

## Buchbesprechungen

Wolfgang Filc und Claus Köhler (Hrsg.): Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt. Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Band 26. Duncker & Humblot, Berlin 1990. 221 S., Lw. DM 112,–.

Die vorliegende Aufsatzsammlung enthält die überarbeiteten Beiträge, die Gegenstand des dritten Symposiums des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung vom 23. bis 25. Februar 1990 waren. Erörtert wurden vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion um mögliche wohlfahrtssteigernde Wirkungen einer internationalen Kooperation in der Wirtschaftspolitik Themen aus dem Bereich der Zusammenhänge zwischen Finanz-, Devisenmärkten und güterwirtschaftlicher Aktivität.

Nach allgemeinen Darstellungen über neuere Sichtweisen und Forschungsergebnisse zur Theorie der Finanzmärkte, der Unsicherheit und der Kooperation liegt der Schwerpunkt der Beiträge in der theoretischen wie empirischen Analyse von erratischen Wechselkursbewegungen und deren mögliche negative Auswirkungen im Sinne zunehmender Unsicherheit durch die Erwartungsdestabilisierung. In diesem Zusammenhang wird im Vergleich zu bisher isoliert vorgenommenen, abwehrenden Marktinterventionen einzelner Länder eine koordinierte Vorgehensweise in wirtschaftspolitischen Bereichen diskutiert.

Im einführenden Artikel stellt R. H. Schmidt (Informationsökonomie und Preisentwicklung an den Finanzmärkten: Abschied von neoklassischen Vorstellungen) der „efficient market hypothesis“ zur Erklärung der Vorgänge auf den Finanzmärkten eine andere, in den Rahmen der „Neuen Institutionenökonomik“ einzuordnende Sichtweise gegenüber, deren Implikationen er als Abkehr von den bisherigen unrealistischen, neoklassischen Optimierungsvorstellungen über das Funktionieren von Märkten interpretiert. Ausgehend davon, daß die Theorie „effizienter“ Kapitalmärkte zur Bildung „richtiger“ Erwartungen führt, werden über den „Preisbildungsprozeß als Informationsaggregator“ auch nur teilweise informierte Marktteilnehmer im Marktgleichgewicht aus der Beobachtung des Kurses heraus auf die Informationen anderer zurückschließen und insofern genauso gute Entscheidungen wie unter vollständiger Information treffen. Demgegenüber stellt die neuere Forschung über die empirisch zahlreich nachgewiesenen Anomalien auf den Kapitalmärkten die Geltung der Effizienzthese in Frage, so daß die unrealistische Annahme über die Gleichverteilung von Informationen über die wertbestimmenden Gutseigenschaften auf einem Markt nunmehr aufgegeben wird (zugunsten der ASIV-Annahme). Gemäß dieser neueren Erkenntnisse zur Informationsökonomik kann es zum nicht mehr pareto-optimalen Zustand der „adverse selection“ auch auf Finanzmärkten kommen, weil durch das informationsbedingte Marktversagen vorteilhafte Transaktionen in der theoretischen Gleichgewichtsanalyse nicht mehr zustande kommen. Das führt zum Ergebnis einer nicht mehr markträumenden Kreditrationierung. Schmidt untersucht deshalb in diesem Zusammenhang vertraglich-institutionelle „kooperative“ Lösungen zwischen Finanzmarktteilnehmern im Rahmen der Principal-Agent-Theorie, um

den aus der ASIV resultierenden Informationsverlust (in Form von sogenannten „agency costs“) zu minimieren. Aber solche institutionalisierten bzw. (außer-)vertraglichen Regelungen und Kontrollen führen wiederum zu (jedoch geringeren) sogenannten „monitoring and bonding costs“. Schmidt betont die Vorteilhaftigkeit zusätzlicher informationsökonomischer Überlegungen für die Beurteilung der institutionellen Aspekte des Finanzierungssystems bzw. der Geldpolitik im makroökonomischen Gesamtzusammenhang, ohne jedoch daraus allgemeinverbindliche Rezepte für die Geldpolitik abzuleiten.

Wie Schmidt unterstreicht auch H.-J. Heinemann (Aspekte der Ordnungs- und Prozeßpolitik in einer unsicheren Weltwirtschaft) die Wichtigkeit von gemeinsamen institutionell-ordnungspolitischen Grundvorstellungen im Rahmen internationaler Kooperationsformen. Er warnt in diesem Zusammenhang vor einer übersteigerten Harmonisierungseuphorie angesichts der vollständigen Öffnung der Märkte im zukünftigen gemeinsamen europäischen Binnenmarkt. Dadurch würden zwar positive Wachstums- und Einkommenseffekte erzeugt, aber gleichzeitig würden die Stabilitätsrisiken zunehmen. Wenn diese Risiken in Ländern mit hohem bzw. steigenden materiellen Wohlstand stärker gewichtet würden, könnten im Zusammenhang mit der generell durch erratische Wechselkursschwankungen zugenommenen Unsicherheit in der Weltwirtschaft wohlfahrtsmindernde wechselkurs-protektionistische Abwehrmaßnahmen insbesondere seitens des EG-Auslands gegenüber der „Festung Europa“ in Erwägung gezogen werden. Diese Hypothesen versucht Heinemann modelltheoretisch zu belegen. Er kommt jedoch zu dem Ergebnis, daß die weltwirtschaftlichen Instabilitäten weniger auf die zunehmende internationale Verflechtung an sich, sondern auf die dabei besonders wirksamen Störungen aufgrund von Veränderungen in Zielen und Maßnahmen in der Wirtschaftspolitik zurückzuführen sind. In solch einer unsicheren Weltwirtschaft können deshalb mit weitergehender Liberalisierung der Güter-, Faktor- und Kapitalmärkte Optimalbedingungen dadurch allein nicht erreicht werden, sondern die gestiegenen Unsicherheiten müssen durch ergänzende internationale Kooperationslösungen, also durch gegenseitig respektierte, institutionalisierte Regelwerke, vermindert werden, was in spieltheoretischen Ansätzen gezeigt wurde.

Mit diesem Problem befaßt sich der Beitrag von B. Reszat (Spiele ohne Sieger – Nutzen und Probleme internationaler Kooperation der Wirtschaftspolitik). Sie stellt die Frage, ob die unter zunehmender Unsicherheit agierende Wirtschaftspolitik Erkenntnisse solcher spieltheoretischen Ansätze nutzen sollte. Zunächst werden die spieltheoretischen Szenarien im traditionellen Rahmen des „Gefangenen-Dilemmas“ analysiert, welcher jedoch – weil er auf statischen bzw. restriktiven Modellannahmen basiert – als realitätsfern verworfen wird. Erst die Dynamisierung durch Berücksichtigung sich wiederholender sogenannter „Sozialer Spiele“, welche Lern-, Erfahrungs-, Kommunikations- wie Verhandlungsprozesse durch die Möglichkeit sanktionierender Reaktionen der Mitspieler besser erfassen, kann über mögliche Strategiekorrekturen den sich fortlaufend wandelnden Rahmenbedingungen, unter denen in der Realität Politik betrieben wird, Rechnung tragen. Insofern existiert ein breites Spektrum an Kooperationsmöglichkeiten. Von derartigen speziell vereinbarten „Spielregeln“ mit oder ohne Überwachung durch internationale Institutionen oder ähnlichem hängt es ab, ob die Akteure Kompromisse im Rahmen eines gemeinsam definierten „Gesamtnutzens“ schließen, oder ob divergierende Interessenlagen und unterschiedliche Verhandlungsmachtkonstellationen bzw. Koalitionsbildungen über z.B. Bluffs



und Täuschungspolitiken eine mögliche kooperative Lösung wieder unwahrscheinlich machen. Von daher lassen sich diese Ergebnisse derartiger spieltheoretischer Experimente nicht ohne eine genaue Spezifizierung des zugrundeliegenden Spiels auf die praktische Ausgestaltung internationaler Kooperationspolitik übertragen. Erst dessen exakte Konkretisierung durch eine interdisziplinäre Einbeziehung soziologischer, historischer und psychologischer Aspekte auch seitens der Theorie internationaler Politik würde praktische Schlußfolgerungen für eine koordinierte Wirtschaftspolitik erlauben.

W. Gaab (Möglichkeiten und Grenzen des Erkennens spekulativer Bubbles an den Devisenmärkten) gibt vor dem Hintergrund der seit 1973 verstärkt auftretenden kurzfristigen Fluktuationen der Wechselkurse einen Überblick zur Diskussion, ob überhaupt bzw. inwieweit diese Instabilitäten durch sogenannte „Bubbles“ als Abweichungen von den durch fundamentale Faktoren determinierten Wechselkursen erklärbar sind. Trotz umfangreichen Forschungsbemühens ist nach wie vor keines der vielfältigen, immer weiter verfeinerten Wechselkurs-Modelle in der Lage, die Wechselkursentwicklung ex-post über einen längeren Zeitraum befriedigend zu erklären. Insofern stellt sich die neuere theoretische Forschung die Frage, inwieweit spekulative Aktivitäten bzw. rationale Bubbles – ausgelöst durch z.B. psychologische Faktoren oder beruhend auf technischen Chart-Analysen – zumindestens kurzfristig die Wechselkursentwicklung auch an informationseffizienten Märkten beeinflussen können, indem sich die durch solche extrinsischen Informationen gebildeten „irrationalen“ Erwartungen von selbst erfüllen. Den problematischen Nachweis der Existenz solch rationaler Bubbles auf Finanzmärkten versucht Gaab – ausgehend von einem einfachen Asset-Market-Modell – durch ausgewählte Modellspezifikationen insbesondere bezüglich der Erwartungsbildung, theoretisch wie empirisch zu verdeutlichen. Ohne ein neues eigenes Modell zu entwickeln, weisen Gaabs Ausführungen dabei auf das Dilemma hin, daß für die empirische Interpretation von hohen Wechselkursschwankungen als Bubbles die zugrundeliegende Modellstruktur unbedingt die korrekte Spezifikation der fundamentalen Einflußfaktoren einschließlich der Erwartungen erfordert, deren relative Einflußstärke aber wiederum im Zeitverlauf einem Random-Walk-Verhalten unterliegt. Abgesehen davon, daß kein allgemeiner Konsens über das zugrundeliegende Wechselkursmodell besteht und die verwendeten Parameterschätzungen allgemein kritisierbar sind, betont Gaab die Gefahr, eine Ablehnung der Nullhypothese, daß kein Bubble vorliegt, als Existenz eines solchen zu interpretieren; denn bubble-ähnliche Wechselkurspfade können sich auch in Reaktion auf fundamentale Determinanten ergeben, was die overshooting-Hypothese und das Peso-Problem verdeutlichen. Insofern bleibt auch die Rechtfertigung einer aktiven Wechselkurspolitik unsicher, so daß der Erfolg einzelstaatlicher bzw. international koordinierter Interventionen letztendlich vor allem von ihrem Beitrag zur Stabilisierung dieser unsicheren Erwartungsbildung auf den Märkten abhängt.

Mit dem gegenwärtig populären Wechselkursmanagement durch internationale Kooperation seitens der großen Industrieländer beschäftigt sich auch die umfangreiche ökonometrische Analyse von *Wolfgang Filc* und *Attiat F. Ott* (Is there a systematic relationship between coordinated economic policies and the movement of the Dollar exchange rate), die davon ausgehen, daß in der zur Zeit umstrittenen Debatte um die Reformierung des Wechselkurssystems, das beobachtete Misalignment der Wechselkurse hauptsächlich eher durch falsche Politikgestaltung bzw. vor allem durch eine fehlende internationale Kooperation in der Fiskalpolitik bedingt wird als durch das

Floating-Regime an sich. Mittels Verfahren der Zeitreihenanalyse bzw. über Dummy-Regressionen versuchen die Verfasser anhand des stochastischen Verhaltens des Dollarkurses am deutschen Devisenkassamarkt zu zeigen, daß im Vergleich zur eher nicht-kooperativen Phase von 1985 der Übergang zu einer koordinierten wirtschaftspolitischen Konzeption mit den Vereinbarungen des Plaza- respektive Louvre-Accords (in Richtung eines target-zoning) zu einem tendenziellen Abbau der Unsicherheiten am Devisenmarkt geführt hat. Die untersuchten Zeitperioden bestätigen, daß ein international abgestimmtes, wirtschaftspolitisches Verhalten zwischen Regierungen und Zentralbanken inklusive koordinierter Devisenmarktinterventionen das kurzfristige Verhalten wie den längerfristigen Trendverlauf des Dollarkurses besser beeinflussen können als isoliert vorgenommene Interventionen einzelner Länder, solange das koordinierte Vorgehen insbesondere zu einer auf Glaubwürdigkeit beruhenden Erwartungsverstetigung bei den Wirtschaftssubjekten beiträgt.

Mit den realen Wirkungen der im flexiblen Wechselkurssystem zugenommenen Wechselkursrisiken auf den Außenhandel und auf das Wohlfahrtsniveau befaßt sich die ökonometrische Analyse von *Anneliese Herrmann* (Wechselkursrisiko und Außenhandel), deren Beitrag einen Extrakt umfangreicher Studien des IFO-Instituts bezüglich der Wechselkurseffekte auf die Außenhandelsströme von vier Industrieländern und auf das Unternehmensverhalten in der Bundesrepublik wiedergibt. Die Studien setzen sich dabei mit den verschiedenen Arten von Wechselkursrisiken und insbesondere dem ökonometrischen Problem ihrer Meßbarkeit auseinander, wobei verschiedene Risikomaße entwickelt und geschätzt werden, um die ermittelten Untersuchungsergebnisse besser zu fundieren. Diese Resultate müssen dabei je nach regionaler bzw. branchenmäßiger Disaggregation der Außenhandelsströme differenziert beurteilt werden. Insofern ergibt sich als Folge der gestiegenen Wechselkursinstabilitäten seit 1973 weniger eine Reduktion der globalen Handelsströme als vielmehr deren Verlagerung in Regionen mit stabileren Wechselkursrelationen, so daß man z. B. von einer relativen Begünstigung des Außenhandels im EWS-Fixkursraum sprechen kann. Jedoch reagieren dort die an relative Wechselkursstabilität gewohnten Unternehmen insofern auf als dauerhaft angesehene Leitkursänderungen im EWS ausgeprägter. Wichtig erscheint auch die Feststellung einer indirekten Beeinträchtigung der Handelsströme durch das Überwälzen der Wechselkursrisiken in erhöhte Außenhandelspreise seitens der Unternehmen, so daß Wechselkursschwankungen über unternehmerische Abwehrstrategien die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt grundsätzlich beeinträchtigen, selbst bei einem nicht nachweisbaren direkten Einfluß auf die Außenhandelsströme.

Weitere Beiträge befassen sich mit speziellen Problemen im Zusammenhang mit der Kooperationsforschung. *Peter Bofinger* (Finanzinnovationen und internationaler Kooperationsbedarf in der Geldpolitik) geht der Frage nach, inwiefern das Phänomen finanzieller Innovationen einen besonderen internationalen Kooperationsbedarf im geldpolitischen Bereich hervorrufen würde. Je nach der betrachteten Innovationsform und abhängig vom untersuchten Land kommt er zu differenzierten Schlußfolgerungen. Kooperationsanforderungen an Zentralbanken könnten sich unter anderem in dem Maße ergeben, wie das Zusammenspiel von Future- und Options- mit Kassamärkten die Volatilität von Zinssätzen und Wechselkursen verstärken oder gar spekulative Bubbles erzeugen (vgl. *Gaab*-Beitrag). Jedoch sind die geldpolitischen Implikationen der einzelnen Innovationsprozesse schwer erkennbar, so daß sich insgesamt ein akuter geldpolitischer Kooperationsbedarf der Notenbanken nicht ohne weiteres



ableiten läßt, der zudem von den zugrundeliegenden Währungsordnungen abhängig ist.

*Reinhard Pohl* (Zentralbank und öffentliche Haushalte) diskutiert in seinem Beitrag einen möglichen Reformbedarf – ohne daß es dabei zu gravierenden rechtlich-institutionellen Änderungen im kooperativen Rahmen der Aktivitäten von Bundesbank und Regierung kommt – in den jeweiligen Modalitäten von Ermittlung, Verteilung und Verwendung des seit 1982 erratisch anfallenden Bundesbankgewinns. Untersucht werden dabei Fragestellungen bzw. umstrittene Thesen im Zusammenhang mit den vom Gesetzgeber im Haushaltsgesetz 1989 beschlossenen Änderungen. Die Wirkungsanalyse im volkswirtschaftlichen Kontext erfolgt dabei – wie auch vom Verfasser einschränkend bemerkt – kreislaufanalytisch und nicht im portfoliotheoretischen Modellrahmen welcher wahrscheinlich zu anderen Schlußfolgerungen führen würde.

Nach einer Reihe von Beiträgen, die sich mit den theoretisch möglichen bzw. empirisch empfohlenen Kooperationsbedarfen auseinandersetzen, behandelt die abschließende Darstellung von *Rainer Hellmann* (Der langwierige Prozeß wirtschafts- und währungspolitischer Zusammenarbeit zwischen EG-Staaten) die tatsächliche bis dato praktizierte, wirtschafts- und währungspolitische Kooperation zwischen den EG-Ländern im Hinblick auf das bereits im EWG-Vertrag angestrebte Ziel der verstärkten Konvergenz in den einzelnen Wirtschaftspolitiken. Obwohl die näherrückende Verwirklichung des Binnenmarktes und das im *Delors-Plan* ohne Zeitvorgabe anvisierte Ziel der Wirtschafts- und Währungsunion für Europa dies erfordern, läßt auch die Einheitliche Europäische Akte einen mit zwingenderen Sanktionsmechanismen ausgestatteten, vertraglichen Rechtsrahmen für die weitere integrationspolitische Koordination zwischen den Ländern vermissen. Vor dem (umstrittenen) Hintergrund, daß wirtschaftspolitische Konvergenz einer Führungsrolle durch die Währungspolitik bedarf bzw. der verwirklichte Binnenmarkt erst seine volle Wirkung mit der Einführung der Währungsunion entfaltet, plädiert der Verfasser für den zum *Delors-Plan* alternativen, parlamentarischen *Franz-Bericht*, welcher zu einer verstärkten Kooperation zwingende, kurzfristige Zielvorgaben für den weiteren währungspolitischen Integrationsprozeß vorschlägt. Dieser Meinung muß aber meines Erachtens die historische Erfahrung entgegengehalten werden, daß in Anbetracht des mit ähnlichen zeitlichen Stufenvorgaben versehenen *Werner-Berichts* Anfang der 70er Jahre und der damaligen veränderten weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, das Kooperationsinteresse der einzelnen „Spieler“ und damit der mögliche Wohlfahrtsgewinn von eben solchen exakt zu konkretisierenden Spielsituationen im Zusammenhang mit den sie determinierenden psychologischen, politischen wie historischen Aspekten abhängt (vgl. *Reszat*-Beitrag), während eine stringente Vertragsgestaltung für eine in diesem Sinne eine effiziente Kooperation nicht hinreichend ist und durch politisch zu pressierende Zeitvorgaben je nach den äußeren Umständen sogar eher hinderlich als förderlich sein könnte.

Stefan W. Nuck, Freiburg i. Br.

*Andrea Rösinger*: Geldangebot und monetäre Kontrolle in einem Entwicklungsland. Ein systemdynamisch-ökonomisches Computersimulationsmodell für die Republik Kamerun. Europäische Hochschulschriften, Reihe V, Volks- und Betriebswirtschaft, Band 1051, Verlag Peter Lang, Frankfurt/Main, Bern, New York, Paris 1989. 82 Schweizer Franken.

Am Beispiel der Republik Kamerun, die mit anderen zentralafrikanischen Staaten eine Währungsunion innerhalb der Franc-Zone bildet, wird mit der vorliegenden Arbeit eine empirische Analyse der Geldangebotsstruktur unternommen. Kamerun zeichnet sich durch ein relativ hoch entwickeltes Geldwesen, aber auch durch eine relativ starke Außenhandelsabhängigkeit aus.

Das zentrale Anliegen dieser Studie besteht daher darin, nach den Bestimmungsgründen von Geldmenge und Kreditvolumen in einem System fixer Wechselkurse zu fragen und die Wirkung der Zentralbankinstrumente und das Portfolio-Verhalten der Banken zu analysieren. Hierzu hat die Autorin eine ökonometrisch unterstützte systemanalytische Simulationsstudie durchgeführt, wobei als Pretests vor der eigentlichen Modellbildung sogenannte Tests zur Erfassung von Kausalitäten zur Unterstützung der aufgestellten Hypothesen angewandt wurden. Mit der vorliegenden Untersuchung promovierte die Autorin an der Universität Mannheim.

In einem ersten Schritt grenzt die Autorin die monetäre Basis für ihre Untersuchung ein. Diese Geldbasis läßt sich von der Entstehungsseite in eine internationale und in eine heimische Komponente aufteilen. Die Höhe des umlaufenden Basisgeldes steuert die Zentralbank in Kamerun durch Plafondierung direkt, indem sie das Kreditvolumen begrenzt, aber auch indirekt, wobei sie auf die Zusammensetzung der monetären Basis einwirkt. Ausgehend von der Frage, inwieweit eine Erhöhung der Währungsreserven eine Erweiterung der Geldbasis und damit auch des Geldangebots bedeutet, diskutiert die Autorin den monetären Ansatz der Zahlungsbilanztheorie, um die kausalen Zusammenhänge zwischen der heimischen und internationalen Komponente der Geldbasis zu verdeutlichen. In einem System fester Wechselkurse sind die Zahlungsbilanzsalden unmittelbar mit entsprechenden Veränderungen der inländischen Geldmenge verbunden. Für die kleine, offene und eng mit dem Weltmarkt verflochtene Volkswirtschaft Kameruns sind Preis- und Zinsniveau durch den Weltmarkt determiniert. Daher geht die Untersuchung davon aus, daß auch die Wachstumsraten des realen Sozialprodukts unabhängig von der Geldmarktsituation exogen bestimmt sind. Besteht also auf dem inländischen Geldmarkt ein Nachfrageüberhang, so erfolgt als elastische und unmittelbare Reaktion ein Devisenzufluß, der über den Geldschöpfungsmultiplikator das Geldangebot der Volkswirtschaft erhöht. Im Falle eines Angebotüberhangs käme es dementsprechend über einen Devisenabfluß zu einer Verminderung der Geldmenge. Für den Fall des „kleinen Landes“ Kamerun setzt die Autorin die folgenden Annahmen: Es gilt eine stabile Geldnachfragefunktion. Das Preisniveau in Kamerun ist von der Preisentwicklung in Frankreich abhängig, dem Land, aus dem am meisten importiert wird. Die Zinssätze, da sie von staatlicher Seite fixiert sind, werden nicht in die Betrachtung einbezogen. Das reale Sozialprodukt ist exogen gegeben.

Das geld- und kreditpolitische Instrumentarium der Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC) als einer multinationalen Zentralbank, deren Währungsgebiet mehr als nur ein einziges Land umfaßt, besteht neben der Kreditplafondierung aus der Zinsfixierung und der Rediskontpolitik. Dagegen spielt die Offenmarktpolitik kaum eine Rolle, da lokale Geld- und Kapitalmärkte in der Union Monétaire de l'Afrique Centrale noch nicht weit genug entwickelt sind. Anstelle einer Mindestreserven-Politik schreibt die BEAC Liquiditätskoeffizienten für die Banken vor.

Das Anlageverhalten der Banken wird dadurch beeinflusst, daß in der Franc-Zone freier Kapitalverkehr herrscht, so daß die kamerunischen Kreditinstitute ihre Über-



schußreserve ohne nennenswerte Transaktionskosten auf dem französischen Geldmarkt anlegen können. Bei festen Wechselkursen und freier Währungskonvertierbarkeit sind somit die Fremdwährungsbestände der Banken den Überschußreserven bei der BEAC gleichwertig. Über die Franc-Zone können sich kamerunische Banken neben der Refinanzierung bei der Zentralbank auch Liquidität im Ausland besorgen. Die erforderliche Auslandsverschuldung der kamerunischen Banken und damit die Beschaffung von Liquidität richtet sich vor allem danach, wie hoch die Kreditnachfrage des Nicht-Bankensektors ist, für die sich die Banken nicht bei der Zentralbank refinanzieren können.

Hinsichtlich des Verhaltens des Nicht-Bankensektors unterscheidet die Autorin im Falle Kameruns zwischen dem modernen und dem Subsistenzsektor, die mehr oder weniger unverbunden nebeneinander existieren. Der sehr große Bereich der Subsistenzwirtschaft kennt zwar auch monetäre Tauschbeziehungen, hat jedoch keinen oder nur sehr geringen Kontakt mit Kreditinstituten. Bei der Kreditvergabe der Banken handelt es sich überwiegend um Kredite an den modernen Sektor. Der Anteil der Entwicklungsbanken an dem Kreditvolumen betrug Ende 1987 lediglich 4%. Die in Kamerun beobachteten starken Schwankungen der Nachfrage nach Bargeld und Sichteinlagen reflektieren ebenfalls den großen Subsistenzbereich, wo Bargeld vorwiegend zu Zahlungszwecken dient, aber auch als Wertaufbewahrungsmittel fungiert. Die Nachfrage nach Termin- und Spareinlagen ist dadurch charakterisiert, daß diese Anlagemöglichkeit die einzige Alternative zum Erwerb von Sachvermögen darstellt. Hinsichtlich des staatlichen Einflusses auf den Geldangebotsprozeß ist hervorzuheben, daß in Kamerun die Banken bis zu 10% ihrer Einlagen in Staatspapiere anlegen müssen. Damit hat der Staat neben der Möglichkeit einer Kreditaufnahme im Ausland und der Verschuldung bei seiner Zentralbank auch eine sichere Finanzierungsmöglichkeit im eigenen Bankensystem.

Als Ergebnis der ökonometrisch-systemdynamischen Computersimulation ergibt sich unter anderem, daß die BEAC nur eine begrenzte Einflußmöglichkeit auf das Kreditvolumen in Kamerun hat. Eine ebenfalls vorgenommene Politikvariation im Modell führt zu der Konsequenz, daß von der Autorin die herkömmliche IWF-Strategie der Deflation in Frage gestellt wird, mit der ein chronisches Zahlungsbilanzdefizit bekämpft und langfristig ein angemessenes wirtschaftliches Wachstum erreicht werden soll. Für ein kleines, offenes Entwicklungsland wie Kamerun ist typisch, daß die Exporterlöse sich auf drei Agrarprodukte konzentrieren, deren Preise und Mengen vom Weltmarkt abhängig sind. Für die Anpassungsprogramme in Form der Importsubstitution, der Exportdiversifikation und der Industrialisierung sind aber Importe für Investitionsgüter, Rohstoffe und Zwischenprodukte notwendig.

Manfred Piel, Bonn

*Adolf-Friedrich Jacob und Gerhard Förster: Die Wahl strategischer Standorte im internationalen Bankgeschäft – Ansätze einer Theorie der Finanzplätze.* Gabler Verlag, Wiesbaden 1989. 137 S., DM 68,-.

Im Vorwort ihrer Monographie kündigen *Jacob / Förster* einen ausgiebigen Gang durch das Gebäude der Theorie der Unsicherheit an. Dieser Gang gestaltet sich zwar mitunter ausgesprochen mühsam; aber das Ziel rechtfertigt hier den Weg. Ausgangspunkt ihrer Überlegungen ist die These, die herkömmliche, primär mit relativen

Kostenunterschieden argumentierende Standorttheorie für internationale Finanzzentren könne die derzeitige Standortverteilung der Bankplätze nicht adäquat erklären. Daß mit London, New York und Tokio pro Zeitzone ein Standort derart dominiert, läßt auf Funktionen schließen, die von diesen Standorten, nicht aber von Satellitenmärkten wie z.B. Frankfurt, Chicago oder Sydney erfüllt werden. Bei der Suche nach diesen Funktionen stoßen Jacob / Förster auf die meist in den Datenkranz verbannten Agglomerationseffekte. In einer Verknüpfung institutionen-ökonomischer und unsicherheits-theoretischer Argumente entwickeln sie einen Ansatz, der das Aussehen, die Entstehungs- und die Wirkungsweise von Agglomerationseffekten im Bankbereich näher beleuchtet. Wie die Autoren selbst anmerken, ist ihr Ansatz nicht als Substitut, sondern als Ergänzung der traditionellen Standorttheorie zu verstehen.

Im Mittelpunkt der Überlegungen von Jacob / Förster stehen Ungleichgewichtssituationen auf dem Kapitalmarkt. Das Ziel ihrer Analyse besteht in dem Nachweis, daß dieselben Kräfte, die den Kapitalmarkt zum Gleichgewicht zurückführen, zugleich eine Zentralisierungstendenz bewirken. Ihrer Argumentation legen sie Arrow's state preference-theory zugrunde. In diesem intertemporalen Ansatz versuchen die Individuen, einen über mehrere Perioden reichenden Konsumplan zu erstellen, jedoch stehen sie vor dem Problem, die Güterausstattungen zukünftiger Perioden nicht zu kennen. Die Unsicherheit über zukünftige Umweltzustände und die damit verbundenen Güterausstattungen können die Individuen über den Handel mit zustandsbedingten Wertpapieren (z.B. Optionen) reduzieren. Der Verkäufer einer Option verpflichtet sich zu einem Gütertransfer an den Käufer, wenn der zuvor definierte Umweltzustand tatsächlich eintritt; andernfalls verfällt die Option. Diesen Schutz vor schlechten Umweltzuständen kann der Käufer jedoch nur erwerben, wenn er im Gegenzug bereit ist, für diejenigen Umweltzustände als Anbieter von Optionen zu fungieren, in denen seine eigene Güterausstattung relativ reichlich ist. Eine pareto-optimale Risiko- und Güterallokation ist gegeben, wenn für jede Güterart in jedem Umweltzustand ein solcher Optionsmarkt existiert. Fehlen solche Märkte, gilt das Marktsystem als unvollständig, der Kapitalmarkt ist im Ungleichgewicht.

Können dauerhaft bestimmte Risiken nicht oder nur unvollkommen über den Kapitalmarkt alloziiert werden, entsteht bei den betroffenen Marktteilnehmern ein Bedarf nach neuen Mechanismen, die diese Koordinierungslücken schließen. Sie investieren in neue Institutionen, die diese problemlösenden Mechanismen zur Verfügung stellen. Eine solche Institutionen-Innovation ist die sogenannte Finanzplatzebene; die das Ungleichgewicht auf dem Kapitalmarkt heilenden Mechanismen sind die sequentielle, die innovative und die kommunikative Funktion der Finanzplatzebene.

Zu den Funktionen im einzelnen: Das Ungleichgewicht auf dem Kapitalmarkt kann entweder über die Bildung neuer Marktsegmente geheilt werden oder über Mechanismen, die die Zahl der ins Kalkül einzubeziehenden Umweltzustände (Komplexität der Ereignisstruktur) reduzieren. Ein erster naheliegender Weg sind Informations- und Kommunikationsprozesse, die die Unsicherheit über die Eintrittswahrscheinlichkeit zukünftiger Umweltzustände verringern. Arrow's Informationsparadoxon sowie der „öffentliche Gut“-Charakter von Informationen verhindern jedoch vielfach die Konstituierung von Informationsmärkten. An deren Stelle tritt ein reiner Informations-tausch, der sich auf einen quasi geschlossenen Teilnehmerkreis beschränkt und der eine face to face-Kommunikation erfordert. Möchte ein Marktteilnehmer zu den „Meinungsmachern“ gehören, muß er mithin in einem Finanzzentrum präsent sein (kommunikative Funktion der Finanzplatzebene).



Die innovative Funktion ist weitgehend identisch mit den aus der institutionen-ökonomischen Literatur bekannten Überlegungen: Das Marktsystem wird über die Bildung neuer Kontraktformen (z.B. Finanzinnovationen) vervollständigt. Im Rahmen der sequentiellen Funktion setzen sich *Jacob / Förster* mit dem Problem der Simultanität der Risiko- und der Güterallokation auseinander. An sich ist die Risikoallokation der Güterallokation zeitlich vorgelagert; letztere erfolgt erst, wenn bekannt ist, welcher Umweltzustand herrscht. Jedoch müssen für die optimale Risikoallokation die zukünftigen Güterpreise bekannt sein, sie beeinflussen den Preis der oben skizzierten Optionen. Lediglich im Grenzfall perfekter Voraussicht lassen sich Risiko- und Güterallokation separat bzw. sequentiell optimieren, der Regelfall ist hingegen die simultane Optimierung. In einer Art *tatonnement*-Prozeß tastet sich der Markt an die Gleichgewichtspreise heran. Dieses Herantasten ist um so effizienter, je geringer die damit verbundenen Informations- und Transaktionskosten sind. Und diese wiederum sind minimal, wenn sich die Marktteilnehmer und das Kontraktmaterial (alle Marktsegmente) in einem Punktmarkt konzentrieren.

Daß diese Funktionen in effizienter Weise nur von einem Finanzplatz pro Zeitzone (derzeit London, New York, Tokio) erfüllt und mithin als Ursache für den zunehmenden Konzentrationsprozeß herangezogen werden können, dieser Nachweis ist das Kernstück der Arbeit von *Jacob / Förster*. Der von ihnen eingeschlagene Weg, also die Verknüpfung der Institutionen-Ökonomie mit der Theorie der Unsicherheit, erweist sich als fruchtbar und anregend. Für ähnlich gelagerte Fragestellungen stellt sich dieser Ansatz als interessante Methoden-Innovation dar.

Eine harsche Kritik nicht ersparen kann der Rezensent den Autoren bezüglich ihrer Darstellungsform. Ihre Arbeit enthält originelle theoretische Gedanken, leider ist es ihnen aber auch gelungen, diesen guten Kern sorgsamst zu verpacken. Um ihn zu entdecken, bedarf es entweder einer ausgesprochenen Hartnäckigkeit oder einer souveränen Beherrschung dieses spezifischen Fachgebiets. *Jacob / Förster* führen den Leser im Gebäude der Theorie der Unsicherheit nicht auf den kürzesten Weg zum Königszimmer, sondern sie lassen ihn jeden abgelegenen Seitenflügel einschließlich aller Nebenräume besichtigen. Mit anderen Worten, zahllose Modellverästelungen hätten gekappt werden können zugunsten einer Intensivierung der Hauptargumentationslinien. Somit verbleibt die Frage nach dem Adressatenkreis. Ob *Jacob / Förster* den an Theoriefragen interessierten Bankpraktiker erreichen werden, erscheint dem Rezensenten zumindest fraglich. Mit Gewinn lesen wird diese Arbeit eher der an Kapitalmarktfragen interessierte Theoretiker.

Jochen Michaelis, Freiburg

*Helmut Reisen*: Über das Transferproblem hochverschuldeter Entwicklungsländer. Schriftenreihe: Internationale Kooperation, Band 34. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 1987. 263 S., DM 29,-.

Die vorliegende Dissertation verdient aus zwei Gründen Beachtung: Mit dem „Transferproblem“ behandelt sie ein theoretisch sehr ergiebiges (weil umstrittenes) Thema, und zum anderen stößt sie damit zu einer der Kernfragen der seit 1982 ungelösten Verschuldungskrise der hochverschuldeten Entwicklungsländer vor. Waren Forschungsinstitute und internationale Banken noch 1983 überwiegend der Auffassung, die Hauptschuldnerländer benötigten etwa drei bis vier Jahre zur Wiederherstellung

ihrer Kreditwürdigkeit auf den internationalen Kapitalmärkten, so ist dies bis heute mitnichten eingetreten. *Reisen* legt mit dem Problem der Umkehrung der Finanztransfers den Finger in die Wunde: So hat sich der Nettofinanztransfer von den Entwicklungsländern hin zu den Gläubigerbanken bzw. -staaten bis 1986 (Abschluß der Arbeit) und bis heute weiter dramatisch erhöht und für viele Länder der Dritten Welt den Verlust ihrer internationalen Kreditwürdigkeit zur Folge gehabt. Derartige (negative) Nettofinanztransfers entstehen immer dann, wenn die Nettoauslandskredite der Schuldnerländer nicht ausreichen, um die Zinszahlungen auf die Altschulden (generell: die Nettofaktorzahlungen an das Ausland) zu kompensieren.

Die Arbeit systematisiert das Transferproblem in vier Hauptkapiteln mit (1) der Darstellung der Dimensionen des Finanztransfers, mit (2) der theoretischen Aufarbeitung der Transferliteratur seit den 20er Jahren (deutsche Reparationsfrage: *Dawes-Plan*), die kritisch gewürdigt und mit Blick auf das heutige Schuldenproblem in einigen Aspekten weiterentwickelt wird, mit (3) einem empirischen Vergleich der wirtschaftspolitischen Reaktionen von sieben Hauptschuldnerländern auf hohe und weiter steigende Finanztransfers sowie schließlich (4) einem Katalog von Empfehlungen und Lösungsansätzen.

Der theoretische Teil der Arbeit besticht vor allem dadurch, daß sämtliche drei Aspekte des Transferproblems, nämlich das Aufbringungs-, Übertragungs- und Empfangsproblem, konsequent als zusammengehöriger Komplex analysiert werden. Diese umfassende Sichtweise führt heraus aus den seit der *Keynes / Ohlin*-Transferdebatte vielfach durchgeführten Partialanalysen, die oft nur praktische Grenzfälle zum Gegenstand hatten. Wegbereiter der umfassenden Betrachtung waren vor allem *Machlup*, *Eucken*, *Röpke* und *F. W. Meyer*, deren Erkenntnisse vom Verfasser mit Blick auf das heutige Transferproblem vieler Schuldnerländer mit Gewinn verarbeitet werden. In drei großen Abschnitten werden die Auswirkungen des Transferproblems diskutiert, und zwar auf die Zahlungsbilanz, die *terms of trade* und die mögliche Induzierung von monetären Gegentransfers.

Was das Aufbringungsproblem betrifft, gibt es für die meisten Entwicklungsländer angesichts fehlender Rückgriffsmöglichkeiten auf eigene Währungsreserven keinen anderen Ausweg, als die Nettofinanztransfers intern aufzubringen, d.h. durch Reduzierung der staatlichen und privaten Ansprüche an das eigene Sozialprodukt. Es gibt im Prinzip keinen anderen als den in der Arbeit geschilderten Weg, das innere Aufbringungsproblem auf Dauer wachstumsgerecht und inflationsfrei zu lösen als durch Übertragung von realer Kaufkraft (Realtransfers) an das Gläubiger-Ausland. Mit diesem Aufbringungsproblem und der Abschätzung seiner Auswirkungen sind untrennbar die komplizierten und umstrittenen Fragen verbunden, an welcher Stelle die Anpassung der Realausgaben stattfinden soll („Übertragungsproblem“) und mit welchen Reaktionen seitens der Empfängerländer von Finanztransfers zu rechnen ist („Empfangsproblem“).

Das Ergebnis der empirischen Untersuchungen für sieben große Schuldnerländer (Argentinien, Brasilien, Indonesien, Korea, Mexiko, Philippinen, Venezuela) lautet, daß – mit Ausnahme Koreas – alle Länder am Problem der inneren Aufbringung der Finanztransfers bislang gescheitert sind. Statt die Ansprüche an das eigene Sozialprodukt in dem erforderlichen Ausmaß zu reduzieren, sind sie den „bequemen“ Weg der Steigerung der Inlandsverschuldung und zunehmender Inflation bzw. „Inflationssteuer“ gegangen. Als Folgen diagnostiziert die Arbeit eine Verstärkung der Kapitalfluchtendenzen und des realen Abwertungsbedarfs, wodurch wiederum die



Transferlasten noch verschärft wurden. Besonders kritisiert wird in diesem Zusammenhang die trotz zahlreich vorhandener Einsparungspotentiale mangelnde Bereitschaft der öffentlichen Haushalte zur Aufbringung der Finanztransfers (durch Realausgabenkürzungen) und das zu geringe Aufbringungspotential (Steueraufkommen). Zwar gelang nahezu allen Ländern in der Zeit nach der Schuldenkrise eine Erhöhung ihrer Exportquote, doch hielt die damit korrespondierende erforderliche Steigerung der inländischen Spar- und Investitionsquote in den meisten Fällen nicht Schritt.

Die abschließenden Empfehlungen zur Lösung des Aufbringungsproblems folgen konsequent aus den vorangegangenen theoretischen und empirischen Analysen. Sie richten sich darauf, die möglichen Einsparungspotentiale vor allem bei den Staatsbetrieben und den untergeordneten Gebietskörperschaften stärker zu nutzen, die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren, das Steuersystem grundlegend zu reformieren und die inländischen Ersparnisse zu mobilisieren, letzteres insbesondere durch Verzicht auf die Inflationssteuer. Ebenso werden in einer verstärkten Substitution von Altschulden durch Direktinvestitionen und in einer verstärkten Rückkehr von Fluchtkapital Chancen für eine Entschärfung des Aufbringungsproblems gesehen. Zur Vermeidung von terms of trade-Verlusten schlägt der Verfasser den Verkauf bzw. die Verpfändung vorhandener Rohstoffreserven, die Beseitigung des Protektionismus in den Industrieländern und eine Reihe von währungstechnischen Regelungen vor. Die meisten dieser Empfehlungen sind gewiß nicht neu; dadurch verlieren sie aber keineswegs ihre Berechtigung, zumal wenn es – wie hier – um wirkliche Ansätze zur Lösung des Transferproblems geht.

Dieter Duwendag, Speyer