

Buchbesprechungen

Thomas Lord: Die Performance der Europäischen Währungsordnung. Eine Analyse der Interessenstrukturen im EWS, Schriften zur Geldtheorie und Geldpolitik, Bd. 14, Centaurus Verlagsgesellschaft, Pfaffenweiler 1995, 262 Seiten.

Die wissenschaftliche Auseinandersetzung um das 1979 als System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse gegründete Europäische Währungssystem war von Beginn an zum überwiegenden Teil von einer eher negativen Einstellung geprägt. Diese kritische Distanz zeigt sich bis heute, wenn sich auch der Schwerpunkt der Kritik auf die aktuellen Bestrebungen verschoben hat, eine einheitliche Währung in Europa zu schaffen. In der politischen Auseinandersetzung hingegen dominierten und dominieren bis heute die Befürworter des EWS bzw. der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. So muß in einer rückblickenden Betrachtung sowohl die Gründung des EWS als auch seine weitere Entwicklung eher vor dem politischen Hintergrund als unter ökonomischen Gesichtspunkten gesehen werden.

Lord setzt sich in seiner Arbeit, die als Dissertation von der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg angenommen wurde, mit den Interessenstrukturen der am EWS beteiligten Länder auseinander und geht der Frage nach, welchen Einfluß diese auf die Funktionsweise des EWS haben bzw. im Laufe seiner Entwicklung hatten. In seiner ausführlichen Analyse kommt er zu dem Ergebnis, daß sich die nationalen Interessen der EWS-Mitglieder im Laufe der Zeit verändert haben und daß der De-facto-Zusammenbruch des EWS im Sommer 1993, als die Bandbreiten von $\pm 2,25$ v.H. auf ± 15 v.H. erweitert wurden, auf diese divergierenden nationalen Interessen zurückzuführen ist.

Der Autor gliedert seine Arbeit – neben Einleitung und Schluß – in drei große Abschnitte. Zunächst legt er die theoretischen Grundlagen für seine institutionen-ökonomisch-spieltheoretische Analyse. Im Anschluß daran stellt er detailliert dar, welche institutionellen Arrangements für die Geldpolitik in den wichtigsten Mitgliedstaaten des EWS realisiert sind und welche Hauptelemente der EWS-Vertrag enthält. Abschließend analysiert er die Entwicklung der nationalen Politikstrategien und deren Auswirkungen auf die Entwicklung des EWS.

Zunächst verdeutlicht *Lord*, warum es wichtig ist, Institutionen in die ökonomische Analyse einzubeziehen, wobei er in Anlehnung an die Literatur von einem sehr allgemein gehaltenen Institutionenbegriff ausgeht. Er unterscheidet Institutionen, die eine Lösung für reine Koordinationsprobleme bilden (z.B. die Regel Rechts- oder Linksfahren im Straßenverkehr), und solche, die die notwendige Kooperation in Situationen divergierender Interessen herbeiführen sollen, wobei letztere für die vorliegende Arbeit von besonderem Interesse sind. An diese sehr knappe Einführung in die Institutionenökonomik schließt sich eine Darstellung der wichtigsten spieltheoretischen Begriffe und Zusammenhänge an. Am Beispiel

einer Gefangenen-Dilemma-Situation zeigt der Autor die strategischen Handlungsinterdependenzen der beteiligten Spieler auf und beleuchtet das Problem der Zeitinkonsistenz optimaler Strategien sowie dessen Lösung durch die Herausbildung vertrauensschaffender Institutionen. In einem nächsten Schritt geht er auf das Konzept des relationalen Vertrages ein, das nicht nur die Langfristigkeit der Geltungsdauer, sondern auch die komplexen Strukturen von Verträgen, insbesondere den laufenden Anpassungsbedarf an im vorhinein nicht bekannte Ereignisse und Umweltveränderungen berücksichtigt. In der weiteren Analyse wird der EWS-Vertrag u. a. wegen seiner rechtlichen Unverbindlichkeit und damit der Möglichkeit, das Vertragswerk flexibel an sich ändernde Umweltbedingungen anzupassen, als ein solcher relationaler Vertrag interpretiert.

Im letzten Teil der theoretischen Grundlagen befaßt sich der Autor näher mit der Geld- und Währungspolitik, indem er zunächst das „geldpolitische Spiel“ auf nationaler Ebene und daran anschließend geldpolitische Strategien auf internationaler Ebene analysiert. Dabei steht das Problem der Glaubwürdigkeit von Handlungsankündigungen im Vordergrund der Betrachtung. Die Glaubwürdigkeitsproblematik – so argumentiert *Lord* richtig – ist von zentraler Bedeutung, weil nur eine glaubwürdige Politikankündigung die Erwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte in der Weise beeinflusst, daß die politischen Instanzen ihre Ziele auch realisieren können. Eine wichtige, wenn auch nicht hinreichende Voraussetzung für eine glaubwürdige Geldpolitik ist die unabhängige Stellung der Zentralbank. Allerdings hängt die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht alleine vom Verhalten der Notenbank ab, sondern sie wird auch durch die Politikentscheidungen der Regierung beeinflusst. Damit gewinnt die öffentliche Bewertung des Ziels der Geldwertstabilität auch einen Einfluß auf die Geldpolitik.

Insbesondere im Hinblick auf die Performance des EWS spielt die Glaubwürdigkeit von Politikankündigungen eine wesentliche Rolle. So geht der Autor folgerichtig der Frage nach, ob die Ankündigung eines Wechselkursziels im Rahmen eines Festkurssystems für ein Hochinflationsland ein Mehr an Glaubwürdigkeit gegenüber der Ankündigung eines Geldmengenziels bringt. Die Teilnahme an einem Festkurssystem könnte in einem Hochinflationsland dazu führen, daß dessen Stabilitätspolitik dadurch an Glaubwürdigkeit gewinnt, daß sich die Regierung die Hände bindet, indem sie eine Wechselkursverpflichtung eingeht. Durch diese Wechselkursverpflichtung, so die Argumentation, könne das Hochinflationsland Glaubwürdigkeit aus dem Niedriginflationsland importieren und somit seine Stabilisierungspolitik zu geringeren Kosten durchführen, als es ohne die importierte Glaubwürdigkeit möglich wäre. Allerdings schränkt *Lord* diese Argumentation zu Recht wieder ein, indem er betont, daß obige Schlußfolgerung nur dann richtig ist, wenn durch die Mitgliedschaft im Festkurssystem keine Anreize für das Niedriginflationsland entstehen, seine Stabilitätspolitik aufzugeben. Ein solcher Anreiz könnte aber dadurch gegeben sein, daß die Kosten einer expansiven Politik innerhalb eines Festkurssystems für das einzelne Land sinken, da sich die inflatorischen Effekte – zumindest teilweise – in die Partnerländer übertragen. Ob dieses Argument stichhaltig ist, muß jedoch bezweifelt werden. Im Falle Deutschlands bzw. der Deutschen Bundesbank kann man wohl davon ausgehen, daß sie trotz der Teilnahme am EWS uneingeschränkt an ihrer stabilitätsorientierten Geldpolitik festgehalten hat. Aber auch wenn man diese Argumentationskette unberücksichtigt läßt, kann man nicht ohne Einschränkungen davon ausgehen,

daß innerhalb eines Festkurssystems ein Glaubwürdigkeitsimport in das Hochinflationenland stattfindet. Denn es besteht immer noch ein Anreiz für das Hochinflationenland, seine Selbstbindung aufzugeben und zu einer expansiven Politik zurückzukehren. So kommt der Autor in seiner spieltheoretischen Analyse zu dem Ergebnis, daß die Teilnahme an einem Festkurssystem für das Hochinflationenland nicht notwendigerweise zu einer erhöhten Glaubwürdigkeit führt.

Geht man – *Lord* folgend – zu einer dynamischen Betrachtungsweise über, so könnte die höhere Glaubwürdigkeit innerhalb eines Festkurssystems daher rühren, daß die Kosten der Aufkündigung dieser Verpflichtung höher sind als die kurzfristig erzielbaren Gewinne in Form von Wachstum und Beschäftigung. Geht eine Regierung eine Wechselkursverpflichtung im Rahmen eines Festkurssystems ein, und tut sie dies – wie z.B. im Falle Frankreichs – mit hohem politischen Einsatz, so muß sie bei Nicht-Einhalten dieser Verpflichtung mit einem Reputationsverlust und damit auch mit geringeren Wiederwahlchancen im eigenen Land rechnen. Insgesamt schließt der Autor, daß „es also eine ganze Reihe von möglichen Argumenten für und gegen eine Koordination der Geldpolitiken auf internationaler Ebene [gibt], und nicht eindeutig gesagt werden [kann], daß es sich für beide Länder (das Hoch- und das Niedrinflationenland, S. C.) in jedem Fall zu kooperieren lohnt“ (S. 80). Dies unterstreicht nochmals die eingangs vorgebrachte Vermutung, daß die Teilnahme am EWS weniger ökonomisch als vielmehr aus übergeordneten politischen Motiven erklärt werden muß.

Im weiteren Verlauf der Arbeit geht der Verfasser zunächst allgemein auf die politische und ökonomische Unabhängigkeit als zwei Hauptmerkmale zur Charakterisierung der Unabhängigkeit von Zentralbanken ein, um diese Kriterien dann auf die Deutsche Bundesbank, die Banque de France und die Banca d'Italia anzuwenden. Aus den unterschiedlichen Stellungen der Zentralbanken in den EWS-Mitgliedstaaten leitet er verschiedene Einstellungen hinsichtlich der Priorität wirtschaftspolitischer Ziele wie geringe Inflation oder geringe Arbeitslosenquote ab. Dies belegt er auch anhand eines Vergleiches des Grades der Unabhängigkeit der jeweiligen Zentralbank und der Höhe der im jeweiligen Land realisierten Inflationsrate.

Lord unterstreicht, daß der Erfolg des EWS in den 80er Jahren wohl zu einem Großteil darauf zurückzuführen ist, daß der Vertrag aufgrund seiner rechtlichen Unverbindlichkeit und der fehlenden externen Sanktionsmöglichkeiten den einzelnen Mitgliedstaaten genügend Freiräume eröffnet hat, weiterhin nationale Politikinteressen durchzusetzen. Die Bindungswirkung des EWS war lediglich insofern gegeben, daß ein Austritt aus dem System mit einem hohen Reputationsverlust verbunden gewesen wäre. Aufgrund der beträchtlichen Freiräume, die der EWS-Vertrag eröffnet hat, kann aber auch nicht davon gesprochen werden, daß er als effektives Disziplinierungsinstrument gewirkt hat. So zieht der Verfasser den Schluß, daß weniger der Disziplinierungszwang des EWS, sondern vielmehr ein stabilitätspolitischer Wertewandel in den Weichwährungsländern Anfang der 80er Jahre für die Umorientierung ihrer Wirtschaftspolitik verantwortlich war. Es ist allerdings fraglich, ob es sich vor dem Hintergrund der tief in der Vergangenheit verwurzelten interventionistischen Tradition z.B. im Falle Frankreichs wirklich um einen Wertewandel oder nicht eher um eine wirtschaftspolitische Notwendigkeit gehandelt hat. Diese These wird auch dadurch gestützt, daß die Kapitalmärkte die französische Wirtschaftspolitik für nicht glaubwürdig genug halten.

Diese mangelnde Glaubwürdigkeit drückt sich in dem Zinsgefälle zur Bundesrepublik aus, welches immer noch besteht, obwohl die französische Inflationsrate unter der deutschen liegt.

Die Spannungen im EWS und der Zusammenbruch des Wechselkurssystems im Sommer 1993 sind nach *Lord* darauf zurückzuführen, daß politisch fixierte Wechselkurse von den Märkten nicht als glaubwürdige Politikverpflichtung angesehen wurden. Im Zuge der Verschlechterung der konjunkturellen Situation in den EWS-Mitgliedstaaten antizipierten die Märkte die mangelnde Bereitschaft der Länder, weiterhin an den fixierten Paritäten festzuhalten. So mangelte es dem EWS letztendlich an einem „credible commitment“ seitens der Mitgliedstaaten, nicht nur in guten, sondern auch in schlechten Zeiten ihren Verpflichtungen nachzukommen.

Die Arbeit von *Lord* zeichnet sich durch eine ausführliche Darstellung der relevanten Argumente sowie eine umfassende Literaturrecherche aus. Sie beleuchtet an vielen Stellen interessante Detailspekte sowie geschichtliche Hintergründe. Der Ausblick auf die anstehende Wirtschafts- und Währungsunion hätte jedoch etwas ausführlicher ausfallen können. Insgesamt liefert die Arbeit sicherlich einen Beitrag dazu, die z. T. etwas enge ökonomische Perspektive auszuweiten und die in der Realität dominierenden politischen Faktoren stärker zu berücksichtigen.

Susanne Cassel, Freiburg

Lukas Menkhoff: Spekulative Verhaltensweisen auf den Devisenmärkten, J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen 1995, 248 S.

Wohl kaum ein Bereich der Wirtschaftswissenschaft hat in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten so starke Erschütterungen erfahren wie die Währungstheorie. Das hat zum einen seinen Grund in den politischen und institutionellen Veränderungen, denen das währungspolitische Umfeld immer wieder unterworfen war. Der Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen weltweit Anfang der 70er Jahre, die zunehmende Variabilität der Kurse und Ausdehnung des Handelsvolumens auf den internationalen Devisenmärkten in den 80er Jahren und nicht zuletzt die seit einiger Zeit beobachtbare Tendenz zur Regionalisierung und Bildung von Währungsblöcken haben dazu beigetragen, den Entwurf eines einheitlichen Bildes von den Zusammenhängen, die die Kursentwicklung bestimmen, zu verhindern. Zum anderen bewirkten durch Computerisierung veränderte Verhaltensweisen und neue Informations- und Handelstechniken, aber auch die Zunahme von Währungskrisen und Spekulationswellen, daß herkömmliche Vorstellungen über Erwartungsbildung und Marktreaktionen ins Wanken gerieten. Und schließlich hat die Revolutionierung vieler Wissenschaftszweige durch die „Entdeckung“, daß Zusammenhänge in der Welt häufiger als angenommen nicht-linearer Natur sind, das Ihre dazu beigetragen, traditionelle Forschungsansätze auch im Währungsbereich in Frage zu stellen.

Das alles erklärt, warum es, wie Lukas Menkhoff es ausdrückt, zur Erklärung von Wechselkursbewegungen mittlerweile „keine auch nur überwiegend akzeptierte Theorie (gibt), sondern eine Theorienkonkurrenz von jeweils in sich schlüs-

sigen Ansätzen, die sich gegenseitig ausschließen“. Die Konfrontation dieser Theorien mit der „Realität“, wie sie sich in dokumentierten Aussagen und Einschätzungen von Marktteilnehmern darstellt, ist das Ziel der vorliegenden Monographie, die als Habilitationsschrift an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg angenommen wurde.

Die zentrale These lautet: Devisenmärkte verstehen, heißt vor allem, Spekulation verstehen, da ein Großteil der Aktivitäten auf den Märkten heutzutage spekulativer Natur ist. Die Schwierigkeiten beginnen allerdings bereits mit der Definition von Spekulation, die, wie betont wird, durchaus nicht eindeutig ist. Der Autor wählt *eine* denkbare Möglichkeit, wenn er im weitesten Sinne Transaktionen als spekulativ bezeichnet, die *nur* in Erwartung von Preisänderungen, also nicht etwa mit einem wie auch immer gearteten indirekten Bezug zu sonstigen Aktivitäten der Betroffenen vorgenommen werden. Dabei umfaßt der Kreis der Akteure für ihn nicht nur Banken, sondern auch Unternehmen und institutionelle Anleger, denen mittlerweile ein erheblicher Einfluß auf das Marktgeschehen zugeschrieben wird.

Die Studie gliedert sich grob in zwei Teile, einen allgemeinen, in dem in zwei Kapiteln die gängigsten Theorien zur Erklärung der Wechselkurse vorgestellt und ihre Stärken und Schwächen diskutiert werden, und einen speziellen, der Vorgehensweise und Ergebnisse einer Befragung von über 200 Marktteilnehmern aus verschiedensten Institutionen schildert, die der Autor vor einiger Zeit durchgeführt hat. Das erste Kapitel beschäftigt sich mit dem Erklärungsgehalt sogenannter fundamentaler Theorien. Darunter werden Ansätze verstanden, in denen die Wechselkurse mit Hilfe relevanter „grundlegender“ Einflüsse, die sich aus den jeweils unterstellten wirtschaftlichen Zusammenhängen ergeben, erklärt werden. Dazu zählen beispielsweise das Mundell-Fleming-Modell und die Kaufkraftparitätentheorie ebenso wie allgemeine Portfolio- und Overshooting-Modelle. Das zweite Kapitel widmet sich dann den nicht-fundamentalen Ansätzen, die wirtschaftliche Zusammenhänge bewußt unberücksichtigt lassen. In einer etwas eigenwilligen Unterteilung wird hier unterschieden in Theorien destabilisierender Spekulation, rationale Bubbles, Informationsbubbles, institutionell bedingtes Herding, wirtschaftspsychologische Ansätze und Noise Trading.

Der Autor führt den Leser in einer Tour-de-Force durch den kaum noch überschaubaren Dschungel der Theorien. Er konzentriert sich darauf, allgemeine Strömungen aufzuzeigen und die wesentlichen Merkmale der wichtigsten Richtungen in ihren Grundzügen gegenüberzustellen. Ihm liegt nicht daran, die Darstellung mit einer bis ins Detail gehenden Beschreibung von Wirkungszusammenhängen zu überfrachten und jeden verwendeten Begriff zu erklären. Wer einen bestimmten Ansatz im einzelnen nachvollziehen will oder nach Definitionen sucht, muß sich an andere Quellen halten. (Eine Empfehlung in deutscher Sprache ist in diesem Zusammenhang die ausgezeichnete Studie von Friedrich Thießen: Der kurzfristige Wechselkurs, Frankfurt a.M. 1995.) Diese Vorgehensweise hat Vor- und Nachteile. Auf der einen Seite wird so ein Überblick und eine Einordnung der verschiedenen Ansätze erleichtert, was angesichts der erwähnten Vielfalt äußerst verdienstvoll ist. Auf der anderen Seite wüßte mancher Leser, der mit der Materie nicht so vertraut ist, vielleicht schon gern, was sich hinter Begriffen wie J-Kurveneffekt, Martingale, ARCH und Kurtosis im einzelnen verbirgt. In dieser Hinsicht ist das Buch

eindeutig ein Fall für Spezialisten, die mit der Materie zumindest in groben Zügen bereits vertraut sind.

Die Auswertung der Interviews in dem zweiten Teil der Arbeit vermittelt einen Eindruck davon, wie weit die zuvor beschriebenen Theorien von dem Geschehen auf den Devisenmärkten oftmals entfernt sind. Sie bezieht sich im wesentlichen zunächst auf 24 Einzelgespräche, von denen 13 mit Personen im Devisenhandel und 11 im Portfoliomanagement zumeist in Frankfurt in der ersten Hälfte 1992 geführt wurden. Aus diesen Gesprächen abgeleitete Hypothesen zu „spekulativen Verhaltensweisen und deren Umfeld“ werden sodann mittels eines Fragebogens, den der Autor an insgesamt 518 Personen aus 139 Institutionen im Devisenhandel und Portfoliomanagement versandt hatte, ergänzend überprüft.

Schwerpunkte bei der Befragung waren Aussagen zu Informationsverarbeitung, Entscheidungsfindung und Zeithorizont der Akteure, aber auch zu Größen- und Machtverhältnissen auf dem deutschen Devisenmarkt. An dieser Stelle ist es nicht möglich, die zahlreichen Aspekte, die die Auswertung erbracht hat, auch nur ansatzweise zu schildern. Die wesentlichen Erkenntnisse, die daraus gewonnen wurden, lassen sich verkürzt wie folgt zusammenfassen:

Information ist in gewisser Weise eine endogene Größe im Spekulationsprozeß, die von den Rahmenbedingungen und individuell ausgeprägten Perspektiven im Einzelfall mitbeeinflusst wird. Psychologische Elemente spielen in der Entscheidungsbildung eindeutig eine zu große Rolle, als daß die Theorie sie vernachlässigen könnte. Devisenmärkte entsprechen nicht dem theoretischen Ideal vollständiger Konkurrenz, einige Akteure verfügen temporär durchaus über Marktmacht. Die Signale, die ökonomische Fundamentalfaktoren für den Markt geben, werden nicht als eindeutig empfunden, sondern bedürfen eines „interpretativen Kontextes“. Konkurrierende Interessen der Akteure können zu unterschiedlichen Strategien führen.

Das Buch ist in all seiner Vielfalt und seinem Facettenreichtum ein Spiegelbild des Zustands der Währungstheorie. Da sind auf der einen Seite die Vertreter herkömmlicher Ansätze, die von Kaufkraftparität, Portfolioansatz und Overshooting nicht lassen mögen, auch wenn sie sich vielleicht durchaus der Unzulänglichkeiten dieser Modelle bewußt sind. Daneben gibt es auf der anderen Seite eine Vielzahl von Gruppen, die sich – zum Teil in Forschungseinrichtungen und Unternehmen außerhalb von Universitäten – an vorderster Front mit der Entwicklung neuer Prognosemodelle für Wechselkurse befassen und dabei, manchmal mit beeindruckendem Erfolg, die jüngsten Forschungen aus anderen Wissenschaftszweigen etwa zu künstlicher Intelligenz, neuronalen Netzen und Chaos aufgreifen und weiterentwickeln. Auf derartige Aktivitäten – hier sei als Beispiel nur auf die Arbeiten der Mitglieder von Olsen Associates in Zürich verwiesen (ein Überblick über die Aktivitäten dieser Einrichtung findet sich im Internet unter folgender Adresse: <http://www.olsen.ch/research/intro.html>) – geht der Autor nicht näher ein. Das ist schade, sind gerade sie doch unter anderem als Versuche zu werten, den von ihm aufgezeigten Mängeln traditioneller Ansätze abzuwehren.

In der Wechselkursforschung erscheint zur Zeit vieles im Fluß, und mit seinem Ansatz, der Theorie die Praxis gegenüberzustellen, trägt der Autor auf einem in der Ökonomie viel zu selten beschrittenen Weg dazu bei, Erkenntnisse über Wirkungszusammenhänge und Marktmechanismen zu gewinnen. Herausgekommen ist

dabei ein eher unkonventionelles und dabei höchst interessantes Buch. Es wendet sich wie gesagt in erster Linie an den mit der Materie bereits vertrauten Leser. Ihm bietet es reichlich Stoff zum Nachdenken und eine Fülle von Anregungen, die es zu einer lohnenden Lektüre machen.

Beate Reszat, Hamburg