angelegten Mittel verhindern könnten. Nach dem von *Hicks* formulierten „principle of increasing risk“ werden Zinsarbitrageure daher ihr Arbitrageengagement nur dann erhöhen, wenn ihnen — in Form eines höheren Swapsatzes — eine zusätzliche Risikoprämie eingeräumt wird.

2. Bei der Analyse der makroökonomischen Spekulationsfunktion, der zweiten Komponente der Kursbildung auf dem Terminmarkt, beschränkt sich *Neldner* zunächst auf solche Transaktionen, die ausschließlich über den Terminmarkt abgewickelt werden. Auch hier zeigt er, daß in der Literatur keineswegs Einigkeit über den Verlauf der Spekulationsfunktion herrscht. Die Mehrzahl der Autoren (*Tsiang*, *Spraos*, *Reading* u. a.) erwähnen zwar, daß Spekulanten bei steigendem Terminengagement einen immer höheren Risikoausgleich verlangen, jedoch verwenden sie letztlich Funktionen, die mit wachsender Differenz zwischen Terminkurs und erwartetem Kassakurs linear ansteigen.

*Neldner* kommt unter der Berücksichtigung des wachsenden Risikos folgerichtiger zu einer gekrümmten Spekulationsfunktion. Die Krümmung wird dabei um so stärker sein, je unsicherer die Kursersparungen der Spekulanten sind. Wird eine Abwertung (Aufwertung) erwartet, verschiebt sich die Kurve nach oben (unten).



3. In den folgenden Abschnitten versucht *Neldner*, in Anlehnung an ein von *Spraos* entwickeltes Modell zu zeigen, daß die Berücksichtigung der bisher noch nicht einbezogenen Außenhändler, der Hedger und der sog. Kassaspekulation das Modell nicht übermäßig aufbläht, sondern sich unter Einführung von zwei einfachen, linearen Überschufnachfragefunktionen nach Kassa- und Termindevisen unter die Zinsarbitrage- und die Spekulationsfunktion subsumieren läßt. Die Überschufnachfragefunktion nach Kassadevisen soll dabei ausschließlich dazu dienen, solche Transaktionen zu erfassen, die nur auf dem Kassamarkt abgewickelt werden. Hierunter fallen insbesondere die mit langfristigen Auslandskrediten finanzierten Im- und Exporte und die unentgeltlichen Leistungen.

Mit der Überschufnachfrage nach Termindevisen wird dagegen berücksichtigt, daß rational handelnde Wirtschaftssubjekte bei allen anderen Außenhandelsgeschäften immer dann, wenn Vertragsabschluß und Zahlung zeitlich auseinanderfallen, versuchen werden, das Kursrisiko durch Transaktionen auf dem Terminmarkt entsprechender Fristigkeit auszuschließen.

Unterläßt aber ein Exporteur ein solches Kurssicherungsgeschäft, so kann diese Verhaltensweise nur darauf zurückzuführen sein, daß er bei Fälligkeit der Zahlung einen Kassakurs erwartet, der über dem Terminkurs liegt. Der Verzicht auf ein Kurssicherungsgeschäft muß also gleichzeitig als spekulatives Engagement auf dem Terminmarkt gedeutet werden, so daß sich im Modell zwei fiktive Transaktionen ergeben:

- Ein Angebot an Termindevisen zum Zwecke der Kurssicherung,
- gleichzeitig eine entgegengesetzte Nachfrage nach Termindevisen zum Zwecke der Spekulation.

Die erste fiktive Transaktion wird durch die neue, mit dem Terminkurs linear ansteigende Überschufnachfragefunktion der Außenhändler, die zweite mit der Spekulationsfunktion berücksichtigt. Da beide Transaktionen sich aufheben, wird die Realität, ein Kassageschäft bei Fälligkeit der Zahlung, nicht verfälscht.

4. Wirtschaftssubjekte, die langfristige Auslandsinvestitionen vornehmen, versuchen häufig, sich gegen Kursschwankungen dadurch abzusichern, daß sie bestimmte Beträge der betreffenden Währung auf dem Terminmarkt kaufen. Bei einer Abwertung dieser Währung — und entsprechend hohen Buchverlusten des im Ausland angelegten Kapitals — wird die Liquidierung des Termingeschäfts zu Gewinnen führen, die den Kursverlust ausgleichen oder sogar übersteigen können. Da eine Hedging-Transaktion, ähnlich wie eine Terminspekulation, einzig und allein auf bestimmten Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Kassakurses beruht, und liquide Mittel erst bei Glattstellung der Terminposition eingesetzt werden müssen, ordnet *Neldner* in Übereinstimmung mit dem größten Teil der Literatur Hedging-Transaktionen der Spekulation zu.

5. Größere Schwierigkeiten bereitet *Neldner* jedoch die Einordnung der in der Praxis außerordentlich bedeutsamen Kassaspekulation. Häufig werden Spekulanten, die eine Abwertung (Aufwertung) der einheimischen Währung erwarten, nicht Termindevisen, sondern Kassadevisen nachfragen (anbieten).

Spiele bei der Terminspekulation lediglich die Differenz zwischen erwartetem Kassakurs und Terminkurs eine Rolle, so muß die Kassaspekulation nunmehr neben heutigem und erwartetem Kassakurs auch die Zinssätze im In- und Ausland berücksichtigen. Ein Kassaspekulant wird daher nur dann den Erwerb von Kassadevisen einem Halten der einheimischen Währung vorziehen, wenn — bei einer Abwertung — der erwartete Kursgewinn nicht durch einen eventuellen Zinsverlust bei der kurzfristigen Anlage der spekulativen Mittel im Ausland kompensiert wird. *Neldner* versucht nachzuweisen, daß einer solchen Transaktion fiktiv eine Terminspekulation und eine Zinsarbitrage-Transaktion unterstellt werden könne, so daß sich die Einführung einer zusätzlichen Kassaspekulationsfunktion erübrigen würde.

Er unterstellt dabei, daß ein Spekulant, der sich auf dem Kassamarkt engagiert, bewußt auf Terminspekulationen verzichtet. Ein solcher Verzicht ließe sich im Modell dadurch veranschaulichen, daß der Spekulant zwar fiktiv ein Termingeschäft abschließt, dieses gleichzeitig aber durch eine entgegengesetzte Termintransaktion kompensiert.

Faßt man nun das spekulative Kassageschäft mit dem entgegengesetzten Termingeschäft zusammen, so verbleiben — wenn die Spekulanten eine Abwertung erwarten — ein spekulativer Kauf von Termindevisen und eine Zinsarbitrage-Transaktion, bei der Kassadevisen gekauft und Termindevisen in gleicher Höhe verkauft werden.

Eine solche Argumentation ist jedoch angreifbar. Der von *Neldner* vorgelegte mathematische Beweis geht davon aus, daß (1) nur Spekulanten auf den Devisenmärkten auftreten, und daß (2) sich der Terminmarkt im Gleichgewicht befindet, d. h. daß sich der Terminkurs dem erwarteten Kassakurs vollkommen angeglichen hat. Bei einer solchen Konstruktion ließen sich in der Tat die Entscheidungsparameter der Zinsarbitrage auch auf die Kassaspekulation anwenden. Berücksichtigt man jedoch, daß in einem Kursbildungsmodell, das die Aktivitäten aller Beteiligten simultan erfaßt, ein „gleichgewichtiger“ Terminkurs im obigen Sinne nur selten gegeben sein wird, dann verliert dieser mathematische Beweis jede Aussagekraft.

Vielmehr muß unterstellt werden, daß immer dann, wenn Terminkurs und erwarteter Kassakurs in unterschiedlicher Weise vom jeweiligen Kassakurs abweichen, Spekulationen u. U. auf beiden Märkten, dem Terminmarkt und dem Kassamarkt vorteilhaft sein können. Unter dieser Bedingung ließe sich *Neldners* gedankliche Konstruktion nur noch dann aufrechterhalten, wenn ein Engagement auf dem Terminmarkt definitiv eine Kassaspekulation ausschließen würde, und umgekehrt. Tatsächlich geht *Neldner* aber in späteren Ausführungen indirekt davon aus, daß Änderungen in den Kurserwartungen der Spekulanten keineswegs lediglich zu einer Umschichtung des Spekulationsportefeuilles führen. Vielmehr werden Spekulanten u. U. Kassaspekulationen durchführen ohne gleichzeitig ihr Engagement auf dem Terminmarkt in entsprechender Höhe einzuschränken.

In dem Kursbildungsmodell von *Neldner* werden Änderungen in den Kurs-erwartungen außerdem lediglich durch eine Verschiebung der Terminspekulationsfunktion berücksichtigt. Würde man seiner Interpretation der Kassaspe-



kulation folgen, so müßte immer dann, wenn Spekulanten mit einer Abwertung rechnen, gleichzeitig auch die Zinsarbitragefunktion nach links verschoben werden, so daß neben den Devisenabflüssen durch die Zinsarbitrage auch der Devisenverlust aus der — jetzt erhöhten — Kassaspekulation erfaßt werden könnte. Eine solche Veränderung fehlt aber in *Neldners* Modell, was in späteren Ausführungen dazu führt, daß die Auswirkungen von spekulativen Kapitalbewegungen in einem System fester Wechselkurse zumindest im Modell weit unterschätzt werden.

Unter diesen Vorbehalten gelingt es *Neldner* in einer außerordentlich geschickten geometrischen Darstellung, die vier oben angesprochenen Funktionen so miteinander zu verbinden, daß sowohl spekulative Kapitalbewegungen als auch Veränderungen des Zinsgefälles gegenüber dem Ausland in ihren Auswirkungen auf Kassa- und Terminkurs untersucht werden können. Da das Modell zunächst auf der Grundlage flexibler Wechselkurse entwickelt wurde, werden sich die Kurse auf dem Kassa- und Terminmarkt im Gleichgewicht so einstellen, daß einer Überschufnachfrage der Spekulanten und Außenhändler nach Termindevisen ein entsprechendes Überschufangebot der Zinsarbitrageure gegenübersteht, die Überschufnachfrage der Zinsarbitrageure nach Kassadevisen aber gleichzeitig durch ein entgegengesetztes Kassaangebot der Außenhändler aufgefangen werden kann.

Bei Einführung fester Wechselkurse ergeben sich hier jedoch einige bedeutende Veränderungen. Ist es z. B. für Zinsarbitrageure bei einer Erhöhung der Netto-Zinsdifferenz zugunsten einer Geldanlage im Ausland vorteilhaft, vermehrt Kassadevisen nachzufragen (und Termindevisen anzubieten), so würde bei freien Wechselkursen der Kassakurs im Falle einer Preisnotierung so lange ansteigen, bis die zusätzliche Kassanachfrage der Zinsarbitrageure durch ein entsprechendes, nunmehr ebenfalls größer werdendes Kassaangebot der Außenhändler ausgeglichen würde. Bei festen Wechselkursen sind aber die Zentralbanken verpflichtet, einen Anstieg des Kassakurses über den oberen Interventionspunkt durch eigene Devisengeschäfte zu verhindern, so daß hier ein Gleichgewicht nicht mehr allein durch ein größeres Kassaangebot der Außenhändler, sondern zumindest z. T. durch einen Verlust an offiziellen Währungsreserven erreicht werden kann.

Die Berücksichtigung solcher Interventionen der Zentralbank nicht nur auf dem Kassamarkt, sondern auch auf dem Terminmarkt und die Analyse der Möglichkeiten und Grenzen einer Devisenterminpolitik sind das zentrale Thema des zweiten Teils der vorliegenden Untersuchung. In der Literatur stehen im Zusammenhang mit der Terminpolitik hauptsächlich zwei Problemkreise im Vordergrund. Erstens die Frage, ob und inwieweit durch Interventionen auf dem Terminmarkt spekulative Kapitalbewegungen verhindert bzw. abgeschwächt werden können, und zweitens inwieweit in spekulationsfreien Phasen die Devisenterminpolitik geeignet ist, eine vorwiegend binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik von außenwirtschaftlichen Einflüssen abzuschirmen.

Da *Neldner* sich vor allem mit der Abwehr spekulativer Devisentransaktionen befaßt, und zudem in beiden Fragen ähnliche Argumente auftauchen, soll hier schwerpunktmäßig nur auf das erste Problem eingegangen werden.

Die oft zu beobachtende kumulative Ausweitung von Spekulationsbewegungen beruht im wesentlichen darauf, daß Abwertungserwartungen zu einer verstärkten Nachfrage nach Termindesisen und zu einem Anstieg des Terminkurses führen. Bei unverändertem Kassakurs vergrößert sich dadurch die Nettozinsdifferenz zugunsten einer Geldanlage im Ausland, so daß Zinsarbitrageure verstärkt Kassadesisen nachfragen und ins Ausland transferieren.

Die damit einhergehende Verschlechterung der Zahlungsbilanz und die zwangsläufig auftretenden Reserveverluste der Zentralbank vergrößern das Mißtrauen der Spekulanten, die ihrerseits erneut Termindesisen nachfragen.

Da *Neldner* eine Kontrolle oder zwangswirtschaftliche Abschnürung des Kapitalverkehrs als Mittel der Geldpolitik ausschließt, kann in einem System fester Wechselkurse die nach *Neldner* eigentliche Ursache für diesen kumulativen Prozeß, der Abfluß von Kassadesisen durch die Zinsarbitrageurstransaktionen, nur durch eine unmittelbare Beeinflussung der Netto-Zinsdifferenz beseitigt werden. Eine direkte Anhebung des inländischen Zinsniveaus wird in vielen Fällen den binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen der Geldpolitik widersprechen, so daß der Zentralbank — bei fixen Kassakursen — nur noch die Möglichkeit verbleibt, mit der Beeinflussung des Terminkurses gleichsam eine zweite Front aufzubauen. Die Zentralbank eines abwertungsbedrohten Landes muß danach angesichts der überhöhten spekulativen Nachfrage nach Termindesisen ihrerseits ihr Angebot an Termindesisen solange erhöhen, bis der Terminkurs einen Tiefstand erreicht hat, bei dem eine zusätzliche Nachfrage nach Kassadesisen durch die Zinsarbitrageure nicht mehr vorteilhaft ist, bzw. so gering wird, daß sie vom Kassaangebot der Außenhändler aufgefangen werden kann.

Diese im Kern einfache Strategie ist jedoch nicht frei von Widersprüchen und hat in der Literatur eine äußerst heftige Diskussion ausgelöst. Vor allem zwei Einwände verdienen besondere Beachtung:

- a) In Spekulationsphasen wird die Zentralbank den Terminkurs nur dann erfolgreich senken können, wenn sie umfangreiche Terminverpflichtungen eingeht. Es ist richtig, daß hierdurch zwar zunächst keine Währungsreserven verlorengehen. Die Liquidation der Terminverpflichtungen kann aber u. U. zu einem späteren Zeitpunkt zu wesentlich höheren Devisenverlusten führen, als dies bei einem Verzicht auf Termininterventionen der Fall gewesen wäre. Sobald die Zentralbank angesichts eines langfristigen, „fundamentalen“ Ungleichgewichts nicht mehr sicher sein kann, daß die Parität ihrer Währung bis zur Fälligkeit der Terminverpflichtungen aufrechterhalten wird, scheidet die Intervention auf dem Terminmarkt als Mittel der Geldpolitik aus. Dies wird auch von *Neldner* gesehen, der wie vor ihm zahlreiche andere Autoren betont, daß die Devisenterminpolitik nur dann erfolgversprechend ist, wenn sie ausschließlich zur Beseitigung kurzfristiger, spekulativer Zahlungsbilanzungleichgewichte eingesetzt wird.
- b) Die eigentliche Ursache für die weitverbreitete Ablehnung der Devisenterminpolitik liegt aber in einem Bereich, den *Neldner* letztlich nur mühsam und verwirrend mit einer Fülle von Argumenten aufzuhellen vermag. Der Erfolg einer Intervention stellt sich nämlich nur dann ein, wenn es



gelingt, über einen im Prinzip manipulierten Terminkurs und die damit einhergehende Verbesserung der Zahlungsbilanzsituation das Vertrauen der Spekulanten in die Parität wieder herzustellen. Sobald das wachsende Terminengagement der Zentralbank lediglich als letzter, verzweifelter Versuch angesehen wird, eine grundsätzlich als notwendig erachtete Paritätsänderung zu umgehen, verkehren sich die erhofften Auswirkungen einer Terminintervention ins Gegenteil: Die Kurserwartungen der Spekulanten werden sich verdichten, so daß letztlich nur ins Unermeßliche steigende Terminverpflichtungen die Paritätsänderung verhindern können.

Mit dem Hinweis, daß die Zentralbank aus den oben erwähnten Gründen gerade nur dann Termininterventionen vornimmt, wenn sie eine Paritätsänderung ausschließt, versucht *Neldner* darzustellen, daß eine solche Reaktion der Spekulanten zumindest tendenziell auszuschließen ist. Jedoch bleibt seine Argumentation unbefriedigend: Bei den Kurserwartungen der Spekulanten wird es nicht auf die Interpretation der Zentralbank ankommen, sondern immer darauf, ob die Spekulanten selbst ein Zahlungsbilanzungleichgewicht nur als vorübergehende Erscheinung werten.

Auch auf ein anderes Problem soll in diesem Zusammenhang kurz eingegangen werden. *Neldner* weist in einer unverhältnismäßig kurzen Analyse darauf hin, daß häufig institutionelle Beschränkungen und irrationale Vorurteile gegen die Spekulation eine volle Entfaltung des Terminmarktes verhindern. Unter solchen Umständen ist es möglich, daß Wirtschaftssubjekte, die eine Terminspekulation für vorteilhaft halten, gar nicht in der Lage sind, Termingeschäfte in gewünschter Höhe abzuschließen. Ein Ausweichen auf den Kassamarkt muß dann aber zu weiteren unerwünschten Kassaabflüssen führen, deren Neutralisierung wiederum noch umfangreichere Terminverpflichtungen der Zentralbank erzwingen würden.

Es wurde außerdem bereits oben darauf hingewiesen, daß Kassaspekulationen auch dann vorgenommen werden können, wenn der Terminmarkt keinen Beschränkungen unterliegt, eine Tatsache, die *Neldners* Modell nur unzureichend berücksichtigt. Devisenabflüsse werden auch in diesem Fall nicht allein durch Zinsarbitrage-transaktionen, sondern vor allem durch die Spekulation auf dem Kassamarkt verursacht.

Da *Neldner* sich darauf konzentriert, zinsinduzierte Kapitalabflüsse zu verhindern, genügt es nach seiner Vorstellung meist, durch eine entsprechende Terminpolitik die Notierung eines Reports über der Zinsparität zu beseitigen. Treten aber in größerem Umfang Kassaspekulanten auf, dann muß die Zentralbank, um nunmehr entgegengesetzte Zinsarbitrage-transaktionen zu induzieren, nicht nur einen Report beseitigen, sondern versuchen, den Terminkurs unter den Kassakurs zu drücken. Eine Politik, die bei anhaltender Spekulation wenig Aussicht auf Erfolg hat. Einen Ausweg sieht *Neldner* in solchen Fällen darin, daß der Anreiz zu Kapitalimporten nicht durch Termininterventionen, sondern doch unmittelbar durch die Diskontpolitik herbeigeführt werden muß. Das ursprüngliche Ziel, eine Lösung der Geldpolitik aus ihrer außenwirtschaftlichen Umklammerung, rückt damit aber in weite Ferne.

Insgesamt erscheint die — wenn auch vorsichtig formulierte — positive Beurteilung der Devisenterminpolitik in *Neldners* Arbeit wenig überzeugend. Abgesehen von der gegenüber dem ersten Teil ungeordneten und verwirrenden Darstellung stützt er sich vor allem auf zwei Argumente:

- Termininterventionen der Zentralbank werden von den Spekulanten als Zeichen dafür gewertet, daß mit einer Paritätsänderung in absehbarer Zukunft nicht gerechnet werden kann. *Neldner* versucht diese These im dritten Teil seiner Arbeit mit den grundsätzlich positiven Erfahrungen der amerikanischen Terminpolitik in den frühen sechziger Jahren zu belegen.\* Jedoch ist hier ein Vergleich nur begrenzt möglich, weil zahlreiche andere Faktoren (Zinsverbot für Auslandseinlagen bei deutschen Banken, günstige Zinssätze für Dollareinlagen auf dem Euro-Dollarmarkt, Berlinkrise, usw.) eine massive Flucht aus dem Dollar und damit eine Zuspitzung der Abwertungsspekulation verhinderten. In äußerst kritischen Situationen kann auch *Neldner* nicht ausschließen, daß Termininterventionen letztlich nur als Scheinmanöver angesehen werden.
- Der Zentralbank gelingt es, durch geeignete Manipulationen des Terminkurses einen großen Teil der Spekulation auf den Terminmarkt abzu-drängen. Diese These setzt bei einem abwertungsbedrohten Land voraus, daß der Terminkurs unter den Kassakurs gedrückt werden kann. Gelingt dies angesichts einer massiven spekulativen Nachfrage nach Termindevisen nicht, so muß erneut die Diskontpolitik in den Dienst der Zahlungsbilanz gestellt werden, so daß der Terminpolitik bestenfalls ergänzende Funktionen zuerkannt werden können.

Positiv bleibt hervorzuheben, daß es *Neldner* gelingt, eine Reihe von Argumenten gegen die Terminpolitik zu entkräften, die auf unrichtigen oder zu weit gefaßten Vorstellungen über die Aufgaben und Möglichkeiten einer solchen Politik beruhen.

Der eigentliche Wert aber, der dieses Buch trotz seiner Mängel lesenswert macht, liegt darin, daß *Neldner* ein Kursbildungsmodell entwickelt hat, das in klarer und straffer Form die Aktivitäten aller am Devisenhandel beteiligten Wirtschaftssubjekte erfassen kann. Die mangelnde Berücksichtigung der Kassaspekulation ist dabei kaum der beschränkten Aussagekraft des Modells anzulasten, da es ohne weiteres gelingen würde, sie in geeigneter Form einzufügen.

Manfred Willms, Kiel

---

\* Die Devisenterminpolitik der Deutschen Bundesbank scheidet für eine praktische Überprüfung dieser These aus, da sie mit einer „Intervention auf dem Terminmarkt“ im Sinne des Modells nicht vergleichbar ist. Die Bundesbank intervenierte nicht auf dem freien Markt, sondern setzte Swapsätze fest, zu denen sie bereit war, Termingeschäfte abzuschließen. Hinzu kommt, daß solche Geschäfte ausschließlich Geschäftsbanken vorbehalten waren und die hierbei erworbenen Mittel nur zur Finanzierung bestimmter Transaktionen verwendet werden konnten.



*Röper*, Burkhardt: Die Wettbewerbsfunktion der deutschen Sparkassen und das Subsidiaritätsprinzip; Volkswirtschaftliche Schriften Heft 198, Duncker & Humblot, Berlin 1973, 200 S., DM 48,—.

Es ist auf ein Buch aufmerksam zu machen, das unter historischen, vor allem aber auch unter aktuellen struktur- und wettbewerbspolitischen Gesichtspunkten mehr Interesse verdient, als ihm bisher entgegengebracht wurde. Besonders die deutschen Sparkassen und ihre Konkurrenten sollten von der günstigen Gelegenheit Gebrauch machen, sich von der eingerissenen Pragmatismuseideologie zu lösen und diesen Einstieg in ein besseres Selbstverständnis zu benutzen.

Burkhardt *Röper* beschäftigt sich in leicht verständlicher Fassung mit einem ziemlich peinlichen Irrtum im Wettbewerbsbericht der Bundesregierung (Bundstags-Drucksache V/3500), in dem einerseits die Fortentwicklung der Sparkassen einem nicht näher definierten „Subsidiaritätsprinzip“ unterworfen, andererseits aber — kräftig unterstrichen von Mitgliedern der Bundesregierung — die Wettbewerbsfunktion der Sparkassen proklamiert wird. Außerdem aber wird in dem Bericht mehrfach ausgeführt, daß die öffentlichen Kreditinstitute lediglich eine Ergänzungsfunktion hätten. Der Arbeit *Röpers* lag ein Gutachtenauftrag des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes zugrunde, der den Verfasser um eine intellektuelle Aufhellung dieser sich verwirrend kreuzenden Postulate gebeten hatte. Die Prinzipien Subsidiarität und Wettbewerb liegen auf unterschiedlichen Ebenen, deren logische Beziehungen nicht ohne weiteres einsichtig schienen.

Die Ausgangslage ist nun vor allem deswegen schwierig, weil bei dem notorischen Defizit des Publikums an sozialphilosophischen Grundlagen der Sinngehalt des im Wettbewerbsbericht angewendeten Subsidiaritätsbegriffs verschwommen bleibt. Dem juristisch vorgebildeten Leser des Berichts mag der Begriff auf den ersten Blick suggerieren, daß hier vielleicht die formale Organisationsregel gemeint sei, nach der eine subsidiäre Zuständigkeit erst zum Zuge kommt, wenn eine bestimmte andere Zuständigkeit nicht ausgeschöpft wird, wie etwa bei der konkurrierenden Gesetzgebung von Bund und Ländern. Dieses banale Organisationsprinzip kann jedoch, wie *Röper* bemerkt, in dem Wettbewerbsbericht kaum gemeint sein, weil es ein vertikales, hierarchisches Organisationsschema voraussetzt. Das „Subsidiaritätsprinzip“ als Verhaltensregel für übergeordnete Machttträger auf die Wettbewerbsverhältnisse zwischen Sparkassen und privaten Banken anzuwenden, ist offensichtlich sinnlos.

Zu Recht hebt *Röper* daher hervor, daß die Verfasser des Berichts vernünftigerweise nur das sozialphilosophisch begründete Subsidiaritätsprinzip im Auge gehabt haben könnten, das das „Recht des kleineren Lebenskreises“ und den Gedanken der Selbstverwaltung begründet. Aber gerade wenn man diesen philosophischen Sinn dem Begriff zugrunde legt, erbringt der Wettbewerbsbericht immer noch keine logisch begründbaren Ergebnisse, sondern allenfalls politisch motivierte Forderungen, deren Schlüssigkeit ungeprüft bleibt.

Das nährt dann doch den Verdacht, daß sich die Verfasser des Berichtes über die Problematik des Subsidiaritätsbegriffs, obgleich er eigentlich die ideologische Basis ihrer Arbeit abgeben sollte, nicht hinreichend informiert hatten. Oder sollte hier ein philosophischer Begriff passend gemacht werden? Oswald von Nell-

*Breuning* hat jedenfalls die Bezugnahme auf das Subsidiaritätsprinzip in dem Wettbewerbsbericht schlicht einen „Mißgriff“ genannt und macht in seiner verständlichen Verärgerung sogar *Röper* indirekt den Vorwurf, sich mit dergleichen Unfug auf 200 Seiten auseinanderzusetzen (Stimmen der Zeit, September 1973).

Wer sich indessen von amts- oder berufswegen um ordnungspolitische und strukturpolitische Fragen des Kreditgewerbes zu kümmern hat, der sollte dem Verfasser eigentlich für seine relative Ausführlichkeit dankbar sein. *Röper* betrachtet das Begriffepaar ausführlich vor dem Hintergrund sowohl der sozialhistorischen als auch der aktuellen Entwicklung in der Kreditwirtschaft. In einem weiteren Kapitel führt er den Leser in die Bedeutung des (sozialphilosophisch verstandenen) Subsidiaritätsprinzips in der Wirtschafts- und Sozialpolitik und insbesondere im öffentlich-rechtlichen Bereich ein. In komprimierter Form werden am Schluß des Buches die Debatte im Kreditgewerbe über das Subsidiaritätsprinzip mit Argumenten und Gegenargumenten wiedergegeben und das Fazit gezogen: „Das von der christlichen Soziallehre entwickelte Subsidiaritätsprinzip ist als Richtschnur für die Aufgabenstellung kommunaler Sparkassen nicht anwendbar. Ordnungspolitisch widerspricht es dem Grundsatz optimaler Wettbewerbsanwendung.“

Das Buch beschäftigt sich mit einer Pseudophilosophie, die von der Verwaltung eigens erfunden wurde. Dies mag für den Philosophen uninteressant sein. Für den wissenschaftlich verpflichteten Wirtschaftspolitiker hingegen, zu dessen täglichem Brot die standhafte Auseinandersetzung mit solchen Abstrusitäten gehört, ist *Röpers* klärende Untersuchung ein nützliches Kabinettsstück, aus dem er nicht nur Belehrung, sondern sogar ein wenig Trost zieht.

Wolf-Dieter Becker, Bonn

Proceedings of the First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy, herausgegeben von Karl *Brunner*; Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 1, Duncker & Humblot, Berlin 1972, 410 Seiten, brosch. DM 68,—.

Die Geldpolitik ist international auf dem Wege, den zentralen Platz in der Konjunktur- und Stabilitätspolitik einzunehmen. Ein deutliches Zeichen hierfür sind die sich häufenden und verstärkenden internationalen Währungskrisen, die nicht zuletzt durch den fehlenden Gleichklang der nationalen Geldpolitiken Impulse erhalten. Ob das Vordringen der Geldpolitik nun überzeugenden wissenschaftlichen Argumenten zuzurechnen ist oder der Tatsache, daß die Geldpolitik politisch bequemer ist, muß angesichts der bestehenden Auffassungsunterschiede auf diesem Gebiet offen bleiben.

Soweit derartige Meinungsverschiedenheiten mangelnder Kommunikation über die internationalen Forschungsergebnisse zuzuschreiben sind, hat sich eine Gruppe von Ökonomen um Karl *Brunner* und Allan H. *Meltzer* die Aufgabe gestellt, die „geldtheoretische Diskussion in Deutschland wie auch in anderen europäischen Ländern aus dem verengten heimischen Blickwinkel“ herauszuführen. Wenn diese missionarisch anmutende Aufgabenstellung für europäische



Geldtheoretiker etwas provokatorisch klingt, so ist dies durchaus gewollt. Die bisherigen Erfahrungen des Konstanzer Seminars on Monetary Theory and Monetary Policy — im Sommer 1973 bereits zum vierten Mal abgehalten! — bestätigen jedenfalls, daß diese Herausforderung der monetaristischen Konzeption an die stärker keynesianisch orientierte Linie für beide Seiten wertvolle Anregungen zur Überprüfung ihrer Positionen geben kann.

Die während des ersten Konstanzer Seminars 1970 zur Diskussion gestellten Arbeiten geben einen guten Abriss der theoretischen Konzeption des Monetarismus und wurden daher, um eine Ausweitung der Diskussion zu ermöglichen, vollständig veröffentlicht. Insgesamt handelt es sich um neun Referate, denen eine überblickhafte Zusammenfassung in deutscher Sprache von Manfred J. M. Neumann, Konstanz, vorangestellt ist.

Dem einleitenden Referat unter dem Thema „Monetary Hypothesis of Economic Fluctuations“ von *Brunner* und *Meltzer* kommt insofern eine besondere Stellung zu, als es die monetaristische Position umreißt. Die darin enthaltene, zentrale monetaristische Hypothese, die darauf abstellt, Art und Umfang monetärer Impulse zur Destabilisierung der Wirtschaft zu erklären, basiert auf folgenden vier Teilhypothesen: „(1) Der Transmissionsmechanismus ist nicht nach Art der *Keynes*schen Analyse zinstheoretisch, sondern preistheoretisch zu erklären; Grundlage einer solchen Erklärung ist die im Laufe des letzten Jahrzehntes entwickelte Theorie der relativen Preise, deren Besonderheit in der Berücksichtigung der Rolle von Informations- und Anpassungskosten besteht. Diese Kosten sind marginal weder Null noch unendlich, wie das in den beiden Extremfällen des bekannten IS-LM Diagramms unterstellt wird, sondern positiv und endlich. (2) Die von der traditionellen Theorie behauptete generelle Instabilität des privaten Sektors infolge schwankender Grenzproduktivität des Kapitals wird verneint. Stattdessen wird der staatliche Sektor als Hauptquelle von Instabilitäten angesehen, die vom privaten Sektor aufgefangen und abgeschwächt werden. (3) Dominierender Impuls- und damit dominierender Instabilitätsfaktor sind monetäre Impulse. Der Einfluß anderer Faktoren wird damit nicht verneint, jedoch als vergleichsweise unbedeutend angesehen; das gilt auch für die Fiskalpolitik. (4) Es wird zwischen aggregativen und allokativen Kräften unterschieden, wobei entgegen der gängigen Leitidee der ökonomischen Modellpraxis den allokativen Kräften ein relativ geringer Einfluß auf die Wirtschaftsaktivität zugerechnet wird. . . .

Als wichtigstes Ergebnis ihrer Analyse stellten *Brunner/Meltzer* heraus, daß das Geldmengenwachstum für sich ohne Bedeutung für die Bewegung der Wirtschaftsaktivität sei, weil die Antizipationen zu kompensierenden Effekten führten, sobald eine beliebige Wachstumsrate genügend lange aufrechterhalten werde. Von ausschlaggebender Bedeutung für die Wirkung monetärer Impulse auf die Wirtschaftsaktivität seien dagegen Akzelerationen und Dezelerationen der Wachstumsrate. Eine Akzeleration beispielsweise wirke zunächst expansiv auf Output und Beschäftigung, weil die Informations- und Anpassungskosten Preis- und Lohnänderungen verzögerten. Diese Kosten verzögern auch die Anpassungen der Erwartungen bezüglich mittelfristiger Marktentwicklungen sowie der längerfristigen Preisbewegungen relativ zur monetären Akzeleration. Sofern die Akzeleration beendet werde, bewirkten die von der vergangenen

Akzeleration induzierten Rückkoppelungseffekte eine Aufhebung der Output- und Beschäftigungsexpansion. Die erreichte höhere Wachstumsrate der Geldmenge beeinflusse dann längerfristig hauptsächlich das Preisniveau.“\*

Ergänzend hierzu stellt Leonell C. *Andersen* unter dem Thema „Properties of a Monetarist Model for Economic Stabilization“ ein von ihm und K. M. *Carlson* entwickeltes monetaristisches Modell zur Diskussion, in dem die kurz- und langfristigen Wirkungen alternativer Änderungen der monetären Wachstumsraten getestet wurden mit dem Ergebnis, daß im Gegensatz zur Fiskalpolitik von einer Änderung des Geldmengenwachstums langfristig nur nominelle, also Preiswirkungen ausgehen. Daraus wird abgeleitet, daß sich die Geldpolitik lediglich zur Inflationskontrolle eignet.

In den Referaten von D. *Dimitrijevic*, Determinants of the Money Supply in Yugoslavia, von H. *Irmeler*, The Deutsche Bundesbank's Concept of Monetary Theory and Monetary Policy, von M. J. M. *Neumann*, Bank Liquidity and the Extended Monetary Base as Indicators of German Monetary Policy, von J. *Siebke*, An Analysis of the German Money Supply Process: The Multiplier Approach, von M. *Willms*, An Evaluation of Monetary Indicators in Germany, von M. *Fratianni* und P. *Savona*, The International Monetary Base and the Euro-Dollar-Market und von F. *Ritzmann*, Some Liquidity Aspects of the Swiss Monetary System stellen demgegenüber Ausschnitte aus der bisherigen geldtheoretischen und geldpolitischen Sicht im europäischen Raum zur Diskussion. Dabei fällt auf, daß leider weder innerhalb der Palette der zur Diskussion gestellten Referate noch unter den drei in dem Beiheft angedruckten Comments eine abgerundete Antiposition zur monetaristischen Konzeption angeboten wird.

Eines macht das erste Konstanzer Seminar — ebenso wie die folgenden Veranstaltungen dieser Art — deutlich: Die Vertreter der monetaristischen Konzeption haben ihre Thesen sorgfältig empirisch abgestützt. Das „gegnerische“ Lager beschränkt sich dagegen weitgehend auf kritische Anmerkungen zu partiellen Problemen auf der Grundlage der Plausibilität. Würde die Herausforderung der Monetaristen von den Gegnern nicht als ein Signal verstanden, sich in den Schmollwinkel zurückzuziehen, sondern als Anreiz zur konstruktiven Kritik, so hätte das Konstanzer Seminar seine Aufgabe erfüllt. Einen wichtigen Ansatzpunkt zur Kritik an den monetaristischen Thesen bietet die empirische Auseinandersetzung mit den distributiven und allokativen Wirkungen einer monetaristischen Steuerung. Hieraus dürften sich interessante Beurteilungsgrundlagen für die Vereinbarkeit dieser Form der Geldpolitik mit dem geltenden wirtschafts- und sozialpolitischen Zielkatalog ergeben.

Eberhart Ketzler, Bonn

---

\* Manfred J. M. *Neumann*, Konstanzer Seminar of Monetary Theory and Monetary Policy, Kredit und Kapital, 4. Jg. 1971, S. 84 ff.