

Buchbesprechungen

Barbara Fritz: Entwicklung durch wechsellkurs-basierte Stabilisierung? Der Fall Brasilien, Studien zur monetären Ökonomie, Bd. 28, Metropolis Verlag, Marburg 2002, 347 S.

Die Frage nach der Wahl eines Wechselkursregimes, das sowohl der kurzfristigen monetären Stabilisierung als auch der längerfristigen ökonomischen Entwicklungsperspektive zuträglich ist, stellt ein nach wie vor virulentes Problem dar. Während der 90er-Jahre optierte die Mehrzahl der so genannten *emerging markets* für eine Anbindung des Wechselkurses an eine internationale Schlüsselwährung. Der Aufgabe, diese Strategie unter doppeltem Blickwinkel von Stabilisierung und Entwicklung sowohl theoretisch als auch empirisch an dem Fallbeispiel Brasiliens zu untersuchen, stellt sich Barbara Fritz. Dabei steht die Frage im Zentrum, ob „(...) die Strategie der Wechselkursanbindung langfristig tatsächlich einen Beitrag zu einer kohärenten Entwicklung des Landes darstellt oder inwieweit sie neue Probleme mit sich bringt, die diesen Weg sogar noch weiter verstellen“ (S. 21).

Nach einer ausführlichen Einführung in die Thematik analysiert Barbara Fritz im zweiten Teil die historische Herausbildung der peripheren Ökonomie Brasiliens. Dabei zeigt sich, dass die wirtschaftspolitische Landschaft Brasiliens durch Spezifika geprägt ist, die sich trotz vieler regionaler Gemeinsamkeiten auch von den iberoamerikanischen Nachbarn unterscheidet. Daran schließt sich im dritten Teil eine Diskussion von Theorieansätzen an, die jenseits der tradierten paradigmatischen Trennlinien den nominalen Wechselkurs als Instrument der Inflationsbekämpfung und Erhöhung der Glaubwürdigkeit in einem hoch instabilen und fragilen Umfeld betrachten. Die Arbeit kommt dabei zu dem Ergebnis, dass das Problem der Bindung der heimischen Währung an eine stabilere Währung in der mit dem nominalen *peg* einsetzenden realen Aufwertung besteht, die so lange stattfindet, bis die Angleichung der Inflationsraten der beiden Ökonomien erreicht ist. Kann eine solche reale Aufwertung durch z.B. die Geld- und Fiskalpolitik, eine Handelsliberalisierung oder die Ausübung einer *exit option* nicht kompensiert oder verhindert werden und erfolgt deshalb ein Anstieg der Fremdwährungsverschuldung, so „(...) wird die Anbindung des Wechselkurses zu einer Strategie des *growth cum debt*“ (S. 159). Im abschließenden und etwa die Hälfte des Buches umfassenden Teil IV dekuviert Barbara Fritz den brasilianischen Plano Real (1994–1999) als eine durchaus erfolgreiche Strategie der Inflationsbekämpfung und gleichzeitig einen (weiteren) erfolglosen Versuch der Entwicklung, der in einer Perpetuierung der deformierten Geld-, Kredit- und Vermögensmärkte, einer Verstärkung der Heterogenität des Gütermarktes und einer Vertiefung der Disparitäten auf dem Arbeitsmarkt mündet. Barbara Fritz kommt in ihrem Fazit nicht umhin festzustellen, dass der Anstieg der (staatlichen) Fremdwährungsverschuldung im Zuge des Plano Real „(...) eine dauerhafte Überwindung des Status der Unterentwicklung für Brasilien mehr als schwierig gestalten“ (S. 318) wird.

Bereits im zweiten Teil wird deutlich, was Brasilien in dem Panorama der gescheiterten Entwicklungsversuche lateinamerikanischer Provenienz zu einem besonderen Fall macht. Es ist der spezifische polit-ökonomische Umgang mit den für Entwicklungsländer typischen Gemeinsamkeiten, an denen es wahrlich nicht mangelt: die sich auf einige wenige Rohstoffe stützende Entwicklung des jungen Nationalstaates, die lange Jahre verfolgte Import-substituierende-Industrialisierungsstrategie des Entwicklungsstaates, monetäre Destabilisierung und Auflösung der nationalen Geldverfassung, lange (und finstere) Jahre der Militärdiktatur sowie eine vorsichtige Rückkehr zur Demokratie und zur Normalität gesellschaftlicher Partizipation. Die brasilianische Wirtschaftspolitik zielt seit der Unabhängigkeit darauf ab, die mit den unterschiedlichen Entwicklungsphasen wechselnden wichtigen privaten Akteure in eine Interessenkoalition mit dem Staat zu drängen und sie dadurch zu neutralisieren. Der Preis für eine solche Kontinuität im Wandel, die der brasilianische Staat aufzubringen genötigt ist, besteht in seiner Entwicklung zum Schuldnerstaat, welches „die zentrale Crux der spezifisch brasilianischen Ausprägung einer peripheren Ökonomie“ (S. 60) darstellt. Dieser Prozess der Verschuldung beginnt im vorletzten Jahrhundert mit der unilateralen Einrichtung von *buffer stocks* zur Verstetigung der Einnahmen der Kaffeeoligarchie und verschärft sich im Verlauf der ISI-Phase aufgrund der finanziellen Zugeständnisse an die entstehenden privaten Unternehmen sowie die dazu korrespondierende Mittelschicht und nicht zuletzt an das Militär. Der brasilianische Staat entwickelt sich zunehmend zu einem Verpflichtungsstaat und übernimmt die Funktion eines *creditor of last resort*, sodass selbst bei im lateinamerikanischen Kontext überdurchschnittlichen hohen Wachstumsraten die finanziellen Zugeständnisse den jährlichen Einkommenszuwachs übersteigen und sich bereits Anfang der 1960er Inflationsraten einstellen, die nur knapp die dreistelligen Werte verfehlen.

Neben dem Primat der Kontinuität im Wandel, an dem sich die brasilianische Wirtschaftspolitik orientiert, differiert sie in einem weiteren entscheidenden Punkt von der ihrer lateinamerikanischen Nachbarn: Im Ausmaß und der Intensität des Einsatzes der Indexierung, welche die spezifisch brasilianische Institution des Quasi-Geldes und damit eine Geldverfassung der Quasi-Dollarisierung hervorgebracht haben. Während die brasilianische Währung selbst während Phasen drei- und vierstelliger Inflationsraten dominierendes Transaktionsmittel für Güter des täglichen Bedarfs bleibt, geht die Funktion der Vermögenssicherung auf Staatsschuldtitel, die an die Inflationsrate oder den Wechselkurs gebunden sind, und nicht etwa wie in allen anderen lateinamerikanischen Ökonomien an den US-Dollar, über. So entsteht eine duale Geldverfassung, in der das Geld der Zentralbank neben dem Quasi-Geld des Finanzministers in Form der indexierten Staatsschuldtitel koexistiert (S. 100). Die Bindung des Wertes der staatlichen Bonds an den US-Dollar und ein hohes reales Zinsniveau rufen eine unterdrückte Dollarisierung der brasilianischen Geld-, Kredit- und Vermögensmärkte hervor. Das Quasi-Geld des Finanzministers transformiert sich zu einer Quasi-Dollarisierung Brasiliens, die, so eine der zentralen Schlussfolgerungen der Arbeit, auch nicht durch den Plano Real durchbrochen wird. Im Gegenteil, der 1994 implementierte Plano Real greift auf die Indexierung eines Indexes zurück, um die stetig gewachsenen Inflationserwartungen zu brechen und die jährlichen Preissteigerungsraten auf einstellige Werte zurückzuführen. Er unterwirft das einheimische Geld, den Cruzeiro, einer künstlichen Hyperinflation. Während die „Reale Recheneinheit“

(Unidade Real de Valor) zunächst noch als Index gegenüber dem Cruzeiro funktiert, ist dieser Real selbst gleichzeitig an den US-Dollar gebunden.

Das Husarenstück gelingt, die Inflation kann innerhalb eines Jahres von gut 900 % (1994) auf knapp 15 % (1995) gesenkt werden. Die Indexierung der Staatsbonds (Wechselkurs, Inflationsrate, Overnight-Zinssatz) fällt zunächst auf einen Wert von knapp 50 % zurück, nur um 1998 in den Nachwehen der Asien- und inmitten der Russlandkrise wieder auf über 90 % hochzuschleunigen. Wie die südostasiatischen Tigerstaaten, Russland und Argentinien entgeht auch Brasilien nicht einer Maxi-Abwertung. Die Abwertung des brasilianischen Real gegenüber dem US-Dollar geht aber im Gegensatz zu diesen Ländern nicht mit einer Bankenkrise oder einer Insolvenzwelle innerhalb des Unternehmenssektors einher, da aufgrund der Quasi-Dollarisierung der Finanzminister – und nicht vorwiegend die privaten Akteure – das Wechselkursrisiko trägt.

Barbara Fritz gelingt es mit diesem Buch, Kontinuität und Wandel in der brasilianischen Wirtschaftspolitik präzise und eindrücklich herauszuarbeiten. Neben dem umfangreichen empirischen Material bestehen die Stärken dieses Buches in der Berücksichtigung des gesellschaftspolitischen Kontextes, in den die brasilianische Wirtschaftspolitik eingebunden ist, und der Integration der bislang nicht adäquat rezipierten brasilianischen Debatte über die Analyse um Stabilisierung und Entwicklung. Dabei zeichnet sich die Analyse der Wechselkursanbindung und der dadurch eröffneten Entwicklungsperspektiven angesichts der ambivalenten Resultate des Plano Real zweifelsohne durch eine akzentuierte und nachdrückliche Argumentation aus. Der Fall Brasilien ist eine empfehlens- und lohnenswerte Lektüre nicht nur für Lateinamerika-Interessierte, sondern auch für diejenigen, die sich mit der entwicklungspolitischen Relevanz von Wechselkursstrategien auseinander setzen möchten.

Martina Metzger, Berlin

Heinz Rehkugler (Hrsg.): Die Immobilien-AG, Bewertung und Marktattraktivität, Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München 2003, 229 S.

Mit Beiträgen von *Heinz Rehkugler, Michael Beck, Alan Cadmus, Tilman Hickl, Georg Kanders, Sigrid Krolle, Ulrich Nack, Christian Schulz-Wulkow* und *Dieter Thomaschowski*.

Die Wertentwicklung von Immobilien-Investments weist eine nur mäßige Korrelation zur allgemeinen Entwicklung an den Wertpapierbörsen auf. Daher spielen Immobilien-Investments in vielen Portfolios eine bedeutende Rolle als wirksames Diversifizierungsinstrument. Sie bieten außerdem – wie andere Investments in Sachgüter auch – einen hervorragenden Inflationsschutz. Investments in Immobilien-Aktien weisen im Vergleich zu Fonds- oder Direktinvestments die Vorteile der Fungibilität, geringerer Transaktionskosten und oft höherer Renditeerwartung auf. Obwohl aus Anlegersicht also viel für Investments in Immobilien-Aktien spricht, nehmen börsennotierte Aktiengesellschaften, die sich ausschließlich mit Investitionen in Immobilien beschäftigen, am deutschen Kapitalmarkt bisher einen im internationalen Vergleich untergeordneten Stellenwert ein. Das mag zumindest zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass die Frage, wie eine angemessene

sene Bewertung von Immobilien-AGs durchgeführt werden kann, in Wissenschaft und Praxis bisher kaum thematisiert worden ist. Vor diesem Hintergrund ist es sehr zu begrüßen, dass es sich eine Arbeitsgruppe der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) zur Aufgabe gemacht hat, Möglichkeiten und Grenzen der Bewertung von Immobilien-AGs auszuloten. Die Ergebnisse dieser Arbeitsgruppe werden in der hier betrachteten Neuerscheinung der Öffentlichkeit vorgelegt.

Das erste Kapitel führt in den Themenkomplex der Immobilien-AG ein, beschreibt sehr einleuchtend die Motivationslage der Emittenten sowie der Investoren und gibt einen Ausblick auf die vielfältigen Bewertungsprobleme.

Im zweiten Kapitel werden Bewertungsansätze vorgestellt, die am Unternehmensergebnis ansetzen und mithilfe verschiedener Multiplikatoren eine Unternehmensbewertung ermöglichen. Als alternative Multiplikatoren werden das Price-Earning-Ratio, das Verhältnis von Enterprise Value zu Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) beziehungsweise zu Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (EBITDA) und schließlich das Verhältnis von Enterprise Value zum Umsatz betrachtet. Diese Ansätze erscheinen vor allem deshalb problematisch, weil das Unternehmensergebnis auf ein einzelnes Basisjahr bezogen ist und häufig nicht als repräsentativ für die durchschnittliche, mittel- bis langfristige Ertragskraft des Unternehmens betrachtet werden kann. Daher wird am Ende des zweiten Kapitels die Aufmerksamkeit auf den Net Asset Value als Bewertungskonzept gerichtet.

Der Darstellung und kritischen Würdigung des Net Asset Value als Bewertungskonzept für Immobilien-AGs widmet sich das dritte Kapitel. Der Net Asset Value kann in der Bottom-Up-Variante als die Summe der Marktwerte der einzelnen Immobilien oder in der Top-Down-Variante als Produkt der Mieteinnahmen des gesamten Immobilienbestandes und einem Kapitalisierungsfaktor ermittelt werden. Kritisch ist zu diesen Verfahren lediglich anzumerken, dass wichtige Zusatzinformationen – wie beispielsweise die Restlaufzeiten von Mietverträgen, avisierte Neuvermietungen oder der Zustand der Bausubstanz – unberücksichtigt bleiben. Eine Relativierung des Net Asset Value mithilfe solcher Zusatzinformationen wird häufig durch eine zurückhaltende Informationspolitik der Immobilien-AGs erschwert. Das Kapitel mündet daher in einem „Publizitätswunschverzeichnis der DVFA“.

Das vierte Kapitel dient der Abrundung der Erörterung verschiedener Bewertungsverfahren. Im Einzelnen werden das Vergleichswertverfahren, das Sachwertverfahren, das Ertragswertverfahren, die Investment-Methode, die Discounted-Cash-Flow-Methode und das Residualwertverfahren dargestellt.

Befürworter von aktiven Portfoliomanagement-Strategien werden das fünfte Kapitel mit besonderer Aufmerksamkeit lesen. Abweichungen des Börsenkurses vom Net Asset Value sind nämlich keineswegs immer als Über- bzw. Unterbewertungen zu betrachten. Sie führen daher nicht automatisch zu der Möglichkeit, mit antizyklischen Investmentstrategien systematische Überrenditen zu erzielen. Es wird eine Fülle von Tatbeständen erörtert, die zu fundamental gerechtfertigten Abweichungen des Börsenkurses vom Net Asset Value führen können. Als unternehmensspezifische Tatbestände werden beispielsweise die Größe der AG, die Ein-

bindung der AG in einen Konzern oder einen Interessensverbund, Interessenskonflikte bei geschäftlicher Verflechtung mit anderen (den Hauptgesellschaftern oder den Managern gehörenden) Unternehmen, die Managementqualität, die Unternehmensstrategie, die Liquiditätslage, die Kapitalstruktur sowie die Kommunikationspolitik diskutiert. Als kapitalmarktbezogene Tatbestände werden unter anderem die Liquidierbarkeit der Aktien zu einem fairen Kurs („Liquidität“), die Zugehörigkeit der Aktie zu Börsenindizes und der Einfluss von Investitionsalternativen am Aktien- und Rentenmarkt betrachtet. Diese Einflüsse auf die Kursbildung sind nicht ohne weiteres quantifizierbar. Das gilt in besonderem Maße, wenn mehrere dieser Faktoren gleichzeitig auftreten. Hier wird erheblicher weiterer Forschungsbedarf gesehen.

Im sechsten Kapitel wird anhand der IVG Holding AG und der Hamborner AG exemplarisch gezeigt, wie die Bewertung einer Immobilien-AG praktisch aussehen kann. Dieses Kapitel dient also dazu, die Erörterung der Bewertungsproblematik anhand konkreter Beispiele zu verdeutlichen.

Zur angemessenen Beurteilung des Erfolges einzelner Immobilien-AGs muss eine Benchmark formuliert werden. Das siebte Kapitel wendet sich der Frage zu, welche nationalen und internationalen Indizes als Vergleichsmaßstab herangezogen werden können. Unter anderem werden der Ellwanger & Geiger-Deutsche-Immobilienaktien-Index (E&G-DIMAX), der WestLB-Immobilienwerte-Index, der Deutsche-Immobilien-Index (DIX), der Amsterdam-Kempen-Property-Fund-Index (AKX), der E&G-EPIX 30, der E&G-EPIX 50, der Solomon-Smith-Barney-Global-Property-Index, der GPR 250-Property-Share-Index sowie der European-Public-Real-Estate-Association-Index (EPRA-Index) vorgestellt.

Das achte Kapitel wendet sich der Gegenüberstellung von offenen Immobilienfonds und Immobilien-AGs zu. Es zeigt sich, dass offene Immobilienfonds stets einen erheblichen Vermögensanteil in Barguthaben oder Rententitel halten müssen, um auf etwaige Rückgaben von Fondsanteilen reagieren zu können. Diese Problematik tritt bei Immobilien-AGs nicht auf. Sie können ihre Mittel stets voll ausschöpfen, um Investitionen in Immobilien vorzunehmen. Weiterhin zeigt sich, dass die Wertentwicklung offener Immobilienfonds nur von vergleichsweise geringen jährlichen Schwankungen geprägt ist. Dies ist jedoch ausschließlich auf die substanzenorientierte Bewertungspraxis offener Immobilienfonds zurückzuführen. Für auf Kursgewinne ausgerichtete aktive Portfoliomanagement-Strategien sind daher Immobilien-Aktien deutlich besser geeignet.

Die Erfolgsgeschichte der US-amerikanischen Real Estate Investment Trusts (REIT) während der ersten Hälfte der 1990er-Jahre wird im neunten Kapitel nachvollzogen. Der Vergleich zum deutschen Umfeld zeigt, dass hierzulande weitgehend alle Voraussetzungen für eine wachsende Bedeutung der Immobilien-AGs erfüllt sind.

Im abschließenden zehnten Kapitel werden die wichtigsten Ergebnisse der Untersuchung kurz und präzise zusammengefasst.

Der Leser wird umfassend über die Möglichkeiten und Grenzen der Bewertung von Immobilien-AGs unterrichtet. Darüber hinaus wird ein umfassendes Verständnis der Charakteristika, der Bedeutung und der Entwicklungsperspektiven dieses Anlageinstrumentes geschaffen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass

die Bewertungsproblematik bei Immobilien-AGs bisher im deutschsprachigen Fachschrifttum kaum Beachtung gefunden hat, ist die vorliegende Studie als wertvolle Neuerscheinung zu betrachten. Für eine etwaige Neuauflage wäre höchstens anzuregen, auch auf Ansätze einzugehen, die nicht auf eine absolute Unternehmensbewertung, sondern auf eine relative Bewertung von Immobilien-Aktien im Vergleich zu Titeln anderer Branchen abzielen. Das könnte dazu beitragen, die Rolle von Immobilien-Aktien im Rahmen der zeitweise am Aktienmarkt zu beobachtenden Branchenrotationen zu klären.

Studien, die von einer größeren Zahl von Autoren gemeinsam erstellt werden, zerfallen häufig in eine Ansammlung von mehr oder weniger unzusammenhängenden Einzelbeiträgen. Diesen Vorwurf kann man der vorliegenden Studie absolut nicht machen. Die einzelnen Kapitel bauen sinnvoll aufeinander auf, folgen einem gemeinsamen Erkenntnisinteresse und sind frei von Überschneidungen. Es handelt sich also im besten Sinne um eine Studie „aus einem Guss“. Sie ist Finanzanalysten und Portfoliomanagern ebenso zu empfehlen wie Wissenschaftlern, die sich mit Immobilieninvestments oder mit Fragen der Unternehmensbewertung auseinander setzen.

Markus Spiwojs, Wolfsburg

Stephen F. Frowen: Economists in Discussion. The Correspondence between G. L. S. Shackle and Stephen F. Frowen, 1951–1992, Palgrave Macmillan, London/New York 2004, XVIII – 385 p.

Der von Stephen F. Frowen überaus sorgfältig edierte Briefverkehr zwischen ihm und dem englischen Ökonomen George L. S. Shackle (1903–1992) reflektiert vor allem anderen eine sich über vier Jahrzehnte hinweg entwickelnde und sich gleichsam von Brief zu Brief vertiefende Beziehung zwischen einem der Großen des Faches und einem jungen Immigranten aus dem Nachkriegsdeutschland. Frowen – damals, vor der Anglikanisierung seines Namen, noch Frowein – hatte 1948 mit 25 Jahren an der Universität Bonn sein Diplom erworben. Verheiratet mit Irina Minskera, Dozentin für Germanistik an der Universität Leeds (später am University College London) und von 1946 bis 1948 Beraterin der britischen Rheinarmee, zog er 1949 nach London. Noch von einer Ende des Krieges im Hospitaldienst erworbenen Tuberkulose gezeichnet, konnte er 1951 das Studium der Ökonomik in Leeds als Postgraduierter wieder aufnehmen. Dort hatte George Shackle nach kriegsbedingter Unterbrechung seiner akademischen Laufbahn 1950 einen Lehrauftrag (Readership) erhalten. Shackle, ein eher scheuer und zurückhaltender Gelehrter, doch begnadeter Pädagoge, fand offenbar sogleich Gefallen an dem noch jungen, wissbegierigen, an einer akademischen Laufbahn interessierten Frowen, der mit Sprachbegabung und sicherem Gespür für die Besonderheiten des neuen Umfeldes Fuß zu fassen suchte.

Frowen muss sich des Schicksalhaften der Begegnung mit Shackle schon bald bewusst gewesen sein. Als ihm Shackle im Mai 1951 ein Exemplar seines neuen Buches „Expectation in Economics“ zusandte, reagierte er mit einem formvollendeten Dankschreiben, nicht ohne auf seine eigenen wissenschaftlichen Bemühungen und auch seinen aktuellen gesundheitlichen Zustand zu verweisen (Brief 2).

Kredit und Kapital 4/2004

Von nun an wurde Stephen Frowen zur eigentlich motorischen Kraft des Briefverkehrs mit Shackle, der zunehmend alle Lebensbereiche beider berührte. Der Ältere fühlte sich von dem Jüngeren, von dessen Elan, beruflichen Initiativen und auch familiären Details angesprochen. Er vermittelte Kontakte, suchte ihm durch Empfehlungen und Referenzen den Weg zu ebnen, las die Korrekturen von Frowens englischer Übersetzung des 1893 in deutscher Sprache erschienenen Werkes „Wert, Kapital und Rente“ von Knut Wicksell (veröffentlicht 1954), verfasste auf dessen Anregung als – zunächst stellvertretender – Herausgeber von „The Bankers' Magazine“ (1954–1960) Beiträge, Besprechungen usw. in Publikationen des 1844 gegründeten Magazins, später in den von Frowen als Senior Lecturer der heutigen Universität Greenwich (1962–1967) betreuten „Woolwich Economic Papers“. Shackle nahm regen Anteil an einer ihm zu Ehren an der Universität von Surrey, der nächsten Wirkungsstätte von Stephen Frowen (1967–1987), veranstalteten Konferenz (1984) über „Unknowledge and Choice in Economics“ (Proceedings 1990 veröffentlicht) und nicht minder der Edition (1988, Hrsg. Stephen Frowen) seiner vornehmlich zwischen 1981 und 1987 verfassten Essays unter dem Titel „Business, Time and Thought“.

Was Shackle und Frowen miteinander verband, war von Beginn an weit mehr als eine Lehrer/Schüler-Beziehung. Frowen erkannte in Shackle eine feinsinnige, human denkende Gelehrtenpersönlichkeit mit untadeliger Reputation. Er verehrte ihn und erkor ihn expressis verbis zu seinem „model“. Shackle sah sich mehr und mehr von dem jungen deutschen Ökonomen angezogen, der – schon bald britischer Staatsbürger – unbeirrt seinen Weg nach oben suchte und fand. Er zögerte nicht, 1955 Pate der Tochter Tanya zu werden (Brief 86), nahm herzlichen Anteil am unglücklichen Geschick des Sohnes Michael (Briefe 314–318), auch an den ehelichen Spannungen zwischen Stephen und Irina Frowen über einen für beide akzeptablen Wohnsitz (Briefe 170, 172, 174, 177). Den Durchbruch zu einer offen bekannten Freundschaft verdanken beide Briefpartner indes Catherine, einer Nachbarin Shackles, die dieser nach dem Tode seiner ersten Frau Susan (1978) heiratete und die ihn aus tiefer Niedergeschlagenheit gleichsam wieder ins Rampenlicht der wissenschaftlichen Gemeinschaft zurückholte, ihm auch die Kraft für weitere luzide Publikationen verlieh. Aus dem förmlichen „Dear Mr. Frowen“ wurde – schon durch Zwischenphasen aufgelockert – „My dear Stephen“ und aus dem „Dear Prof. Shackle“ „My dear George“. Catherine Shackle und Stephen Frowen verstanden sich als „Other-Sister“ und „Other-Brother“.

Die Korrespondenz ist so brieflicher Niederschlag einer immer engeren Bindung des Älteren und des Jüngeren aneinander, auch spezifischer Formen des Gebens und des Nehmens. Im schriftlichen Umgang miteinander bleibt es indes bei einem Quentchen Förmlichkeit. Die Schreiben sind beiderseits immer von vollendeter Höflichkeit, gekennzeichnet zudem durch exquisite Formulierungen. Shackle war einer der besten Stilisten des Faches, Frowen stand ihm in der Handhabung des Wortes schon bald nicht mehr nach.

Shackle war einverstanden, als ihm Frowen (Brief 313) vorschlug, Auszüge aus seinem umfangreichen Briefverkehr zu veröffentlichen. Frowen entschied sich dann – im Einvernehmen mit Catherine (Brief 354) –, den zeitlich am längsten durchgehaltenen und zugleich am besten erhaltenen Teil der umfangreichen Shackleschen Korrespondenz, nämlich den zwischen Shackle und ihm selbst, zu veröffentlichen,

und zwar ganz. Nur wenig ging in über vierzig Jahren verloren. Der Korrespondenzband umfasst 354 chronologisch geordnete Schreiben. Anhang 5 ergänzt sie um weitere 19, erst kurz vor der Drucklegung in dem der Universität Cambridge anvertrauten Nachlass entdeckte und nach dem 19.3.1984 verfasste Briefe. Anhang 1: „The Big Flake“ ist eine Homage George Shackles an Catherine. Mit anrührenden Worten schildert George seine Empfindungen in der Phase des Sich-näherkommens. In Anhang 2 bezieht sich Stephen C. Littlechild auf Briefe, die er bei einem Bericht über die Korrespondenz von Shackle anlässlich der Veröffentlichung von „Economics as an Art of Thought: Essays in Memory of G. L. S. Shackle“ (Hrsg. Peter E. Earl und Stephen F. Frowen) noch nicht kannte. Die Briefe an Sir Bryan Hopkin (20.8.1980) und an Sir Charles Carter (26.3.1980) vermitteln in Verbindung mit den Anhängen 3 und 4 aus der Feder von Stephen Frowen „Obituary of G. L. S. Shackle“ (The Independent, 4.3.1992) und „In Memoriam: G. L. S. Shackle, FBA, 1903 to 1992“ (16.9.1992) wesentliche Einblicke in sein Denken als Ökonom. Die Anhänge ergänzen die Korrespondenz mit Frowen in höchst willkommener Weise. Dort finden sich zwar allenthalben charakterisierende Hinweise, zumal erhellende Streiflichter auf die Befindlichkeiten britischer universitärer Einrichtungen in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts, doch sie sind zumeist an die jeweiligen Anliegen der Briefe gebunden, also eher eklektischer Natur. Dazu mag beigetragen haben, dass Stephen Frowen sich zwar über Jahrzehnte hinweg gründlich mit Shackles Schrifttum befasst hat, heute einer der besten Kenner dessen sich von jedem zwischenzeitlichen Mainstream wohltuend abhebenden Positionen ist, sie auch trefflich zu interpretieren weiß, doch sein eigener wissenschaftlicher Schwerpunkt sind nun einmal monetäre Fragen, insgemein die zentralen Aufgaben der Geld- und Währungspolitik. Die Deutsche Bundesbank entschied sich durchaus mit Bedacht für ihn als ersten Inhaber der von ihr 1987 eingerichteten Stiftungsprofessur an der Freien Universität Berlin.

George Shackle übernahm nach nur einem Jahr als Reader in Economic Theory an der Universität Leeds den Brunner Chair of Economic Science an der Universität Liverpool. Vor seiner Pensionierung im Jahre 1969 begründete er (Brief 186) – zugleich den überaus hohen Rang seiner Freundschaft zu Stephen Frowen betonend –, warum er sein akademisches Amt ein Jahr früher als notwendig aufgeben werde. Er sei „out of sympathy“ für die neuen Entwicklungen in seinem Fache. Er, Verfasser der „Mathematics at the Fireside“ (1952), verwahrte sich gegen allzu ehrgeizige Ökonomen mit ihrem auf ökonometrische Modelle gestützten überhöhten Anspruch „to predict with certainty the shape of things to come“. Seit seiner Londoner Ph.D.-Dissertation „Expectations, Investment and Income“ (1938) war er zutiefst davon überzeugt, dass menschliches Handeln unter „Ungewissheit“ oder – wie er später sagte – unter „Unwissen“ („unknowledge“ – ein von Shackle geprägter Begriff) erfolgt. Jede Entscheidung ist für ihn ein Abwägen zwischen Optionen mit jeweils „different possible outcomes“. Das Konstrukt rationaler Erwartungen verhöhnte er als „a sort of monster living in a cave“ als Produkt neoklassischer Theorie „clutching at the last straw“ (Littlechild, Brief an Sir Bryan Hopkin). Die Ökonomische Theorie sei nun einmal keine „mathematised exact science with absurd claims to predictive powers“ (Brief 196). Fast alle Publikationen drehten sich in immer neuen Varianten und gedanklichen Dimensionen – theoretisch, philosophisch, dogmenhistorisch und auch politisch – um die zentralen Phänomene „unknowledge“, „risk“ und „time“. Jeder der von ihm sorgfältig ausge-

suchten Titel war Programm. Der vergleichsweise Niedergang der Wirtschaft im Großbritannien der ersten Nachkriegsjahrzehnte wunderte George Shackle nicht. In seinem Brief an Sir Charles Carter (26.3.1980 – oder muss dieser nicht des Inhaltes wegen ein Jahr später – 1981 – geschrieben worden sein?) distanziert er sich von den damals um den Vorrang streitenden Theorierichtungen: „The NIESR (National Institute of Economic and Social Research) takes a fairly old-fashioned Keynesian line, but has little idea of how it might now work; the monetarists tend to be impossibly simpleminded or remote; the new Cambridge school of protectionists is not entirely convincing. Behind this confusion lies the fact that there is no clear analysis of how the economic system now is functioning“ (p. 334).

Der Titel des Bandes suggeriert Einblicke in eine sich über Dekaden hinziehende geistige Auseinandersetzung zwischen zwei Ökonomen. Wer derart eingestimmt Disputationen zu den großen Fragen des Faches, zu den Subtilitäten des Streites zwischen schulischen Richtungen oder (ab-)wertende Bemerkungen über Fachkollegen erwartet hatte, dürfte sich enttäuscht sehen. Wer sich jedoch den Briefen anvertraut, sie und die Anhänge sorgfältig liest, sie auf sich wirken lässt, wird reich beschenkt. Das Buch bietet etwas, was selten geworden ist und in der modernen Welt mit ihren stiladversen Kommunikationstechniken weiter zu verkümmern droht: auf die Belange der Briefpartner ausgerichtete, doch zugleich ihre Zeit wie das akademische Umfeld erhellende Dokumente sich Zug um Zug entfaltender zwischenmenschlicher Beziehungen – niveauvoll, informativ und zum Nachdenken anregend.

Norbert Kloten, Tübingen