

Bank- und finanzwirtschaftliche Abhandlungen
Herausgegeben von Prof. Dr. W. Prion, Berlin

Dreizehntes Heft

Das Devisentermingeschäft in seinen Beziehungen zur Währung und Wirtschaft

Von

Dr. rer. pol. Carl August Fischer

Privatdozent an der Technischen Hochschule Berlin



Berlin
Verlag von Julius Springer
1928

Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung
in fremde Sprachen, vorbehalten.

ISBN-13: 978-3-642-89116-8
DOI: 10.1007/978-3-642-90972-6

e-ISBN-13: 978-3-642-90972-6

Herrn Professor Dr. Goetz Briefs, Berlin
in Dankbarkeit gewidmet

Vorwort.

Bei Anlage der Arbeit und Beschaffung des erforderlichen Materials sind mir mehrere Herren aus Theorie und Praxis in liebenswürdiger Weise behilflich gewesen. Ihnen allen, insbesondere den Herren Bankiers Felix Berchmans und August Baron v. d. Heydt, Elberfeld, den Herren Professoren G. Briefs, Berlin, K. Diehl und W. Mahlberg, Freiburg, sei an dieser Stelle mein verbindlichster Dank zum Ausdruck gebracht. Besonderen Dank aber bin ich Herrn Professor Dr. W. Prion, Berlin, für das große der Arbeit entgegengebrachte Interesse und die zahlreichen Anregungen und Ratschläge schuldig.

Berlin, im Juni 1928.

C. A. Fischer.

Inhaltsverzeichnis.

	Seite
Einleitung	1
Begriff 1 — Die Devisenkursbildung auf dem Kassamarkt 3 — Teilnehmer am Kassahandel 3 — Spekulation 4.	
I. Der Terminmarkt.	
A. Der Kurssicherungshandel	6
1. Die Kurssicherung in Staaten stabiler Währung	6
a) Der Außenhandel	6
Allgemeines 6 — Pramiengeschafte 8 — Fälligkeitstermine 10 — Hilfsgeschäfte des Handels 12.	
b) Die Arbitrage	14
2. Die Kurssicherung in Staaten schwankender Währung	15
a) Schwankende Eigen- und stabile Gegenwährung	15
Der Warenhandel	15
Gewinn und Verlust bei Sicherungsabschluß und bei dessen Unterlassen 15 — Fallende Währung 20 — Steigende Währung 20 — Sicherung gegen die Wertveränderungen der Heimatwährung 21 — Die volkswirtschaftliche und währungspolitische Bedeutung der Sicherungsabschlsse des Warenhandels 21.	
Der Kreditverkehr	22
b) Schwankende Eigen- und schwankende Gegenwährung	22
B. Die Spekulation	23
Beurteilung in der Literatur 23 — Marktverbreiterung 25 — Kursbefestigung 26 — Kursberuhigung 28 — Eskomptierung der kommenden Preisentwicklung 29 — Fallschirmtheorie 31 — Mögliche Verschärfung der Kursbewegung 31 — Engagementsverhältnisse 31 — Terminspekulation und Kassakurse 32 — Prolongierung und Kurse 33 — Skontration 33 — Kornerungen 35 — Spekulation und Inflation 38.	
C. Kassa-Termin-Arbitrage und Terminsatz	38
Kassa-Termin-Arbitrage und Reportgeschaft 38 — Kassa-Termin-Arbitrage und Terminsatz 39 — Die Bestimmungsgründe der Terminsatzhohe 40.	
D. Die Prämien- und Stellgeschäfte	43
Prämien- und Stellgeschäfte 43 — Nochgeschäfte 45	
E. Die Kassakursbeeinflussung durch den Devisenterminmarkt	45
Einwirkungen via Kassa-Termin-Arbitrage 45 — Engagementsverschiebungen auf dem Kassamarkt 46 — Sonderverhältnisse auf dem Devisenmarkt 47 — Kurssicherung und Kassakursbeeinflussung 47 — Zusammenfassung 50.	

II. Banken und Terminhandel.

	Seite
A. Das Devisen-Termin-Geschäft der Privatbanken . .	51
Notwendigkeit der Rücksicherung 52 — Die Deckungsgeschäfte 53	
— Das Devisen-Termin-Geschäft der Banken und der Außen-	
handel 54 — Die Verhältnisse bei schwankender Eigenwährung 55	
— Auslandsbanken 56.	
B. Das Devisen-Termin-Geschäft der Zentralnoten-	
banken	56
Einleitendes 56 — Terminkursfixierung: 1. Aufnahmekurs, 2. Ab-	
gabekurs, 3. Kauf- und Verkaufspreis 57 — Die gegenseitigen Be-	
ziehungen von Inflation, Spekulation und Interventionsfonds 59 —	
Devisen-Termin-Geschäft der Zentralbanken und Inflation 60 —	
Terminsatzfixierung 61 — Das Devisen-Termin-Geschäft der deut-	
schen Reichsbank in den ersten Nachkriegsjahren 61 — Kurs-	
sicherungstratten 62 — Beurteilung des damaligen Vorgehens der	
Reichsbank 63 — Terminalsatzregulierung 64 — Terminkurs oder	
Terminsatz? 65 — Wiederbeschränkung der Termingeschäfte der	
Zentralbank nach erfolgter Stabilisierung 67 — Weitere Maßnahmen	
der Bank auf dem Terminmarkt 68 — Devisenreportgeschäft 68 —	
Das Devisen-Kostgeschäft der Österreichischen Nationalbank 69 —	
Keynes zum Gold- und Devisen-Termin-Geschäft der Zentral-	
banken 71 — Der Devisen-Termin-Handel bei Aufrechterhaltung	
eines bestimmten Wertverhältnisses zwischen zwei Währungen 74 —	
Schlußbemerkungen 75.	

III. Maßnahmen zur Regelung des Deviseterminhandels.

Völlige Ausschaltbarkeit der Spekulation? 76 — Der Kreis der	
Terminspekulanten 77.	
Die Garantiekassen	80
Aufgaben 80 — Mittelbeschaffung 81 — Devisenabrechnungsstelle 81	
— Ausländische Devisen-Garantiekassen 82 — Einschüsse usw. im	
außerbörslichen Verkehr 83 — Bankgarantien i. e. S. 83 — Garantie-	
system und Terminhandelseinschränkung 84 — Außenseiterspeku-	
lation 86 — Effektivhandel 87 — Außenhandel 87 — Arbitrage 87 —	
Weitere Momente für und wider das Garantiewesen 88 — Das	
Garantiesystem in währungskranken Gebieten 90 — „Wert-	
beständige“ Einlagen 90 — Im Werte schwankende Deponie-	
rungen 90 — Zusammenfassung 91.	

IV. Die wesentlichsten Ergebnisse.

„Stabile“ Eigenwährung, (Kurssicherung, Spekulation, Noten-	
banken) 92 — Schwankende Eigenwährung 93 — Zweckmäßigste	
Marktorganisation 96 — Charakter des Devisen-Termin-Geschäfts 97.	
Literaturverzeichnis	99
Namenverzeichnis	100

Einleitung.

Während der geldpolitisch erregten Jahre der Kriegs- und Nachkriegszeit hat das Währungsproblem vorübergehend stark im Mittelpunkt des allgemeinen Interesses gestanden. Mit Recht wurde in den damaligen Erörterungen der Regelung des Devisenverkehrs eine große Bedeutung beigemessen. Die nicht selten widersprechenden Auffassungen haben ihren Niederschlag in der zum Teil allerdings auch auf andere Gründe zurückzuführenden, zeitweise außerordentlich schnell arbeitenden Gesetzgebungsmaschinerie gefunden. In diesem Hin und Her haben jahrelang die Verhandlungen über den Devisenterminhandel eine ausschlaggebende Rolle gespielt. Aber selbst nach Rückkehr stabiler Währungsverhältnisse werden ihm im Hinblick auf seine Kursicherungs- und seine Kursbeeinflussungsfunktion Wirkungen zugeschrieben, die unter theoretischem wie wirtschafts- und währungspolitischem Gesichtspunkte auch heute noch eine eingehende Untersuchung über das Für und Wider dieser Geschäftsart geboten erscheinen lassen. Nur so ist es möglich, hinsichtlich der immer wieder auftauchenden diesbezüglichen Probleme zu einer für währungspolitisch ruhige wie erregte Zeiten einigermaßen klar umrissenen Stellungnahme zu gelangen.

Von rein bankbetriebswirtschaftlichen Erörterungen konnte weitgehend abgesehen werden, zumal gerade von dieser Seite aus in den letzten Jahren verschiedentlich an das uns interessierende Gebiet herangetreten worden ist¹.

Der Begriff Devisentermingeschäft ist im nachstehenden, sofern nicht im Einzelfall Einschränkungen besonders hervorgehoben sind, sehr weit gefaßt. Das gilt sowohl hinsichtlich der den Abschlüssen zugrunde liegenden Zahlungsmittel als auch hinsichtlich der Geschäftsart.

Unter Devisen verstehen wir dabei alle im internationalen Zahlungsverkehr in Frage kommenden papiernen ausländischen Zahlungsmittel unter Einbeziehung der Auszahlungen und würden als solche im Anschluß an Schacht in der Kommentierung des § 21 I des Bankgesetzes vom 30. August 1924² zusammenfassen:

¹ Besonders sei verwiesen auf Krawinkel, Max: Die Abwicklung des Devisengeschäftes im Bankbetrieb. Berlin 1924. — Vogel, Joachim: Das Devisentermingeschäft. Berlin 1924.

² Koch-Schacht: Münz- und Bankgesetzgebung. 7. Aufl. Berlin 1926, S. 141.

a) ausländische Banknoten sowie — von Schacht nicht aufgeführt — ausländisches Papiergeld,

b) auf das Ausland lautende, in ausländischer Währung zahlbare Wechsel und Schecks mit üblichen Lauf- (3 Monate) und Sicherheits- (3 Unterschriften) Einschränkungen,

c) „täglich fällige Forderungen, die bei einer als zahlungsfähig bekannten Firma oder Person im Auslande in ausländischer Währung zahlbar sind“.

In erster Linie werden uns die unter b) und c) aufgeführten Arten interessieren, doch soll das Notentermingeschäft nicht etwa vernachlässigt werden.

Der Terminhandel in dem bei uns verwandten Sinne umfaßt alle zur Zug-um-Zug-Erfüllung auf einen späteren Termin abgeschlossenen Kauf- und Verkaufsaufträge einschließlich Usanceterminhandel (Valutatausch), jedoch unter Nichteinreihung der rechtlich als Kassageschäfte abgeschlossenen Verträge, in welchen, wie etwa heute an der Berliner Börse, die Erfüllung auf einen späteren Tag hinausgeschoben wird. Nicht maßgebend ist es für uns, ob für die Erfüllung ein bestimmter Tag vereinbart worden ist oder ob statt dessen, wie etwa im Warenhandel, eine längere Zeitspanne (1 Monat oder mehr), innerhalb derer das Geschäft zur Abwicklung kommen kann, in Frage steht.

Insbesondere werden neben den gewöhnlichen Terminvereinbarungen in Devisen das Börsentermingeschäft sowie die Terminabschlüsse der Zentralnotenbanken unser Interesse in Anspruch nehmen. Eine scharf umgrenzte Begriffsbestimmung des ersteren müssen wir uns leider versagen. Die derselben auf dem Effekten- und Warenmarkte entgegenstehenden Schwierigkeiten gelten in vollem Umfange auch auf unserem Gebiet. „Es gibt nur Anzeichen für das Vorliegen eines Börsentermingeschäftes, nicht Begriffsmerkmale“¹. Als wesentlichste derartige Anhaltspunkte wird man im Anschluß an die Rechtsprechung des Reichsgerichts vor der Börsengesetznovelle von 1908 „den Abschluß nach typischen, schablonenhaften, der Individualität des Einzelgeschäftes entbehrenden Bedingungen zu einem späteren Termin“ ansehen können. Der Ort des Abschlusses ist nicht maßgebend. — Mit Recht war das höchste Gericht des Reiches seinerzeit in seinen Urteilssprüchen über die völlig unzulängliche Definition, wie sie im Börsengesetz von 1896 gegeben war², hinausgegangen, indem es sich von der Erwägung leiten ließ, „daß der Gesetzgeber sie (d. h. die in Frage stehenden Geschäfte)

¹ Göppert, Heinrich: Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914 (im folgenden: Börsentermingeschäft), S. 47.

² BG. von 1896, § 48: „Als Börsentermingeschäfte in Waren oder Wertpapieren gelten Kauf- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine fest bestimmte Lieferungszeit oder mit einer fest bestimmten Lieferungsfrist, wenn sie nach Geschäfts-

hat treffen wollen und ausdrücklich getroffen haben würde, wenn er ihre Einkleidung in eine andere Rechtsform als diejenige, die er formuliert hat, vorgesehen hätte“¹. Im Zusammenhang hiermit sei auch auf die „Verordnung über Termingeschäfte . . .“ vom 3. Juli 1923 verwiesen², die in ihrem § 1 das Termingeschäft in Zahlungsmitteln usw. gegen Reichsmark untersagt, um dann in einem weiteren Paragraphen ausdrücklich alle währungspolitisch auf dasselbe hinauslaufenden Umgehungsgeschäfte in das Verbot einzubeziehen (§ 5). Ein hierauf Bezug nehmendes Rundschreiben des Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes vom 3. Juli 1923 warnt unter Hinweis auf die Rechtsprechung unter der Geltungsdauer des Börsengesetzes von 1896 ausdrücklich vor dem Abschluß solcher Zeitgeschäfte in Valuten usw., „welche, wie z. B. die sogenannten handelsrechtlichen Lieferungs-geschäfte mit festgesetzter Nachfrist, die Gefahr einer wirtschaftlichen Gleichstellung mit den verbotenen Termingeschäften bedingen“.

Die Devisenkursbildung auf dem Kassamarkt.

Im Hinblick auf das große Gewicht, das im folgenden der Frage der kursbeeinflussenden Wirkung des Terminhandels beigelegt werden wird, seien dem Hauptteil der Arbeit einige kurze Erörterungen über die Devisenkursbildung auf dem Kassamarkt vorausgeschickt. Als Hauptmomente, die auf eine Beeinflussung des Wechselkurses hinauslaufen, werden in der Literatur mit Recht im allgemeinen die Geldmenge sowie die Gestaltung der Zahlungsbilanz aufgeführt. Worin im Einzelfall der Anstoß zu einer etwaigen Bewegung liegt, läßt sich bei der weitgehenden gegenseitigen Verkettung zwischen Inflation und Bilanz nicht immer klar erkennen. Wenn auch eine dauernde Verschiebung der Parität aufs engste mit der Geldmengenfrage verknüpft ist, so darf doch nicht außer acht gelassen werden, daß unter besonders gelagerten — wenn auch nur vereinzelt eintretenden — Umständen eine passive Zahlungsbilanz zwangsläufig eine Inflation herbeiführen muß³.

Die wechselseitige Beeinflussung von Kurshöhe auf der einen, Angebot und Nachfrage auf der anderen Seite bedarf keiner besonderen Betonung. Von wesentlicher Bedeutung für die Marktbeurteilung ist die Ergänzung des Effektivhandels i. e. S. durch das Hinzutreten des spekulativen Angebots, der spekulativen Nachfrage. Kurz ein

bedingungen geschlossen werden, die von dem Börsenvorstande für den Terminhandel festgesetzt sind, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine amtliche Feststellung von Terminpreisen . . . erfolgt.“

¹ RG.-Urteil vom 28. Oktober 1899, Bd. 44, S. 103 ff.

² RGBl. 1923, I. Teil, S. 511.

³ Die vorstehende Auffassung weicht in etwa von einer früher vom Verfasser geäußerten ab! Vgl. Fischer, C. A.: Vom Staatsbankrott. 2. Aufl., Karlsruhe 1922.

paar Bemerkungen allgemeiner Natur zur Spekulation, wobei es hier natürlich nicht unsere Aufgabe sein kann, ihre volkswirtschaftliche Bedeutung in all ihren Einzelwirkungen aufzuzeigen! Im Gegensatz zu der weiter unten zu betrachtenden Arbitrage, die auf die Ausnutzung der zu gleicher Zeit an verschiedenen Plätzen vorhandenen Preis- und Zinsdifferenzen hinausläuft, erblickt die Spekulation ihr Ziel in der gewinnmäßigen Ausnutzung der zu verschiedenen Zeitpunkten gegebenen bzw. (gleichfalls im Gegensatz zur Arbitrage!) erhofften Preisdifferenzen. Wir sehen davon ab, auf die verschiedenen Definitionen des Spekulationsbegriffs einzugehen. Es sei dieserhalb vielmehr auf die einschlägige Literatur verwiesen. — Wenn von Spekulation die Rede ist, haben wir, sofern wir von der Bedeutung des Wortes als Inbegriff eines mehr oder minder bestimmten Personenkreises absehen, das in dem Rechnen, Abwägen oder auch bloßem Vermuten der künftigen Entwicklung liegende geistige sowie das daraus resultierende konkrete Handeln im Auge. Nicht hierunter fallen, jedenfalls vom Standpunkt des einen der beiden Vertragsschließenden, diejenigen in erster Linie auf dem Terminmarkt anzutreffenden Geschäfte, die wirtschaftlich den Charakter von Sicherungsmaßnahmen gegen etwaige Verlustrisiken tragen, welche aus einer Waren- und Valutapreisgestaltung bis zum Fälligkeitstermin des Grundgeschäftes¹ resultieren können. Äußere, in der Technik der Geschäftsvereinbarung liegende ganz allgemeine Merkmale dafür, ob wir im Einzelfalle ein Spekulations-, ein Sicherungs- oder auch ein Anlagegeschäft vor uns haben, gibt es nicht. Häufig werden allerdings entsprechende Schlüsse aus der Person des einzelnen Teilnehmers gezogen werden können. In der Steuergesetzgebung wird vielfach auf die Dauer des Besitzes der in Frage kommenden Werte abgehoben. So gilt z. B. in Deutschland nach dem derzeitigen Stand der Regelung die spekulative Erwerbsabsicht im großen und ganzen als erwiesen, sofern zwischen Erwerb und Wiederveräußerung nicht mindestens 3 Monate² verflossen sind oder „es sich um Geschäfte handelt, bei denen der Erwerb der Veräußerung zeitlich folgt“.

Auf dem Kassamarkt ist, soweit Reportierungsmöglichkeiten nicht gegeben sind, die Spekulation an verhältnismäßig enge Grenzen gebunden. Grundsätzlich ist sie auf die Hausselage beschränkt. Ausnahmen bestätigen allerdings auch hier die Regel. So ermöglicht beispielsweise u. a. die Hinausschiebbarkeit der Lieferung auf einen späteren Termin, wie wir ihr etwa im deutschen Effektengeschäft der Nachkriegszeit begegnen, ein Kassafixen größeren Ausmaßes. „Diese Usance

¹ Als solches bezeichnen wir das dem Devisenterminabschluß zugrunde liegende Handels- bzw. Warengeschäft.

² Bei Grundstücken 2 Jahre! — Vgl. Einkommensteuergesetz vom 10. August 1925, § 42 (1) und (2).

... kann und wird vielfach so ausgenutzt, daß Börsenbesucher Effekten verkaufen, die sie im Augenblick des Verkaufs nicht besitzen und bis zum Ablauf der Lieferfrist zu niedrigeren Preisen zurückzukaufen hoffen¹. Eine weitere besonders auf dem Devisenmarkt in Erscheinung tretende Ausnahme liegt insofern vor, als ein zur Ausnützung künftiger Kursschwankungen erfolgender Kassakauf ebensogut wie auf eine Haussespekulation in der Gegenwährung usw. auf eine Baissespekulation gegen die Heimatvaluta hinauslaufen kann².

Hemmungslose Inflation trägt durch weitestgehende Abwanderungen der zusätzlichen Kaufkraft auf den Devisenmarkt das ihre zu einer Zuspitzung der Lage bei, zumal sich alsdann die Devisennachfrage nicht mehr auf die Nachfrage des Außenhandels sowie der sonst am Börsenhandel beteiligten Kreise: Arbitrage, berufsmäßiger Spekulation usw., beschränkt, sondern in mit zunehmendem Verfall immer weiter steigendem Ausmaße alle Schichten der Bevölkerung erfaßt: die Flucht aus der Währung. Mag sich die einzelne Nachfrage, insbesondere sofern ihr ein Kreditrückhalt fehlt, auch in bescheidenen Grenzen halten: die Gesamtsumme erreicht leicht erhebliche Beträge, die nun vielfach endgültig oder auch nur vorübergehend vom Markte als Angebot verschwinden und somit ihrerseits zu einer weiteren Verknappung des letzteren beitragen, während sie auf der anderen Seite bei vorhandener Beleihungsmöglichkeit erneute, das zusätzliche Angebot übersteigende Nachfrage hervorrufen. Eine weitere Verschärfung erfährt der Druck in solchen Zeitläufen zum mindestens vorübergehend durch das aus dem Ausland kommende, bisher in spekulativer Absicht gehamsterte Material. Findet eine solche Lage eine willige Notenpresse, dann ist allerdings kein Ende abzusehen. Doch trifft — das muß bei aller Verurteilung überhitzter Nachfrage, die zum Teil durchaus nicht unberechtigt ist (Substanzerhaltung!), betont werden — die Schuld in den weitaus meisten Fällen in erster Linie die ungünstigen Währungsverhältnisse und erst in zweiter die Spekulation, die ohne jene nie ein derartiges Ausmaß annehmen würde. —

Wir wenden uns nunmehr dem Devisenterminhandel zu, betrachten in einem ersten Kapitel die auf dem Markt zum Abschluß gelangenden Geschäftsarten und ihre Auswirkungen insbesondere auf die Kursgestaltung, gehen alsdann auf die Zusammenhänge zwischen Bankwelt und Devisenterminhandel näher ein, um in einem dritten Kapitel kurz die Maßnahmen zu beleuchten, die zur Regulierung des Handels in Frage stehen.

¹ Prion, W.: Artikel „Börsenwesen“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl., Bd. 2, Jena 1923, S. 1054ff. (im folgenden: Börsenwesen).

² Wegen weiterer Möglichkeiten einer Baissespekulation auf dem Kassamarkt vgl. u. a. Max Weber: „Die Ergebnisse der deutschen Börsenquete“ in Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht Bd. 45, Stuttgart 1895, S. 105ff.

I. Der Terminmarkt.

Die Gründe, welche zu Abschlüssen auf dem Devisenterminmarkt führen, können verschiedenster Natur sein. Neben den Geschäften zwecks Kurssicherung sowie Substanzerhaltung spielen rein spekulative Vereinbarungen, ferner die Kassaterminarbitrage und noch manche andere Geschäftsarten eine große Rolle. Mit ihnen allen werden wir uns im folgenden beschäftigen, um alsdann in einem letzten Abschnitt dieses Kapitels zusammenfassend nochmals kurz die Bedeutung des durch künstliche Schranken nicht eingeeengten Terminmarktes für die Kassakursgestaltung zu beleuchten.

A. Der Kurssicherungshandel¹.

Je nach den Wirtschaftsgebieten, innerhalb derer die Sicherungsabschlüsse getätigt werden, unterscheiden wir die Kurssicherung

1. in Staaten stabiler Währung,
2. in solchen schwankender Valuta.

1. Die Kurssicherung in Staaten stabiler Währung.

a) Der Außenhandel.

Die Befürworter des Devisentermingeschäftes gehen im allgemeinen von dem Gesichtspunkte aus, daß den am auswärtigen Handel interessierten Kreisen durch Abschluß eines solchen Geschäftes die Möglichkeit erwächst, die sich aus den Währungsschwankungen ergebenden Risiken auszuschalten. So hebt z. B. G. v. Schulze-Gaevernitz bei seiner Darstellung und Beurteilung der Berliner Rubelbörse mit Recht hervor, daß für das dort zur Ausbildung gelangte Termingeschäft in Rubelnoten die Funktion der Kurssicherung — in erster Linie für den Handel — obenan gestanden habe². Zum Teil aus denselben Gründen wird 1919 durch ihn die Gründung eines Markterminhandels in Antwerpen sehr warm begrüßt³. Desgleichen tritt dieser Gedanke der

¹ Vgl. u. a. Ostertag, P.: Die Deckung der Valutarisiken im Warenhandel und die Buchführung über Valutatransaktionen. Berlin 1924. — Schmaltz, Kurt: Das Valutarisiko im deutschen Wirtschaftsleben und seine Bekämpfung. Stuttgart 1921. — Wilhelm Stein: Valutarisiko und Sicherung der Unternehmung. Berlin 1924.

² v. Schulze-Gaevernitz, Gerhard: Volkswirtschaftliche Studien aus Rußland, Leipzig 1899 (im folgenden: Rußland), insbesondere S. 505.

³ v. Schulze-Gaevernitz, G.: Zum Vorschlag einer Valutaterminbörse in Amsterdam. Bankarchiv Jg. 19, Berlin 1919/20, S. 177ff.

Kurssicherung bei Keynes stark in den Vordergrund¹. Auch die regierungsseitige Begründung des Entwurfs zur „Änderung des Börsengesetzes“ Ende 1920 spricht sich in dieser Richtung aus und erblickt in dem Devisentermingeschäft die Ermöglichung der „Abwälzung des Risikos auf die berufsmäßige Geldvermittlung“. Ähnliche Gesichtspunkte wurden in den Jahren 1922 und 1923 seitens der französischen Regierung sowie der zuständigen Kammerausschüsse in den Vordergrund gestellt². Daß darüber hinaus die auf die Einführung des Devisentermingeschäftes abzielenden Resolutionen der Handelskammern, Interessenverbände usw. gleichfalls vor allem auf das Kurssicherungsmoment abheben, braucht nicht wunderzunehmen. —

Diesen Gedankengängen wird man sich, eine feste Eigenwährung vorausgesetzt, grundsätzlich anschließen können. Erhebliche Vorteile volks- und privatwirtschaftlicher Art treten ganz offenkundig zutage. Wenn das auch in erster Linie bei stark schwankender Gegenwährung gilt, so ist diese Sicherungsart doch auch bei nur geringen Wertbewegungen derselben von Bedeutung.

Für den Handel des Festwährungsgebietes birgt die durch die Eröffnung einer Kurssicherungsmöglichkeit gegebene Gelegenheit zur Tätigung von Handelsgeschäften in der kranken Gegenvaluta gar manche Vorteile auch gegenüber Abschlüssen unter Zugrundelegung der stabilen Heimatwährung in sich. Allerdings werden auf diese Art und Weise nicht alle aus den Geldwertschwankungen resultierenden mittelbaren Gefahren, wie finanzieller Zusammenbruch oder Weigerung der Erfüllung der Gegenseite, für ihn voll und ganz ausgeschaltet. Dennoch gewinnt er vor der Konkurrenz des übrigen Auslandes einen Vorsprung, der besonders dann stark hervortritt, wenn der betreffende Gegenkontrahent aus Krankvalutarien aus irgendeinem Grunde soweit wie eben möglich Abschlüsse nur in seiner eigenen Währung tätigt. Die Berechnung in schwankender Valuta ist natürlich auch dem Konkurrenten aus anderen Staaten möglich, aber bei Nichtabschließbarkeit einer Sicherung wird dieser dabei erheblichen Gefahren ausgesetzt. So dürfte die Devisentermingeschäftsmöglichkeit dazu beitragen, andere auswärtige Konkurrenz, der diese Gelegenheit nicht oder doch nicht in dem Ausmaße geboten wird, aus dem Felde zu schlagen. Das Termingeschäft kann hier in weitgehendem Maße zu einer Belebung des Handels

¹ Keynes, J. M.: A tract on monetary reform, London 1923; deutsch: Ein Traktat über Währungsreform, Übersetzung: Ernst Kocherthaler, München 1924, S. 118ff. — Die hier und im Nachstehenden aufgeführten Nachweise beziehen sich auf die deutsche Ausgabe.

² Vgl. hierzu insbesondere: Casamajor, Jean: Le marché à terme des changes en France. 2. Aufl. Paris 1925, S. 18ff.

zwischen den in Frage kommenden Staaten, und zwar dem schwach-valutarischen und dem zu Sicherungsabschlüssen bereiten, führen und anspornend auf die heimische Industrie auch des letzteren wirken.

Ein weiterer die Handelsbilanz beeinflussender Vorteil aus dieser Sicherungsart ergibt sich aus der hierdurch geschaffenen Möglichkeit, etwaige in den valutakranken Staaten sich bietende besonders günstige Terminpreise sowie auch auf Saisonschwankungen beruhende Preisfluktuationen in der Richtung einer möglichst billigen Beschaffung sowie auch eines möglichst teuren Verkaufs auszunutzen. Ohne Sicherungsmöglichkeit würden diese Verträge, soweit sie in schwankender Währung getätigt würden, stark spekulative Momente und Verlustgefahren in sich bergen.

In dem Falle des Verkaufs bei schwankender Auslandswährung zeigt sich noch eine besondere, bisher nicht berücksichtigte Schwierigkeit darin, daß der Sicherungsvertrag in der Form des festen (als Gegensatz zum bedingten!) Devisentermingeschäftes erst in dem Augenblick eingegangen werden kann, in welchem das Grundgeschäft zum Abschluß gelangt ist. Wird das Angebot in schwankender Währung herausgegeben, so besteht also jedenfalls bis Auftragsingang für den Exporteur die Gefahr erheblicher Verluste, während auf der anderen Seite Nichtanerkennung der Offerte bei Erteilung des Auftrags innerhalb eines normalen Zeitraumes leicht zu Mißhelligkeiten führt. 1922 ist aus diesem Grunde seitens der deutschen Reichsbank jedenfalls für einzelne Branchen die Ermöglichung einer Offertsicherung in Erwägung gezogen worden¹. Praktische Gestaltung hat dieser Plan jedoch nicht angenommen. — Die Möglichkeit zu einem solchen Schritt ist durch Zuhilfenahme eines Prämiengeschäftes gegeben, das auf den Termin der voraussichtlichen Erfüllung des in Aussicht genommenen Grundgeschäftes abgeschlossen werden müßte².

Die große Bedeutung, die das Prämiengeschäft somit für den Exporthandel haben kann, erfährt noch durch andere Verwendungsarten dieser Geschäftsform eine wesentliche Erhöhung. So bietet das Rückprämiengeschäft z. B. die Möglichkeit der Rechnungsausstellung in der festen Währung des Heimatstaates oder der schwankenden Währung des Auslandes zu einem festen Umrechnungskurs nach Wahl des Warenempfängers³. Erfolgt alsdann die Begleichung der Rechnung in der Gegenwährung, so findet diese Verwendung zur Erfüllung des Geschäftes. Andernfalls erfolgt Zahlung des Reugeldes.

¹ Vgl. Verhandlungen der Sozialisierungskommission über die Reparationsfrage, 3. Band, Berlin 1922, S. 418.

² Ein Beispiel einer derartigen Offertsicherung findet sich in dem Bericht der Börsenquotekommission, Berlin 1893, S. 94.

³ Vgl. Weber, Max a. a. O. S. 126.

Weiterhin kann ein Exporteur eine Ware vorverkaufen, deren Lieferung ihm aus irgendwelchem Grunde nachher nicht möglich erscheint. Hat er in diesem Falle die zu erwartenden Devisen mit Rückprämie verkauft, so ist ihm die Möglichkeit gegeben, von der Beschaffung der verkauften Valuta auf dem freien Markte zu einem für ihn unter Umständen ungünstigen Kurs Abstand zu nehmen¹. Desgleichen kann sich auch für den Importeur der Abschluß von Prämiengeschäften als wünschenswert herausstellen, und zwar hier in der Form der Vorprämien, bei denen sich der Käufer das Rücktrittsrecht vorbehält. Hat der Importeur einen Vorkauf von Rohware getätigt, für die ein bestimmter Verwendungszweck in Aussicht genommen ist, ist jedoch mit der Möglichkeit zu rechnen, daß die Ware aus irgendeinem Grunde, etwa wegen eines eintretenden Modewechsels, im gegebenen Augenblick doch nicht benötigt wird und man alsdann zweckmäßig im Ursprungslande über sie verfügt, so kann es für den Importeur von Vorteil sein, wenn er die bei der Abwicklung des Geschäftes etwaigenfalls benötigten Devisen nicht fest, sondern auf Vorprämie kauft².

Darüber hinaus können seitens des Außenhandels Vor- und Rückprämiengeschäfte in der Absicht abgeschlossen werden, im Falle zu erheblicher Schwankungen der Auslandswährung trotz tatsächlicher Abwicklung des Grundgeschäftes von der erforderlichen Abnahme bzw. Lieferung der Devisen Abstand zu nehmen. Wenn es auch auf den ersten Blick hin scheinen möchte, als ob hier ein reines Spekulationsgeschäft vorliege, so braucht von einem solchen doch keineswegs unbedingt die Rede zu sein. Für den Importeur, der die Ware zu einem festen Preise in ausländischer Währung gekauft und sich für den Zahlungstag durch Terminabschluß mit den erforderlichen Devisen eingedeckt hat, besteht die Notwendigkeit, an diesem Tage eine bestimmte Summe Geldes seiner stabilen Eigenwährung aufzubringen. Die gekaufte Ware hat somit für ihn in seiner Eigenwährung einen bestimmten Gestehungspreis. Haben nun Konkurrenten dieselbe Ware zu gleichem Preise — in Auslandsvaluta gerechnet — zur Anlieferung zu dem gleichen Termin gekauft, ohne sich ihrerseits zu sichern, so würden sie bei einer entsprechenden Entwicklung der Gegenwährung sehr wohl in die Lage versetzt werden können, die Ware zu verhältnismäßig niederen Preisen abzustoßen und unseren Importeur zu zwingen, unter Umständen die betreffenden Gegenstände unter Verlust an den Mann zu bringen. Entsprechendes gilt *ceteris paribus* für den Exporteur. Wie für den Importeur durch die Vorprämie ein Verlust ausgeschaltet oder doch eine Benachteiligung der Konkurrenz gegenüber vermieden werden soll, so erstrebt jener

¹ Vgl. Reitler, Arthur: Devisenverkehr und Devisenpolitik unter besonderer Berücksichtigung der Kriegsereignisse bis 31. Dezember 1916. Zürich 1917. S. 37.

² Ebenda S. 37.

mittels Rückprämie die Möglichkeit, etwaige sich für seine Konkurrenz aus der Währungsentwicklung bei Nichtvorverkauf ergebende Vorteile auch sich zugänglich zu machen. —

Die gleiche Aufgabe der Sicherung wie durch das Prämiengeschäft kann, wenn auch nicht in dem gleichen Ausmaße, durch eine andere Gruppe der bedingten Termingeschäfte, die Nochgeschäfte, übernommen werden. Ein näheres Eingehen auf diese dürfte sich erübrigen.

Die dem Außenhandel somit durch das Devisentermingeschäft einschließlich des Prämien- und Nochgeschäftes sich bietende Sicherungsmöglichkeit bedeutet ein denselben in seiner Gesamtheit förderndes Moment, da er auf diese Art vor Verlusten bewahrt wird, die außerhalb seines eigentlichen Betätigungsfeldes liegen. Durch etwaige Zusammenbrüche alteingesessener Firmen werden aber nicht nur diese, sondern sehr leicht auch die Allgemeinheit getroffen, zumal jene durch jahrelange Fühlung mit den ausländischen Gegenkontrahenten am besten in der Lage sind, den mannigfaltigen Wünschen letzterer Rechnung zu tragen. Dadurch wird vielleicht manch ein Abnehmer des Auslandes zum Kauf in dem betreffenden Festwährungslande veranlaßt, der bei Ausfall seines dortigen Geschäftsfreundes seinen Bedarf anderweitig eindecken würde.

Alle diese günstigen Folgeerscheinungen ergeben sich für den Handel in dem gezeichneten Ausmaße jedoch nur, wenn er in die Lage gesetzt wird, jeweils auf den Termin abzuschließen, in welchem er die Bezahlung seitens des Auslandes erhält, bzw. an seinen ausländischen Geschäftsfreund abzuführen hat. Im allgemeinen sind aber für das Devisentermingeschäft bestimmte Erfüllungstage vorgeschrieben bzw. vereinbart, sei es nun, daß der Gegenkontrahent sich nur auf bestimmte Daten (medio, ultimo usw.) einläßt, oder sei es auch, daß Käufe bzw. Verkäufe getätigt werden auf 1, 2, 3 usw. Monate oder auch andere Fristen, vom Tage des Abschlusses an gerechnet. Es kann nun als so gut wie ausgeschlossen gelten, daß diese Fälligkeitstermine mit den an sich schon keineswegs dauernd eingehaltenen vereinbarten Zahltagen übereinstimmen werden.

Wie liegen hier zunächst die Verhältnisse für den Exporteur? Eine genaue Vorausbestimmung des Tages, an welchem die zu erwartenden Gelder eingehen, ist nur in den seltensten Fällen möglich. Schiebt sich die Zahlung über Erwarten hinaus, so kann im allgemeinen eine Pro-longation des Termingeschäftes vorgenommen werden, die allerdings für den Verkäufer eine Unkostenerhöhung, wenn auch geringen Umfanges, bedeutet. Zur Vermeidung dieser erscheint es im großen und ganzen zweckentsprechend, den Vorverkauf auf einen nicht zu frühen Termin abzuschließen, zumal in diesem Falle mit einem Eingang der Devisen vor dem Fälligkeitstag ein Verlust irgendwelcher Art nicht verbunden ist. Das gilt insbesondere, sofern der Exporteur für den eingegangenen

Betrag eine Verwendung bis zur Fälligkeit findet. Stößt er allerdings die Devisen bei vorzeitigem Eingang ab, um sie im gegebenen Augenblick neu zu beschaffen, so geht er für die Zwischenzeit ein Kursrisiko ein, dessen Beurteilung von dem jeweiligen Einzelfall abhängt. Durch besondere Geschäftsoperationen, wie leihweise Hergabe, kurzfristige Reportierung oder auch anderweitige Deckung des heute abgestoßenen Materials durch entsprechenden Terminrückkauf per Fälligkeitstag des ursprünglichen Termingeschäftes vermag er auch diesem Risiko auszuweichen. Erwähnt sei in diesem Zusammenhang, daß sich in den Nachkriegsjahren die Reichsbank bereit erklärte, ihr verkaufte Termindevisen etwaigenfalls auch vor Fälligkeit zu dem vereinbarten Kurse abzunehmen. — Verzögert sich der Eingang vorverkaufter Devisen voraussichtlich nur um einige Tage, so ist an Stelle einer Prolongation neben einer leihweisen Beschaffung ein Kassakauf der Valuten am Fälligkeitstage des Termingeschäftes und ein späterer Kassaverkauf der aus dem Warengeschäft hereinbekommenen Devisen möglich. Hinsichtlich des Valutarisikos gilt das oben Gesagte entsprechend.

Für den Importeur ist die aus dem Auseinanderklaffen des Grund- und Deckungsgeschäftes sich ergebende Komplizierung der Lage bei annähernd pünktlicher Lieferung nicht von allzu erheblicher Bedeutung, da er den Tag, an welchem er die Beträge an den Lieferanten abzuführen gedenkt, mit einiger Sicherheit vorausberechnen kann. Gewisse Schwierigkeiten können sich hier jedoch gleichfalls aus der oft nur geringen Zahl von Fälligkeitstagen einstellen, auf welche sich derartige Geschäfte im allgemeinen abschließen lassen. Hierin liegt denn wohl auch die Tatsache begründet, daß die deutschen Privatbanken in den Jahren, während welcher das Devisentermingeschäft in der Inflationszeit eine größere Rolle gespielt hat, die Zahl der Fälligkeitstage durch Nominierung jedes durch fünf teilbaren Monatstages zu einem solchen erheblich erhöhten¹. Heute werden seitens der Großbanken Devisentermingeschäfte auf jeden beliebigen Tag getätigt.

Aber auch dieses Vorgehen kann infolge eines möglichen Nichtübereinstimmens der vereinbarten und der effektiven Erfüllungszeit des Grundgeschäftes nicht in vollem Umfange den erwähnten Erfordernissen des Handels Rechnung tragen. In erster Linie gilt das für den Export. Für die hier behandelten Kreise würde sich ein solcher Terminmarkt als wünschenswert erweisen, auf welchem Aus- und Einfuhrhändler nicht gehalten sind, die Devisen an einem im voraus bestimmten Augenblick anzudienen bzw. abzunehmen. Vielmehr müßte an Stelle dieses Fixgeschäftes ein Wandel- oder Eskomptegeschäft² treten, in

¹ Als sechster Fälligkeitstag galt jeweils der Ultimo des Monats.

² Vgl. v. Schanz, G.: Artikel „Börsenwesen“ im Wörterbuch der Volkswirtschaft. 3. Aufl. Jena 1911. Bd. 1, S. 542.

welchem der einen Seite, und zwar in unserem Falle dem Ex- bzw. dem Import zugestanden wird, bereits vor dem vereinbarten Fälligkeitstage oder statt dessen innerhalb einer bestimmten Frist Erfüllung zu verlangen: „Verkauf auf Ankündigung“ seitens des Exportes; — „Kauf auf tägliche Lieferung“ seitens des Importes. Im Devisenterminhandel der deutschen Großbanken wird diesen Belangen des Handels heute in gewissem Ausmaße entgegengekommen.

Durch eine derartige Regelung wird der Tatsache Rechnung getragen werden, daß das Devisentermingeschäft, jedenfalls soweit wir es in diesem Abschnitt betrachtet haben, als Hilfsgeschäft des Handels anzusprechen ist und insofern in diesem Rahmen sachlich dem Warenzeithandel weit näher steht als dem Effektermingeschäft. Wie das Waren-, so erstrebt auch das Devisentermingeschäft — jedenfalls soweit es für den Außenhandel in Frage kommt — eine Ausschaltung der mit den Preisfluktuationen gegebenen Risiken. Das Warentermingeschäft will denjenigen Verlustgefahren entgegentreten, welche auf die Preisverschiebungen der Ware an sich, das Devisentermingeschäft denjenigen, welche auf die Fluktuationen und Schwankungen der dem Abschluß zugrunde liegenden Währung zurückführbar sind. Vorschläge in der Richtung, das Devisentermingeschäft aus diesem Grunde dem Warenmarkt einzureihen, sind übrigens verschiedentlich, insbesondere auch gelegentlich der in Deutschland 1920/21 stattgehabten Erörterungen, gemacht worden, so von Göppert in einer Besprechung der Novelle zum Börsengesetz vom 23. Dezember 1920¹. Neben der Fälligkeitsspanne ist es insbesondere die Frage des Kreises der beteiligten Personen, die hiermit eng verknüpft ist. An gegebener Stelle kommen wir darauf zurück².

Von den im Zusammenhang mit der Fälligkeit stehenden Forderungen anderer Seite weichen wir insofern ab, als wir die Fixierung des Termins nicht, wie auf dem Warenmarkt üblich, als generell dem Verkäufer und nur diesem freistehend betrachtet wissen wollen. Dieses Recht müßte vielmehr jeweils dem aus dem Außenhandel stammenden Beteiligten zugestanden werden: dessen Gegenkontrahent also muß gleichsam „stillhalten“.

Bei Verkauf auf Ankündigung besteht bei entsprechender Währungsentwicklung allerdings die Gefahr, daß der erklärungsberechtigte Exporteur sich auf dem Markte per Kassa eindeckt und die billig beschafften Devisen vor Ablauf der Fälligkeitsfrist zu dem vereinbarten Kurse an die Bank abführt, von der Erwartung ausgehend, daß bis zum Eingang der Exportdevisen ein Rückschlag eingetreten ist. Zu einem entsprechenden Schritt ist entgegengesetzten Falles der Importeur in der Lage. — Es ist selbstredend, daß bei der Festlegung der Terminkurse

¹ Bankarchiv 1920/21, S. 139.

² Vgl. unten S. 76ff.

diese Möglichkeiten in Rechnung gestellt werden müssen. Im übrigen sind die hiermit für den Gegenkontrahenten verbundenen Gefahren nicht allzu hoch zu veranschlagen, da einmal bei plötzlichen Ausschlägen der Kurse eine entsprechende Rückbewegung innerhalb eines immerhin eng begrenzten Zeitraumes nicht mit völliger Sicherheit zu erwarten ist und zudem durch dieses Verhalten ein Risikomoment in die Abwicklung des Geschäftes hereingetragen wird, dessen Ausschaltung der eigentliche Zweck der ganzen Termintransaktion ist. Zu berücksichtigen ist fernerhin, daß sich die für die Bank usw. durch ein derartiges Verhalten der Gegenseite ungünstigstenfalls ergebende Gewinn einbuße in sehr engem Rahmen hält, sofern infolge genügender Marktbreite in jedem Augenblick die Möglichkeit vorhanden ist, die fraglichen Valuten bis zum Ablauf der Fälligkeitsfrist hereinzugeben bzw. hereinzunehmen. —

Weitere Schwierigkeiten erblickt der Handel in der im allgemeinen vorgeschriebenen Mindesthöhe und Abrundung der Schlußsumme. Auch hier wird den vielfach laut gewordenen Abänderungswünschen, soweit das im Bereiche der Möglichkeit liegt, Rechnung getragen werden müssen. Der Erörterung dieser Frage können wir jedoch erst in anderem Zusammenhange unsere Aufmerksamkeit zuwenden¹.

Für die Entscheidung des Handels, ob er das Risiko selbst übernehmen soll, das sich aus den Schwankungen der den Abschlüssen zugrunde liegenden Gegenwährungen ergibt, oder ob er dasselbe zweckmäßig mittels Kurssicherung ausschaltet, spielt die Kostenfrage — ihr Verhältnis zum Risiko — eine erhebliche Rolle. Was deren Beurteilung betrifft, so ist zu beachten, daß bei schwankender Auslandswährung die Nichteindeckung auch sehr wohl einen Gewinn für den Ex- bzw. Import in sich zu bergen vermag. Außerdem ist hier nicht nur die für die Risikoausschaltung zu zahlende Prämie in Betracht zu ziehen. Daneben bedürfen vielmehr auch andere dem Handel in diesem Zusammenhange vielfach auferlegte Verpflichtungen, wie Ein- und Nachschüsse², der Berücksichtigung. Nicht selten können diese die Festlegung mitunter sehr erheblicher Mittel bedeuten, die allseits, besonders schwer aber von kleineren und mittleren Firmen als Hemmung empfunden werden muß. Das gilt insbesondere, soweit letztere — vom Standpunkt der sich sichernden Bank, die ihrerseits vielleicht selbst zur Zahlung eines Einschusses gezwungen ist, mit vollem Recht! — Einschüsse in prozentual höheren Beträgen leisten müssen als die Großunternehmungen, welche dank ihrer Kapitalschwere oft gänzlich von ihr befreit werden dürften. Somit kann gewollt oder ungewollt in dieser Einschußregelung ebenso wie in der Fixierung hoher Mindestschlußsummen eine indirekte Stützung des Größtbetriebes durch Erschwerung der Lage der weniger umfangreichen Konkurrenzunternehmungen mit all ihren sozialen Begleit-

¹ Vgl. unten S. 52 ff.

² Vgl. unten S. 80 ff.

erscheinungen liegen. — Die Höhe der Einschüsse schwankt außerordentlich: nicht selten geht sie weit über den Betrag der voraussichtlich aus den Währungsschwankungen resultierenden Verlustmöglichkeiten hinaus.

In Deutschland ist in den Inflationsjahren seitens der Privatbanken vielfach so verfahren worden, daß den Im- und Exportfirmen für ihre Devisentermingeschäfte ein besonderer Markterminkredit eingeräumt wurde, innerhalb dessen Grenzen eine Einschußforderung nicht erhoben wurde. Bei Überschreitung dieser Summe durch laufende Termingeschäfte wurde dagegen Volldeckung, die jedoch nicht etwa nur in Bargeld zu erfolgen hatte, verlangt.

Die Forderung von Nachschüssen führt insbesondere bei starken Ausschlägen der Eigenwährung leicht zu erheblichen Verlusten. Dennoch mögen sie nach Lage der Dinge unter Umständen geboten erscheinen. Als dann aber ist es unseres Erachtens dringend erforderlich, daß diesen jedenfalls bei Sicherungsabschlüssen jeweils nur die Liquidations- oder mangels Feststellung derselben die Ultimo- und gegebenenfalls noch Mediokurse zugrunde gelegt werden. Ansonsten kann sich für den Handel die Gefahr täglicher Nachschußzahlungen ergeben, die ihm unter Umständen die Möglichkeit jedweder Dispositionen über seine eigenen Mittel raubt. Die hiermit nicht selten verbundenen volkswirtschaftlich höchst unerfreulichen Begleiterscheinungen liegen so klar auf der Hand, daß sie besonderer Hervorhebung nicht bedürfen. —

Die Bedeutung der Kursrisikoausschaltung beschränkt sich keinesfalls auf den Außenhandel und die zur Rücksicherung schreitenden Gegenkontrahenten des letzteren, die Bankwelt usw., mit deren Auftreten auf dem Terminmarkt wir uns noch eingehend zu befassen haben werden. Vielmehr werden auch die übrigen Grundposten der Zahlungsbilanz in mehr oder weniger starkem Ausmaße von ihr berührt. Das gilt für Versicherungsverträge wie für Transportvereinbarungen, für Anleihepolitik, für die Spekulation wie vor allem auch für denjenigen Posten, der auf die Ausgleichung der Zahlungsbilanz und Überbrückung zeitweiser Verschiebungen des Verhältnisses von Angebot und Nachfrage eine ausschlaggebende Rolle spielt, den Arbitrageverkehr. Bei ihm sei kurz verweilt.

b) Die Arbitrage¹.

Auch im Zinsarbitrage- und Wechselpensionsverkehr² empfiehlt es sich für die beim Abschluß des Geschäftes formell das Währungsrisiko übernehmende Partei, dieses durch Kurssicherungsgeschäfte auf andere Schultern abzuwälzen. Ja, oft werden derartige Trans-

¹ Einen kurzen Überblick über die hier in Frage kommenden Arten gibt Walb im Taschenbuch für Kaufleute, 60. Aufl., Bd. 2, Leipzig 1927, S. 356ff.

² Ebenda. — Vgl. in diesem Zusammenhang Fritz Suntych: „Die Technik der Wechselpensionen“ in Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung (im folgenden: Z. f. hw. F.) Jg. 6, Leipzig 1909/10. S. 16 u. 57ff.

aktionen hierdurch überhaupt erst ermöglicht! Die mit der Kurssicherung verbundenen Unkosten werden in solchen Fällen für den zu Deckungsabschlüssen Schreitenden eine entsprechende Gewinnerhöhung aus den eigentlichen Arbitragegeschäften erfordern, damit ihm der Abschluß letzterer überhaupt lohnend erscheint. Der von ihm zu gewährende Schiebungssatz wieder muß dem Gegenkontrahenten des Sicherungsgeschäftes einen genügenden Anreiz bieten zur Übernahme des Risikos, wird also weitgehend durch die Größe und Richtung der zu erwartenden Währungsveränderungen bestimmt.

Überschreiten die Verlustgefahren ein gewisses Ausmaß und steigen daher die mit der Versicherung verbundenen Unkosten im Vergleich zur Diskontdifferenz, so werden diese Abschlüsse immer mehr und mehr einschrumpfen, und selbst eine starke Erhöhung des ausländischen Diskontes wird die valutastarken Staaten usw. in immer geringerem Umfange zur Anlage in der zerrütteten Währung zu bestimmen vermögen, bis schließlich alle Bindeglieder Krankvalutariens mit den internationalen Geldmärkten unterbrochen sind.

Hingewiesen zu werden verdient in diesem Zusammenhang noch auf die Tatsache, daß an Stelle der Zinsarbitrage unter gleichzeitigem Abschluß eines Sicherungsgeschäftes auch eine Kombination zwischen Zins- und Reportarbitrage zu treten vermag¹. Daneben wäre noch kurz auf die Devisenreportarbitrage² abzuheben. Es erübrigt sich, näher auf diese einzugehen, bildet sie doch im Grunde genommen nur eine sinngemäße Anwendung der Effektenreportarbitrage. Schließlich gehört in diesen Rahmen noch die Termindevisenarbitrage, die inhaltlich auf eine kombinierte Devisen- und Devisenreportarbitrage hinausläuft. Auch sie ist bei J. Vogel durch Beispiel näher beleuchtet³. — Die gewöhnliche Devisenarbitrage, sei es nun, daß sie nur als Ausgleichs-, sei es, daß sie als Differenzarbitrage uns entgegentritt, interessiert uns in diesem Rahmen weniger. Das gleiche gilt hinsichtlich der Arbitrage zwischen dem eigentlichen Devisenmarkt und dem Notenhandel, wie auch ferner derjenigen, welche auf die Ausnutzung des Preisunterschiedes für große und kleine Abschnitte hinausgeht. Auch auf die für den Ausgleich der Zahlungsbilanz sehr bedeutsamen Wechsel- und Effekten-Terminarbitragegeschäfte, die sich nicht selten mit einer Devisenarbitrage verbinden, braucht hier nicht eingegangen zu werden.

2. Die Kurssicherung in Staaten schwankender Währung.

a) Schwankende Eigen- und stabile Gegenwährung.

1. Der Warenhandel. Unter der Voraussetzung stabiler Eigenwährung haben wir uns in unseren obigen Ausführungen im großen und ganzen der herrschenden günstigen Beurteilung des Devisentermingeschäftes als Hilfsmittel zur Kurssicherung angeschlossen. Nicht dagegen vermögen wir rückhaltlos der in der Literatur gleichfalls häufig vorgefundenen Befürwortung dieser Geschäftsart zuzustimmen, sobald

¹ Ein Beispiel dieser Geschäftskombination gibt Vogel, J., a. a. O. S. 43/44.

² Ebenda S. 45. ³ Ebenda S. 46.

es eine schwankende oder gar einseitig liegende Währung ist, in der die Sicherung gegen eine in der Wertseinheit der letzteren schwankende, tatsächlich aber weitgehend stabile Valuta vorgenommen werden soll. So wird beispielsweise in der Literatur, vielfach im Hinblick auf die deutschen Verhältnisse in der Inflationszeit, auf die großen Verluste hingewiesen, die für den sich nicht sichernden Importeur aus dem Ableiten der Eigenwährung entstehen¹.

Man argumentiert etwa wie folgt: Wenn der in der Inflationszeit in ausländischer Währung kaufende deutsche Importeur von einer Kurs-sicherung in Mark absieht, so erleidet er bei Ableiten letzterer in der Zeit zwischen Abschluß und Fälligkeit einen Verlust. Die Höhe desselben ergibt sich aus der Differenz der von ihm nunmehr zu leistenden Zahlung und der Summe, welche er aufzubringen gehabt hätte, wenn er die benötigten Devisen per Fälligkeitstermin vorgekauft haben würde. Dem ist zuzustimmen, sofern die gekaufte Ware auf den entsprechenden Tag gegen Mark vorverkauft ist. Gegebenenfalls würde unser Importeur am Fälligkeitstage alsdann den vereinbarten Markbetrag erhalten, während er seinerseits zur Abdeckung seiner Verpflichtungen eine höhere Summe aufzubringen hätte. Für die Beurteilung der als Verlust zu buchenden Differenz bleibt aber zu bedenken, daß die ihrer Errechnung zugrunde zu legende Wertseinheit eine andere ist als die Mark im Augenblick des Geschaftabschlusses. Ist kein Vorverkauf der Ware erfolgt, so bedeutet der infolge Nichtdeckung zwecks Devisenbeschaffung aufzubringende Mehrbetrag an Mark, von den nachstehend zur Sprache gebrachten Einschränkungen abgesehen, dagegen nur eine Gewinnminderung. Der Importeur würde in diesem Fall den Gegenwert einer festen Summe stabiler Währung aufzubringen haben, während die getätigte Sicherung die aufzuwendende Kaufkraft vielleicht auf einen Bruchteil des Gegenwertes reduziert und somit die Erzielung eines Konjunkturgewinnes herbeigeführt haben würde.

Für den sich in dieser schwankenden Währung sichernden, in stabiler Auslandswährung kaufenden bzw. verkaufenden Außenhandel bedeutet der Abschluß eines derartigen Geschäftes die Notwendigkeit der — späteren — Aufbringung bzw. die Gewißheit des — späteren — Erhalts eines bestimmten Nennbetrages in seiner eigenen Währung, einer bestimmten Summe „Nennmark“. Aber das war — wenn wir von den deutschen Verhältnissen in der Inflationszeit ausgehen wollen — letzten Endes auch das einzige. Denn tatsächlich konnte dieser Eingang des Markbetrages, den der Exporteur zu erwarten hatte, einen großen Gewinn in sich schließen — bei steigender Mark! —, andererseits aber

¹ Vgl. u. a. Schmaltz, Kurt, a. a. O. S. 72; ferner „Veröffentlichungen des Verbandes Sächsischer Industrieller“ H. 33: „Wiederaufnahme des Devisenterminhandels“. Dresden 1920. S. 5ff.

einen — oft erheblich höheren — Verlust bedeuten — bei sinkendem Marktwerte! Denn die Mark, auf Grund welcher der Vertrag abgeschlossen worden war, hatte mit der Mark, in welcher die Abwicklung getätigt wurde, nur den Namen gemein — „Nennmark“ —, wies aber im Vergleich zu letzterer eine mitunter sehr erhebliche Wertverschiebung auf. Die Kaufkraft der Mark bei Abschluß des Vertrages, etwa Ende Juni 1922, war eine ganz andere wie im Augenblick der Vertragserfüllung etwa Ende Dezember 1922! Die Verhältnisse lagen hier nicht ganz unähnlich denjenigen des Sparerers, der am Ende des ersten Halbjahres (1922) einen Markbetrag zurücklegte, welcher im Augenblick der beabsichtigten Verwendung (Ende 1922) bereits fast in ein Nichts zerflossen war. Wir sehen: von einer wirklichen Ausschaltung der Verlustmöglichkeit kann keine Rede sein! Das Termingeschäft sichert vielmehr in unserem Falle dem Exporteur nur den Eingang eines bestimmten Nennbetrages, nicht aber einer bestimmten Verfügungsgewalt, einer bestimmten Kaufkraft. In diese würde er — und auch das nur unter der bekanntlich nicht zutreffenden völligen objektiven¹ und subjektiven Übereinstimmung der Schwankungen des Außen- und Binnenwertes seiner Währung — vielmehr nur dann gelangen, wenn er von dem Vorverkauf Abstand nähme und die zu erwartenden Devisen erst in dem Augenblick, und zwar per Kassa verkaufen würde, in welchem sie bei ihm eingehen. Nur dann würde er in etwa denselben Vorteil aus seiner Kassatransaktion genießen, wie ihn der kurssichernde Exporteur eines Festwährungslandes aus dem Devisentermingeschäft zieht. Da diese Voraussetzung der dauernden Übereinstimmung des In- und Auslandswertes aber durchaus nicht gegeben ist, würde ein Kassaverkauf der Devisen bei Eingang tatsächlich keinesfalls eine Ausschaltung des Risikos bedeuten, wenn dasselbe hier auch einen geringeren Umfang annehmen mag als etwa der Verkauf per Termin bei Abschluß des Grundgeschäftes. Im letzteren Falle würde unser Exporteur im gegebenen Augenblick einen bei Abschluß bestimmten Papiermarkbetrag, im ersteren gleichfalls eine Papiergeldmenge, jedoch diesmal als Repräsentantin einer bereits bei Abschluß bestimmten Goldmenge erhalten bzw. den Gegenwert einer bestimmten Menge ausländischer Währung² — beides Größen, deren Wert sich unabhängig von dem Inlandsindex des kranken Währungsgebietes bewegt. Eine wirkliche Vermeidung jedweden Verlustes aus der Entwicklung des Wertes einer

¹ Unter objektiver Übereinstimmung sei hier die völlige Übereinstimmung der Schwankungen der äußeren und inneren Kaufkraft, unter subjektiver die Übereinstimmung der Schwankungen des Aus- und Inlandwertes der betreffenden Währungseinheit in bezug auf die für unseren Betrieb in Frage kommenden Gegenstände verstanden.

² Der Einfachheit halber nehmen wir vorerst an, daß der schwankenden Valuta, in welcher die Kurssicherung statthat, eine stabile Währung gegenübersteht.

schwankenden Heimatwährung ist also weder durch sofortigen Termin- noch durch späteren Kassaverkauf der Devisen möglich. Das gleiche trifft zu auf den Devisenkauf.

Eine — oben bereits gestreifte — Möglichkeit der Ausschaltung des Kursrisikos durch eine Devisenterminvereinbarung ist allerdings auch in diesem Falle für Ex- und Import gegeben, für ersteren dadurch, daß er die auszuführende Ware im Augenblick des Verkaufs zu festem Inlandspreis per Termin beschafft und gleichzeitig für die zu demselben Termin hereinzubekommende Valuta ein „Sicherungsgeschäft“ vornimmt. Entsprechend verfährt gegebenenfalls der Importeur. — Die Sicherung selbst schließt hier nur einen etwaigen Verlust aus der Gesamtheit der Transaktionen aus. Die aus dem Grundgeschäft errechnete Gewinnquote bleibt, wenn man von den Unkosten absieht, relativ unverändert. Absolut kann sie jedoch durch die Währungsentwicklung stark in Mitleidenschaft gezogen werden. — Diese Abschlüsse lassen wieder den Charakter des Handelshilfsgeschaftes besonders deutlich erkennen. In Kombination mit dem in Fremdwährung abgeschlossenen Warentermingeschaft bilden sie Gegenabschlusse zu Warenterminkaufen bzw. -verkäufen in eigener Währung. —

Rein formal betrachtet, können wir auch bei den gewöhnlichen Valutaterminvertragen in eigener kranker Währung von einer Kurssicherung sprechen. Doch sind die wirtschaftlichen Begleiterscheinungen derselben derart verschieden von denen, die wir bei der eigentlichen Kurssicherung des Handels im festvalutarischen Lande vorfinden, daß von auch nur annähernder Übereinstimmung — außer der rein formalen — nicht die Rede sein kann. Das Ziel, das dem Handel bei Abschluß des Kurssicherungsvertrages vorschwebt, nämlich die Ausschaltung der in den Währungsschwankungen gelegenen Verlustmöglichkeiten wird nicht nur nicht erreicht, sondern letztere können vielmehr durch das Eingehen eines Devisentermingeschäftes sogar noch eine erhebliche Erhöhung erfahren. — Wie hoch ist nun aber dieser etwaigenfalls für den Handel eintretende Verlust bzw. Gewinn, sofern er von der „Kurssicherung“ in seiner schwankenden Eigenwährung absieht? Er ergibt sich, wie aus dem Gesagten hervorgeht, nicht aus der Bewegung des Inlandwertes der Währungseinheit allein oder derjenigen ihres Auslandswertes. Für das Ausmaß dieser Gewinne bzw. Verluste ist vielmehr die Bewegung beider Bewertungen von Bedeutung. Einmal interessiert uns hier vor allem die Verschiebung der Spannung zwischen beiden, und zwar weniger deren absolute Größe, als vielmehr diejenige der Relationen dieser Spannungen zu den jeweiligen Inlandswerten, daneben aber auch die Frage, welche der beiden Bewertungen (Inlands- oder Auslandswert) die andere in den gegebenen Augenblicken überschreitet. —

Übersteigt der Binnenwert der Währung den Außenwert, so würde eine zwischen Abschluß und Erfüllung des Grundgeschäftes entstehende Verringerung der Spannungsrelation für den Exporteur einen Verlust, für den Importeur einen Gewinn bedeuten. Bei einer entgegengesetzten Lage von Binnen- und Außenwert der Heimatwährung ergibt sich das umgekehrte Bild. Die Verringerung der Spannungsrelation wird seitens des Exporteurs begrüßt werden, während sie für den Importeur nachteilig ist. Eine Vergrößerung der Spannungsrelation bedeutet in den aufgezeigten Fällen jeweils das entgegengesetzte Bild für die beiden in Frage stehenden Interessenten. — Kreuzen sich in der Zeit zwischen Abschluß und Abwicklung des einzelnen Grundgeschäftes die Kurven der In- und Auslandswertbewegung, so würden die Wirkungen der Spannungsverringerung vor der Erreichung des Schnittpunktes eine Verstärkung durch diejenigen der entstehenden und steigenden Spannungsrelation auf der anderen Seite der Inlandkurve erfahren.

Um die aus der Entwicklung der schwankenden Eigenwährung sich für den Außenhandel ergebenden Risiken auszuschalten, wäre es erforderlich, sich gegen all diese Verschiebungsmöglichkeiten in den Spannungsrelationen zu sichern. Solange diese Spannungen nicht wegfallen, ja teilweise sogar im Interesse der sozialen Entwicklung künstlich geschaffen und gehalten werden, ist hierzu jedoch eine Möglichkeit nicht gegeben. Ist eine vollständige Ausschaltung des Risikos somit in dem vorliegenden Falle nicht erzielbar, so bleibt doch noch immer die Frage offen, ob nicht ein Terminabschluß — Sicherung in der eigenen Währung — zur Eindämmung des an sich aus diesen Schwankungen möglichen Verlustes führen kann. Diese Frage ist nicht ohne weiteres zu bejahen oder zu verneinen; ihre Beantwortung ist vielmehr davon abhängig zu machen, ob in dem einen oder dem anderen Falle die Verlustgefahr größer ist. Bei Vorliegen eines derartigen Termingeschäftes ergibt sich das Risiko aus den Verschiebungsmöglichkeiten des Inlandwertes der Eigenwährung, während es in dem anderen Falle abhängt von der Entwicklungsmöglichkeit der Spannungsrelationen. Würde man das inländische Preisniveau infolge nur geringer auf die Geldseite rückführbarer Änderungen als einigermaßen stabil ansehen dürfen, so wird man sich für einen Terminabschluß seitens des Exporteurs aussprechen können, wenn die Auslandsbewertung unter derjenigen liegt, die der inländischen Kaufkraft entspricht, dagegen im umgekehrten Falle. Entsprechendes gilt vice versa für den Importeur. Daneben können noch die mannigfachsten anderen Momente auf die Entscheidung einwirken. Die Kostenfrage, die voraussichtliche Weiterentwicklung des Binnen- und Außenwertes u. a. mehr dürfen nicht aus dem Auge gelassen werden. — Bei andauerndem Über-

steigen der Schwankungen der Spannungsrelationen durch diejenigen des sich um eine stabile Mittellinie herum bewegenden Inlandwertes haben wir in etwa ein ähnliches Bild vor uns. Die Entscheidung wird weitgehend von der jeweiligen Lage der Wertkurve zu der stabilen Mittellinie abhängig zu machen sein, wobei allerdings auch hier wieder all die oben aufgeführten Momente Berücksichtigung verdienen. —

Wenden wir uns nunmehr dem Fall einer einseitigen Entwicklung der Binnen- und Außenwertkurve der Heimatwährung zu, ihrem nachhaltigen Steigen oder nachhaltigen Abgleiten! Greifen wir zunächst den letzteren Fall heraus und nehmen an, die Eigenwährung weise eine stark sinkende Tendenz auf und die Wirtschafts-, Finanz- und Währungslage lasse mit Sicherheit einen weiteren Verfall erwarten! Ganz abgesehen davon, daß nunmehr der in Auslandswährung verkaufende Export in immer stärkerem Ausmaße von Sicherungsgeschäften Abstand nimmt, der Import dagegen weitgehend jede sich ihm darbietende Gelegenheit zu Devisenvorkäufen ergreift, versucht alsbald nach Erkennung der Sachlage ein jeder, vom Selbstinteresse, vom Streben nach Substanzerhaltung geleitet, seine eigene Währung in die Fremdvaluta einzutauschen. Teils durch gesetzgeberische Maßnahmen, teils durch Schaffung stabiler Recheneinheiten oder auch „wertbeständiger“ Papiere wird vielfach versucht, diesem immer stärkeren Andrängen auf den Devisenmarkt entgegenzutreten. In Deutschland sind diese Funktionen seinerzeit teilweise auf die verschiedenen wertbeständigen Anleihen übergegangen. Doch reichten diese auch nicht annähernd aus, den Hunger nach Werterhaltungsmitteln zu befriedigen. Die Terminspekulation in Dollarschätzen, die vorübergehend einen starken Umfang angenommen hatte, wurde seit Juli 1923 infolge gesetzlicher Maßnahmen eingestellt.

In etwa ein Spiegelbild bieten die Verhältnisse bei starkem Anziehen der Eigenwährung. Nicht selten finden wir alsdann ein Andrängen auf den Terminmarkt zwecks Verkaufs von Termineisen seitens des Handels vor, sei es nun, daß dieser sich gegen etwaigen „Währungsverlust“ aus dem getätigten Grundgeschäft zu decken beabsichtigt, sei es, daß er sich gegen den aus dem „Sinken“ der Devisen möglicherweise sich ergebenden Preisfall sichern will oder daß bei ihm wie auch bei anderen auf den Markt tretenden Kreisen bewußt spekulative Interessen den Ausschlag für seine Vorverkaufsabsichten geben.

Der für den Fall der Nichtdeckung befürchtete Verlust aus dem „Sinken“ der an sich stabilen Gegenwährung ist übrigens nur insofern ein effektiver, als eine vom Standpunkt des Außenhandels unerwünschte Verschiebung des Spannungsverhältnisses zwischen Inland- und Auslandwert der heimischen Valuta eintritt. Auch davon abgesehen, kann aber vorliegendenfalls ein „Sicherungsgeschäft“ für den Exporteur ge-

boten erscheinen, um ihm den Entgang eines Gewinnes zu ersparen, der anderen Kreisen, welche vielleicht auf ihren Beständen an Heimatwährung sitzengeblieben sind, aus dem Wertzuwachs deren Einheit zufließt. —

Zum Schluß sei noch kurz der Fall betrachtet, in welchem im Gegensatz zu dem bisher erörterten Verhalten die Aus- und Einfuhrgeschäfte unter Zugrundelegung der schwankenden heimischen Währung erfolgen. Dieser vermag unter Umständen insofern ein neues Bild zu ergeben, als es sich nunmehr empfehlen kann, zu einer Sicherung gegen das mit deren Schwankungen verbundene Risiko zu schreiten. Technisch würde sich die Sache etwa so abspielen, daß der Exporteur die zu einem bestimmten Zeitpunkt zu vereinnahmenden Beträge per Termin in Devisen umwandelt und diese Devisen alsdann in dem Augenblick, in welchem er des Gegenwertes wieder bedarf, per Kassa verkauft. Der Importeur würde hingegen für den Termin, in welchem er Zahlung zu leisten hat, Devisen vorverkaufen, um sich bei Fälligkeit auf dem Markt einzudecken. — Für die Entscheidung, unter welchen Umständen zweckmäßig zu einer derartigen Maßnahme gegriffen werden soll, unter welchen nicht, ist die Tatsache ausschlaggebend, daß sich bei einer Nichtsicherung das Risiko aus den Verschiebungen des Inlandwertes ergibt, daß dagegen ein Sicherungsabschluß dieses in ein solches aus den Bewegungen der Spannungsrelation überführt. Nach den obigen Ausführungen dürfte es sich erübrigen, bei Einzelheiten zu verweilen. Auch über die Verhältnisse bei der einseitig liegenden Heimatwährungsentwicklung können wir zur Tagesordnung übergehen, da sie uns theoretisch keine neuen Gesichtspunkte bieten. —

Die Betrachtung der wirtschaftlichen Bedeutung, welche sich für den Handel des währungsranken Staates aus diesen verschiedenartigsten Devisentermingeschäften ergeben kann, ist mit obigen Ausführungen noch keineswegs erschöpft. Sofern der Geschäftsverkehr mit dem Auslande aus irgendeinem Grunde auf der kranken Heimatwährung aufzubauen ist, wird unserem Gebiete nicht selten durch diese Ermöglichung erst eine Brücke zur Teilnahme am internationalen Warenhandel geschlagen bzw. belassen. Die Vorteile, welche sich dem Geschäftsfreunde des Festwährungslandes unter solchen Verhältnissen aus den Devisenterminabschlüssen ergeben, fallen auch auf den Handel des valutaschwachen Staates zurück. Wäre etwa für die liefernden ausländischen Häuser keine Möglichkeit zum Sicherungsabschluß vorhanden, so würden sie wahrscheinlich sehr erhebliche Risikozuschläge in die Preise einkalkulieren, welche andernfalls zurücktreten bzw. durch die Berücksichtigung der Sicherungskosten ersetzt werden. Die erhöhten Preise würden nach Möglichkeit weitergewälzt werden und so den Konsum treffen. Gleichzeitig aber bedeuten sie ein inflationsförderndes

Moment. Hingewiesen sei an dieser Stelle noch kurz darauf, daß sich der Mangel an Sicherungsmöglichkeit auf den Preis der aus dem schwachvalutarischen Staate auszuführenden Artikel sehr wohl in entgegengesetzter Richtung auszuwirken vermag. Bietet nämlich das übrige Ausland seine Waren — vom Standpunkt des herangezogenen festvalutarischen Importlandes aus gesehen — zu gleich günstigen Bedingungen wie der währungsranke Staat an, so läuft letzterer unter der gemachten Voraussetzung Gefahr, ausgeschaltet zu werden. Auch bei Terminabschlußmöglichkeiten muß allerdings berücksichtigt werden, daß die Ausfuhrware des krankvalutarischen Staates ebenso wie die auf Grund der Währung des letzteren zu errechnenden Einfuhrartikel zur Einkalkulierung der Schiebungssätze fähig sein müssen. In etwa treten bei wirklich schwankender Lage die hier vorhandenen Bedenken insofern ein wenig in den Hintergrund, als den in dem einen Zeitpunkt auftretenden Zuschlägen im anderen Abschläge gegenüberstehen, so daß tatsächlich diese Sicherungen nicht mit allzu erheblichen Unkosten verbunden zu sein brauchen.

2. Der Kreditverkehr. Die Vorteile, welche sich durch diese Terminabschlußmöglichkeit bieten, beschränken sich nicht nur auf den Warenhandel, sondern erstrecken sich ebenso wie in Gebieten stabiler Währung auch auf andere Wirtschaftszweige. Unter ihnen sei im folgenden nur kurz der Kreditverkehr herausgegriffen. Insbesondere für kurzfristige Kreditgewährungen des In- und Auslandes spielt unsere Geschäftsart eine sehr wesentliche Rolle. Auf ihre Bedeutung für den Rembourskredit hat bereits v. Schulze-Gaevernitz¹ unter Abhebung auf die russischen Verhältnisse der 90er Jahre verwiesen. Von währungspolitisch noch größerer Wichtigkeit ist dagegen der durch diese Sicherungsmöglichkeit für das währungsranke Gebiet gegebene Anschluß an den internationalen Zinsarbitrageverkehr, an die Solidarität der Geldmärkte mit ihrem — vielfach allerdings überschätzten — beruhigenden Einfluß auf die Währungswert- und Diskontentwicklung.

b) Schwankende Eigen- und schwankende Gegenwährung.

Eine Komplizierung erfährt die Lage, wenn der schwankenden Währung des Inlandes eine gleichfalls heftigen Kursbewegungen ausgesetzte ausländische Valuta gegenübersteht. Entwickeln sich hier die beiden Währungen in völliger Unabhängigkeit voneinander, so wird einer gewissen Sicherungspolitik das Wort zu reden sein. Bewegen sich die Schwankungen der heimischen Währung in engen Bahnen, dann liegen die Verhältnisse ziemlich einfach. Man wird ebenso verfahren können, wie wenn eine stabile Eigenwährung einer schwankenden Valuta gegenüberstände, d. h. einen Sicherungsabschluß unmittelbar zwischen

¹ Vgl. Rußland S. 506.

den beiden Währungen tätigen. Daß hier Umwege einschlagbar sind, um etwa mittels einer Zwei- oder Dreiplatzarbitrage günstigere Kurse herauszuschlagen, führt keine grundsätzliche Veränderung der Lage mit sich. — Ist dagegen auch die eigene Währung stärkeren Ausschlägen unterworfen, so wird man zweckentsprechend das aus den Schwankungen der Gegenwährung resultierende Risiko durch Terminkauf bzw. -verkauf derselben gegen eine dritte feste Valuta ausschalten. Ob gleichzeitig zu einer Kurssicherung gegen die eigene Währung in Festvaluta geschritten werden soll, hängt von der jeweiligen Lage ab. Wir verweisen dieserhalb auf das oben¹ Gesagte.

An Stelle der bei beiderseits schwankenden als Hilfsvaluta herangezogenen dritten stabilen Währung könnten auch andere Mittel als Unterlage für das Sicherungsgeschäft dienen. So würde es bei der hervorragenden Bedeutung, welche das Gold in der Währungspolitik der meisten für den Weltverkehr bedeutenden Staaten spielt, z. B. in Frage kommen, dieses für unsere Zwecke heranzuziehen.

B. Die Spekulation.

Als zweite große Gruppe von Terminvereinbarungen erwähnten wir die spekulativen Abschlüsse. Daß diese keinesfalls auf dem Terminmarkt der Börse beschränkt sind, wurde bereits hervorgehoben. Zunächst findet durchaus keine Bindung an den Börsenmarkt statt. Auch für die Sicherungsgeschäfte des Handels mit den Privatbanken und insbesondere für die von diesen abgeschlossenen Rücksicherungsverträge spielen sie eine erhebliche Rolle — ist doch letzten Endes hierher jedwede Übernahme des Risikos zu rechnen, das sich aus den Währungsschwankungen der zugrunde liegenden Devisen ergibt. Spekulation ist auch die Nichtversicherung des Ex- bzw. Importeurs, soweit sie auf Kursgewinnerzielung hinausläuft. — Daß sie darüber hinaus keinesfalls an den Terminmarkt gebunden ist, haben wir bereits oben gesehen². Dennoch ist es ihr Auftreten, das vielen die Einführung eines Termingeschäftes in Devisen ebenso wie auf den Effekten- und Warenmärkten besonders unerwünscht erscheinen läßt, indem ihr an sich ungünstige volkswirtschaftliche Begleiterscheinungen, insbesondere preispolitischer Art, zur Last gelegt werden. Wir werden die gegen die Terminspekulation erhobenen Vorwürfe einer eingehenden Prüfung unterziehen, um auf diese Art und Weise eine möglichst vorurteilsfreie Stellungnahme ihr gegenüber zu gewinnen. Selbstverständlich werden wir dabei unser Hauptaugenmerk auf ihre Kursbeeinflussung zu richten haben. In dieser Hinsicht sind eingehendere Untersuchungen bislang kaum angestellt worden. Soweit dieses jedoch der Fall ist, stützt man

¹ Vgl. oben S. 19 ff.

² Vgl. oben S. 3 ff.

sich im allgemeinen auf Vermutungen. Verwiesen sei vielleicht auf Kramar¹, der der Spekulation in seinem Werke über das österreichische Währungsproblem an Hand des ihm vorliegenden Materials für die ruhigeren Zeitläufte einen günstigen Einfluß zuspricht, dagegen in Zeiten größerer politischer und wirtschaftlicher Unübersichtlichkeiten die heftigen Agioausschläge zu erheblichem Teil auf ihr Konto schiebt. Und ähnlich Koranyi, wenn er schreibt: „Die Valutaspekulation mochte in Zeiten von Vorteil sein, da die Wechselkurse innerhalb nicht allzu weiter Grenzen schwankten, sie wird aber zur Gefahr, wenn die Kursbewegung statt einer schwankenden eine dauernd sinkende oder steigende Tendenz angenommen hat. Was früher Ausgleich war, wird hier Übertreibung, was früher Rückkehr in die Gleichgewichtslage bedeutete, wird hier Beschleunigung der unerwünschten Entwicklung.“² In seiner Kritik zu dieser Auffassung hebt v. Schulze-Gaevernitz³, sich gegen Kramar wendend, hervor, daß selbst, wenn diesem der Beweis für seine Behauptungen und Ausführungen gelungen sei, hieraus noch keine zu weitgehenden Schlüsse auf die Einwirkungen des Termingeschäftes und der Spekulation in ausländischer Währung gezogen werden dürften. Überhaupt vermöge die Wirkung beider auf eine bestimmte Währung zu einem bestimmten Zeitpunkt günstigstenfalls gewisse Anhaltspunkte zu geben für die an die beiden Geschäftsarten in anderen Währungen oder auch in der gleichen Währung unter völlig veränderten Verhältnissen zu knüpfenden Erwartungen. Allenfalls können hier möglicherweise eintretende Tendenzen aufgezeigt werden.

Im folgenden werden wir unsere Aufmerksamkeit zunächst der Bedeutung der Spekulation für die Kursgestaltung auf dem Terminmarkt zuwenden. Was diese anbetrifft, so wird vielfach im allgemeinen in erster Linie auf die durch ihr Eingreifen herbeigeführte Marktverbreiterung hingewiesen. Diese sowie die Spekulation erfahre eine besondere Förderung durch die Ermöglichung oder doch jedenfalls Erleichterung des Blankoverkaufs. Von einer scharfen Trennung der Ursachenreihen dieser Marktverbreiterung in jene, welche auf den Terminmarkt als solchen, und jene, welche auf die Terminspekulation rückführbar sind, wird bei der weitgehenden Verkoppelung beider im allgemeinen mit Recht Abstand genommen. — In erster Linie im Hinblick auf diese Marktverbreiterung verspricht man sich von der Terminspekulation — nicht unbestritten — einmal eine Einschränkung der Kursausschläge. Die durch die Erfahrung erwiesenen nicht gerade seltenen

¹ Kramar, Karel: Das Papiergeld in Österreich seit 1848, Leipzig 1886, insbesondere 2. Kapitel.

² Koranyi, Karl: „Die Erfolge der zentralen Devisenbewirtschaftung“ in „Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik“. Neue Folge Bd. 5, Wien 1925. S. 74. ³ Rußland S. 513.

entgegengesetzt laufenden Tendenzen werden durch die Befürworter alsdann vor allem auf Auswüchse der Spekulation zurückgeführt. Darüber hinaus erhofft man von dieser Geschäftsart vereinzelt eine kurz-befestigende Tendenz. Doch wird das Hervorrufen einer nachhaltigen Wertveränderung durch die Spekulationserleichterung im großen und ganzen in Abrede gestellt. —

Während eine etwaige Marktverbreiterung im Effekten- und Warenhandel infolge der dortigen Konzentrierung des Hauptgeschäftes auf den Terminmarkt mit der Tatsache eines im Vergleich zum früheren Kassageschäft erweiterten Termingeschäftes zusammenfällt, trifft das auf unserem Gebiete nicht mit der gleichen Wahrscheinlichkeit zu. Selbst wenn hier etwa in Zeiten starker Währungsschwankungen der Terminhandel einen erheblichen Umfang annimmt, so wird das Schwergewicht immer noch auf dem Kassamarkt liegen. Damit im Zusammenhang steht die Erscheinung, daß grundsätzlich die Ermöglichung von Devisenterminabschlüssen durchaus nicht in dem gleichen Ausmaße wie möglicherweise auf anderen Gebieten zu einer Erweiterung des Gesamtmarktes führt. Zudem werden Devisen an allen größeren Märkten gehandelt, während die Einführung des Terminmarktes vielfach nur lokal erfolgt. Weiterhin ist die hier gegebene Abweichung auf die ganz verschiedenen Mengen an vorhandenem effektiven Material — Angebotseite — sowie den grundsätzlich viel weiter reichenden Verwendungszweck der jeweiligen Währungseinheit im Vergleich zum einzelnen Papier bzw. zur einzelnen Warenart — Nachfrageseite — zurückzuführen. Das wieder erwirkt, daß auf dem Devisenkassamarkt in normalen Zeiten stets selbst sehr große Summen abgegeben oder aufgenommen werden können, ohne daß durch diese der Kurs irgendwie nennenswert beeinflußt wird. — Zu der behaupteten Marktverbreiterung trägt auf den beiden anderen in Frage stehenden Gebieten weitgehend die Ermöglichung oder doch jedenfalls Erleichterung des Arbitragehandels bei. Auf dem Devisenmarkt verliert dieses Moment in diesem Zusammenhang insofern an Bedeutung, als sich hier die Arbitrage gleichfalls zu erheblichem Teil auf dem Kassamarkt abspielt. — Aber auch hinsichtlich des Effektenhandels bleibt die Behauptung der unbedingt größeren Marktbreite des Termingeschäftes nicht unbestritten. Grundsätzliche Einwände werden erhoben von Göppert¹, der die bei Einführung des Termingeschäftes in einem Papier vielfach beobachtete Kursbesserung nicht nur auf die marktbildende Kraft dieser Handelstechnik, sondern vielmehr in erster Linie auf die Tatsache zurückführt, daß die Spekulation von der Bewegung lebt und für diese jeden Anlaß wahrnimmt. Überall spiele diese bessere Handelsform bei der Kursbildung nur eine sekundäre Rolle. Wo für ein Papier speku-

¹ Börsentermingeschäft S. 56/57.

latives Interesse bestehe, wende das Publikum sich ihm auch bei Nichtvorhandensein des Termingeschäfts zu, während nichtvorhandenes Interesse auch nicht durch dieses geweckt werde. Aus Enttäuschung über die Kursentwicklung nach Zulassung des betreffenden Papiers zum Terminhandel habe man seine Einführung daher bereits des öfteren als Baissemoment angesehen. Die durch das Termingeschäft erleichterte diesgerichtete Spekulation trete eben nicht nur übertriebener Hausselage entgegen, sondern laufe selbst Gefahr zu Übertreibungen.

Für die Breite des Terminmarktes spielt u. a. die Regelung der Fälligkeitszeitpunkte eine ausschlaggebende Rolle. Prolongations- und Abwicklungsprobleme¹ lassen es, wie weiter unten noch näher dargelegt werden wird, ohne weiteres erklärlich erscheinen, daß die Dinge verschieden liegen, je nachdem, ob etwa als Liquidationstermin ein oder doch nur wenige Tage im Monat in Frage stehen, oder ob der Abschluß per 1, 2, 3 Monate usw., gerechnet vom Tage der Geschäftsvereinbarung ab, getätigt werden kann.

Wie soll sich nun diese im Vergleich zu dem Umfang des bisherigen Kassamarktes größere Breite des Terminmarktes, die im allgemeinen als selbstverständlich hingenommen wird, auswirken? — In der Theorie werden auf sie, wie bereits erwähnt, einmal eine Einschränkung der Kursausschläge, daneben eine gewisse Kursbefestigung zurückgeführt.

Was zunächst letzteren Punkt anbetrifft, so sei in dem Termingeschäft eine dem Spielbedürfnis stärker entgegenkommende Abschlußart zu erblicken. Hierdurch werde eine gesteigerte Nachfrage nach den in Frage stehenden Devisen erwirkt, zumal unter diesen Umständen die Gefahr zurücktrete, im gegebenen Augenblick auf der betreffenden Valuta sitzenbleiben zu müssen. Von diesem Gesichtspunkt aus wurde denn auch in Deutschland seinerzeit die Eröffnung des amtlichen Markterminverkehrs in Holland begrüßt².

Gehen wir bei unseren nachfolgenden Betrachtungen zunächst von einem Staate mit stabiler Währung aus und nehmen an, daß an seiner Börse ein Devisenterminhandel stattfindet! Dieser kann sich auf die verschiedensten Gegenwährungen erstrecken. Soweit letztere nur unwesentliche Kursverschiebungen aufweisen, wird sich das Termingeschäft in geringem Umfange halten. Die Spekulation tritt fast nur zwecks Übernahme des Kursrisikos gegen Entgelt auf den Markt. Von dessen Technik ist eine unmittelbare Kursbeeinflussung alsdann nicht zu erwarten. Gesetzt den Fall, daß eine besondere Lage dennoch zu einer solchen führen würde, so würde sie sich in engen Grenzen halten. Im Lande der Gegenwährung würden wir eine entgegengesetzte Lage vor-

¹ Vgl. unten S. 33 ff.

² Vgl. v. Schulze-Gaevernitz, G.: Zum Vorschlage einer Valutaterminbörse in Amsterdam, a. a. O.

finden. Würde dort eine Änderung der Kurse nicht eintreten, so hätten wir auch hier im Vergleich zu der Notierung in dem zuerst betrachteten Staate einen Überparitätskurs vor uns, der alsbald ausarbitriert sein würde. Dasselbe gilt, wenn auch hier eine vom Terminmarkt ausgehende Devisenkursbefestigung im Einzelfalle würde feststellbar sein. — Überparitätskurse sind, selbst wenn sie durch diese Lage herbeigeführt werden könnten, übrigens auch ohne ausgebildeten Devisenterminmarkt nichts Außergewöhnliches. So stellt Schär¹ 1908 an Hand allerdings nicht sehr eingehender Statistiken fest, daß von 7 herangezogenen Staaten 5 die deutsche Valuta höher bewerteten, als es zu dem gegebenen Zeitpunkt in Berlin der Fall gewesen sei. Die von ihm hieraus gezogene Folgerung, daß die Verhältnisse an den betreffenden Auslandsbörsen auf eine Befestigung der Mark hinauslaufen müßten, wird in der Literatur im allgemeinen nicht geteilt². Wie dem aber auch sei: es ist jedenfalls kaum zu bezweifeln, daß derartige Lagen nicht oder doch nur ganz unwesentlich als Folge des Termingeschäftes zu betrachten sind. — Ist die Gegenwährung stärkeren Kursausschlägen unterworfen, so nimmt die Termispekulation und mit ihr die Terminmarktbreite einen größeren Umfang an. Kann ein Steigen der Kurse der Gegenwährung mit Sicherheit erwartet werden, so mag die Erleichterung ihres Kaufes zu einer weiteren Befestigung beitragen. Das gilt im besonders starken Maße dann, wenn etwa der inländische nicht spekulierende Gegenkontrahent bei Abschluß seines Terminverkaufes sich auf dem Kassamarkte eindeckt. Selbstredend hat auch die Ausdehnung des Terminkaufes vorliegendenfalls ihre Grenzen, die, für jeden Spekulanten verschieden, sich durch einen Vergleich zwischen dem erhofften Gewinn und den mit zunehmenden Kaufaufträgen verbundenen steigenden Terminpreisen bestimmen lassen. — Weist die Gegenwährung aus irgendeinem einschneidenden Grunde sinkende Tendenz auf, so wird keine noch so gute Organisation des Terminmarktes dem Abgleiten auf die Dauer Einhalt gebieten können. Die Leerverkaufsmöglichkeit zieht vielmehr *ceteris paribus* mit Wahrscheinlichkeit eine Verschärfung der Lage für die kranke Währung nach sich.

Der Erwartung einer Kursbefestigung durch das bloße Bestehen des Terminmarktes können wir uns so jedenfalls in dieser allgemeinen Form nicht anschließen, zumal auch das Ausgehen von dem Staate kranker Währung nicht zu einer Änderung der Beurteilung beiträgt. Allerdings weist die Betrachtung unter diesem Gesichtswinkel eine Reihe von Sonderlagen auf, die im folgenden kurz berührt seien. Da ist zu berück-

¹ Schär, Joh. Friedr.: Zahlungsbilanz und Diskont. Berlin 1908. S. 54.

² Vgl. u. a. Mahlberg, Walter: Der Kurs des Frankenwechsels in Z. f. hw. F., 4. Jg., Leipzig 1907/08, S. 407/08, sowie Schmalenbach, E.: Der Kurs des Pfund-Sterling-Wechsels, ebenda, 3. Jg., Leipzig 1906/7, S. 254/55.

sichtigen, daß die „Haussespekulation“ vom Standpunkt der Heimatwährung in diesem Falle „unerwünscht“, während die „Baissespekulation“ hingegen ihrerseits sich in einer „günstigeren“, die Eigenvaluta befestigenden Richtung auswirkt. Der Leerverkaufsmöglichkeit, die sich auf die Heimatwährung kurssteigernd auswirkt, steht die „Leerverkaufsmöglichkeit“ gegenüber, d. h. die Möglichkeit, ohne — im Abschlußaugenblick — vorhandene Barmittel zu kaufen.

Die theoretisch gegebene Erleichterung einer Baisse- und Haussepekulation durch das Termingeschäft birgt bedeutende Gefahrenmomente in sich, sobald die Eigenwährung eine einseitige — insbesondere fallende — Entwicklung aufweist. In letzterem Falle ist die Möglichkeit des Leerverkaufs von Devisen technisch zwar noch gegeben, praktisch kommt sie aber nicht mehr in Frage, während auf der anderen Seite die „Haussespekulation“ in Devisen zu den stärksten Auswüchsen führt. Diese gewinnt durch das Vorhandensein des Termingeschäftes infolge der Erleichterung der Kreditspekulation erheblich an Nahrung. Die „Flucht aus der Eigenwährung“ droht alsdann noch ganz andere Ausmaße anzunehmen, als es bei ihrer Beschränkung auf den Kassamarkt der Fall ist. Der Terminhandel in Devisen würde unter derartigen Lagen unseres Erachtens auf Ablehnung stoßen müssen, es sei denn, daß eine plötzliche Kontraktion des Notenumlaufs und Kredits oder doch zum mindesten eine in eine Einstellung überleitende Einschränkung der Inflation im Bereiche der Möglichkeit liegt. Alsdann mag hier allerdings durch eine Aufschwängung der Haussespekulation bzw. des gegen die Heimatwährung à la baisse spekulierenden Handels sowie der „Flüchtlinge“ diesen ein erheblicher Schlag versetzt zu werden. Das wieder wir unter Umständen zu einer Erleichterung der auf eine Besserung der Lage hinauszielenden Politik beitragen. —

Was nun die Einebbung der Kursausschläge betrifft, so wird man auch dieser Auffassung nur sehr bedingt beipflichten können. Die u. a. zur Stützung dieser Behauptung herangezogene Beweisführung, daß sich vorliegendenfalls, rein theoretisch betrachtet, zwei große Parteien mit entgegengesetzten Interessen gegenüberstehen und sich hieraus eine günstige Beeinflussung der Preisgestaltung ergebe, ist nicht stichhaltig. Dieser Argumentation ist vielmehr im Anschluß an die Börsenenquête sowie die auf diesem Gebiet erschienene Literatur entgegenzuhalten, daß die per Termin abschließenden Käufer und Verkäufer „nicht in allen Fällen Vertreter zweier sich bekämpfenden Gruppen darstellen müssen“¹. Es könnten vielmehr „sowohl ausschließlich als überwiegend Baisseengagements als auch Hausseengagements und natürlich auch Hausse- und Baisseengagements zu gleicher Zeit bestehen“².

¹ Prion, W.: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse (im folgenden: Preisbildung). Leipzig 1910. S. 77. ² Ebenda.

Weiterhin wird dem Termingeschäft im Hinblick auf die durch dasselbe herbeigeführte größere Marktbreite eine Nivellierung der Kurse nachgerühmt infolge der größeren Geneigtheit der Geldgeber, in kritischen Zeiten Terminpapiere hereinzunehmen als Kassapapiere zu beleihen. Der Kassaspekulant werde daher bereits leicht zu Realisierungen gezwungen, wenn der Terminspekulant noch durchzuhalten in der Lage sei. Dem wird wegen der besonderen auf dem Devisenmarkt gegebenen Lage für diesen im allgemeinen nur bedingt zuzustimmen sein. Die grundsätzlich leichte Verkäuflichkeit der Stücke per Kassa u. a. läßt auch die Beleihung der nur prompt gehandelten Währungen weniger gefahrvoll erscheinen.

In engstem Zusammenhang mit dem Problem der Marktverbreiterung steht die Befürwortung des Termingeschäftes als Mittel der Milderung der Schwankungsintensität im Hinblick auf die durch dasselbe erfolgende Eskomptierung der kommenden Preisgestaltung. Interessante diesbezügliche Untersuchungen sind, soweit der Warenterminmarkt in Frage kommt, von Gustav Cohn¹ und Moritz Kantorowicz² angestellt worden und haben seinerzeit der Börsenenquetekommission als Material für ihre Erörterungen auf diesem Gebiete vorgelegen.

Beide Autoren gehen von der Voraussetzung aus, daß der Börsenspekulation „die Aufgabe der Vorausberechnung des kommenden Preises aus gegenwärtigen Anzeichen“ zufällt, und beweisen an der Hand statistischer Unterlagen für die beiden Hauptgetreidearten, daß im Laufe der letzten Jahrzehnte vor Abhaltung der Enquete die durchschnittliche Differenz zwischen den Terminpreisen und den späteren tatsächlichen Effektivpreisen sich immer mehr und mehr verringert hat. Das gleiche gilt für die Maximalgrößen der Irrtümer, berechnet auf die einzelnen Dezennien. Der durchschnittliche Irrtum fiel für Roggen in der Zeit von 1850/60 bis 1880/90 von 13,81 auf 7,9%, seine jeweilige Maximalgröße, auf die gleichen Zeitläufe bezogen, von 30 auf 15,78%.

Die Tatsache der richtigen Vorausberechnung wird gleichfalls für den Effektermenhandel vielfach als gegeben betrachtet, ohne daß hieraus immer der Schluß einer gleichmäßigeren Preisgebarung gezogen worden ist.

Was das Devisentermingeschäft anbetrifft, so tritt uns die Auffassung der richtigen Vorwegnahme späterer Kursentwicklung vor allem auch bei Keynes — wenn auch nicht ohne jede Einschränkung — entgegen. Keynes belegt seinen Standpunkt mittels verschiedener Beispiele. So könne ganz allgemein die Feststellung gemacht werden, daß bei sehr erheblichen Margen zwischen Termin- und Kassakurs, die auf

¹ Cohn, Gustav: Statistische Untersuchung über die Wirksamkeit der Spekulation im Berliner Roggenhandel während der Jahre 1850—1867. Abgedruckt in den Drucksachen der Börsenenquetekommission, S. 317 ff, Berlin 1892.

² Kantorowicz, Moritz: Die Wirksamkeit der Spekulation im Berliner Kornhandel 1850—1890. Ebenda S. 324 ff.

eine große Lebhaftigkeit der Spekulation schließen lassen, diese sich oft auf dem richtigen Wege befinde. Der große Deport der Termindollars in London für die Zeit von November 1920 bis Februar 1921 „traf mit der sensationellen Steigerung des Sterlingkurses von 3,45 auf 3,90 zusammen. Dieser Deport war auf dem Höchststand, als das Pfund Sterling seinen tiefsten Stand erreichte, und war auf seinem tiefsten Stande Mitte Mai 1921, als das Pfund Sterling seinen höchsten Punkt auf dieser Kurve erreichte“.¹ Keynes erblickt hierin sowie in manchen anderen von ihm herangezogenen Beispielen einen Beweis dafür, „in welchem bemerkenswert genauer Weise der Durchschnitt der berufsmäßigen Börsenstimmung die Ereignisse voraussah“ und sich „demgemäß als nützlicher Faktor zur Mäßigung der wilden Schwankungen erwiesen habe, die sonst aufgetreten wären“.²

Zwei Fragen werden hier ineinander verquickt: die richtige Eskomptierung und die durch diese erwirkte Minderung der Schwankungsausschläge. Den hinsichtlich ersterer oft an den Tag getretenen reichlich starken Optimismus vermögen wir nicht zu teilen. Die von Keynes herangezogenen wertvollen statistischen Zusammenstellungen lassen allenfalls vereinzelt eine richtige Drehung der Spekulation in den gegebenen Augenblicken und wohl auch sonst nicht selten ein richtiges Vorausfühlen der Richtung der bevorstehenden Kursbewegung erkennen. Den weiteren Anforderungen, daß nicht nur die Tendenz, sondern auch deren Ausmaß richtig beurteilt wird, wird dagegen in währungspolitisch bewegten Zeiten vielfach nicht entsprochen. Das liegt zum nicht unerheblichen Teile allerdings in der auf diesem Markt für die Spekulation sich besonders schwierig gestaltenden Lage jedenfalls währungsranken Staaten gegenüber, müssen doch hier infolge der dem Staate gegebenen Ermöglichung einer mehr oder minder starken Inanspruchnahme der Notenpresse ganz andere Imponderabilien in Betracht gezogen werden! Hier wird die Spekulation oft in viel stärkerem Maß noch als auf anderen Gebieten und vor allem auch im Vergleich zu normalen Zeiten ein „Rechnen mit unbekanntem Größen“³ (Sombart). Näher als Keynes kommt unseres Erachtens in diesem Punkte Koranyi⁴ der Wirklichkeit, wenn er die Vorwegnahme der zu erwartenden Preisveränderungen durch die Spekulation auf währungspolitisch ruhige Zeiten beschränkt sieht.

Infolge dieser Stellungnahme muß uns aber auch die Einebnung der Kurvausschläge außerordentlich zweifelhaft erscheinen, welche auf das Vorhandensein dieser richtigen Eskomptierung zurückgeführt

¹ A. a. O. S. 133. ² Ebenda S. 135.

³ Dasselbe gilt in gleichem Umfange hinsichtlich einer etwaigen auf schwankender Währung aufgebauten Waren- und Wertpapierspekulation.

⁴ A. a. O. S. 58.

wird. Aber selbst wenn wir letztere einmal als gegeben betrachten würden, so scheint uns von hier aus bis zur Beruhigung der Kursentwicklung noch ein erheblicher Schritt zu trennen. Interessant ist in diesem Zusammenhang eine von Prion¹ wiedergegebene, allerdings auf das Effektergeschäft bezogene Äußerung des „Deutschen Ökonomen“ aus der Börsenkrisenzeit der 90er Jahre, die zwar das richtige Vorausfühlen des Entwicklungsweges zugibt, jedoch hervorhebt, daß die Börse ihn stets mehrere Male geht.

Für die Richtigkeit der Theorie der Beruhigung der Kursbewegung durch das Termingeschäft wird weiterhin nicht selten die u. a. von Max Weber vertretene Fallschirmtheorie ins Feld geführt, nach welcher die Baissespekulation bei starkem Sturz der Papiere zu Deckungskäufen übergeht und somit dem Fallen derselben mit Erfolg entgegentritt. Mit Recht führt Prion dieser an sich zweifelsohne zuzugebenden Tendenz gegenüber aus, daß die Baissiers an ein Eindecken bei ausbrechender Krisis gar nicht denken. Sie benutzen vielmehr, wie auch die Spekulationskrisen von 1890 und 1895 erwiesen hätten, die leisesten Anzeichen einer derartigen Krise zur möglichsten Verschärfung derselben durch erneute Blankoabgaben. Auf Grund der daraufhin einsetzenden Angstverkäufe des Publikums erst erfolgen einzelne Deckungskäufe². Eine in etwa ähnliche Lage ergibt sich, wenn bei entgegengesetzter Kursgestaltung die Haussepartei dem Kaufandrang der Gegenseite gegenüber vorerst nur geringe Abgabeneigung an den Tag legt.

Fernerhin fällt für die Beurteilung der kurspolitischen Bedeutung des Devisenterminhandels die Tatsache ins Gewicht, daß die auf dem Terminmarkt unentbehrliche Spekulation ein weitgehendes Interesse an den Schwankungen hat. Es ist nicht abzustreiten, daß hierin die Gefahr einer Verschärfung der Einzelbewegungen zu erblicken ist: „Wie oft kommt es nicht vor,“ heißt es in dem Bericht der Börsenenquete-kommission³, „daß jemand kaufe, obwohl er überzeugt sei, daß der Kurs bereits den Wert übersteige, lediglich in der Hoffnung, daß die an der Börse erzeugte und von ihr auf das Publikum übertragene Erregung den Kurs noch weiter steigern und er dann Gelegenheit haben werde, die erworbenen Wertpapiere zu teureren Preisen wieder zu veräußern.“ Und: „Der Terminhandel kann ohne Bewegung nicht existieren und sucht deshalb fortwährend durch erlaubte und unerlaubte Mittel, solche herbeizuführen — daher die häufigen Schwankungen“, führt ein Referent gelegentlich einer 1889 stattgehabten Erörterung der Münchener

¹ Preisbildung S. 121/22.

² Vgl. Preisbildung S. 157 sowie Börsengeschäfte S. 1062, ferner Göppert: Börsentermingeschäfte S. 58/59.

³ A. a. O. S. 78.

Handelskammer über den Kaffeeterminhandel aus¹. Auch Fuchs² betont in seiner Abhandlung „Der Warenterminhandel, seine Technik und seine volkswirtschaftliche Bedeutung“ den häufigen Versuch der Teilnehmer am Termingeschäft, den Kurs bei einer in der Lage der Dinge begründeten anderweitigen Entwicklung in die Richtung zu zwingen, in welcher man spekuliert hat. Ähnliche Hinweise finden sich bei Fröchtling³, Prion⁴ u. a. Besonders stark tritt zudem der ungünstige Einfluß der Spekulation auf die Preisbildung hervor, wenn ihre berufsmäßigen Teilnehmer nach einer Seite, die Außenseiter dagegen nach der anderen liegen. Nicht selten zeigen sich alsdann besonders im Zusammenhange mit einem etwaigen Ein- und Nachschußsystem zwecks Hinauswerfung der Outsiderspekulation schwere Auswüchse. Wir kommen darauf noch zurück⁵.

Aber auch hiervon sowie von der verschiedenen Kapital- und Macht-schwere der am Handel beteiligten Kreise abgesehen, darf die Bedeutung der Engagementsverhältnisse für die Kursgestaltung auf dem Terminmarkt nicht unterschätzt werden. Mit aller Schärfe hat in neuerer Zeit vor allem Prion auf diese Tatsache hingewiesen. „Bei überwiegenden Hausseengagements . . . kann es an neuen Käufern fehlen, selbst wenn andere Umstände . . . höhere Preise rechtfertigen. Andererseits können in solchen Fällen ungünstige Nachrichten leicht überstürzte Verkäufe und Preisrückgänge zur Folge haben, wenn die Haussiers das Bestreben zeigen, ihre Engagements plötzlich oder samt und sonders zu lösen. Bei überwiegenden Baisseengagements verfehlen ungünstige Nachrichten ihren Einfluß auf die Kurse, weil der Deckungsbegeh der Baissiers die Kurse hoch hält.“⁶ Entsprechend verhalten sich die Dinge sowohl bei stabiler als auch bei schwankender Eigenwährung auf dem Valutenmarkt.

In dem laufenden Kapitel haben wir uns bislang im wesentlichen mit der Einflußnahme der Spekulation auf die Terminkurse befaßt. Die Berührung derselben pflanzt sich durch die Kassaterminarbitrage auf den im Augenblick des Geschäftsabschlusses herrschenden Kassakurs fort. Damit ist aber die Bedeutung der Terminspekulation für diesen

¹ Mitgeteilt in A. Bayerdörffer: „Der Kaffeeterminhandel“. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik (im folgenden: Conrads Jahrbücher). 3. Folge, Bd. 1, Jena 1891. S. 845.

² Fuchs, Carl Johannes: Der Warenterminhandel, seine Technik und volkswirtschaftliche Bedeutung. Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich. Jg. 15, Leipzig 1891. S. 83ff.

³ Fröchtling: Über den Einfluß des Getreideterminhandels auf die Getreidepreise. Conrads Jahrbuch 1909.

⁴ Vgl. Preisbildung S. 137/38.

⁵ S. unten S. 86.

⁶ Börsenwesen S. 1072; vgl. auch Preisbildung S. 76ff.

noch keineswegs erschöpft. Vielmehr vermag sie noch durch eine ganze Reihe anderer Momente die dortige Preisentwicklung zu beeinflussen, wenn diese Wirkung auch vielfach erst zu einem späteren Zeitpunkt, etwa bei Fälligkeit des Termingeschäftes in Erscheinung tritt. Letzteres ist beispielsweise der Fall, wenn die bei Abwicklung des Geschäftes in den Kassamarkt strömenden oder von diesem abwandernden Devisen eine Beeinflussung des Verhältnisses von Kassaangebot und -nachfrage in größerem Ausmaße herbeiführen. Eng im Zusammenhang hiermit steht eine kursbeeinflussende Wirkung der Prolongierung von Hausseabschlüssen. Diese führt nämlich zu einer Entlastung des Marktes von zusätzlichem Angebot an Valuten in einem Augenblick, in welchem das bereits vorhandene Überangebot niedere Kurse zur Folge hat, zugunsten eines Zeitpunktes, bis zu welchem für den Haussier eine günstigere Lage eingetreten ist, d. h. die Kurse infolge verstärkter und dringender Nachfrage eine Steigerung erfahren haben. Durch das alsdann auf den Markt tretende zusätzliche Angebot aus Haussierkreisen wird eine Erleichterung des Ausgleichs zwischen Angebot und Nachfrage zu einem für den Effektivbedarf nicht allzu ungünstigen Kurse erzielt. Im Augenblick des Prolongationsabschlusses wird also durch diesen ein stärkeres Abgleiten, im Augenblick seiner Fälligkeit eine stärkere Steigerung vermieden und somit demnach eine Verringerung der Kursschwankungen herbeigeführt. Für den Baissier stößt die Prolongierbarkeit des Vertrages mangels verfügbaren von ihm hereinzunehmenden Materials mitunter auf Schwierigkeiten. Die gleichen Ungelegenheiten können sich allerdings auch für die formell in Auslandswährung oder Effekten à la hausse, effektiv dagegen in der Heimatwährung à la baisse spekulierenden Kreise ergeben. So kann beispielsweise sehr wohl der Fall eintreten, daß niemand zur Hereinnahme der fraglichen Devisen willens oder in der Lage ist, sei es aus Befürchtungen starken Verfalls der Eigenwährung oder aus Mangel an verfügbaren flüssigen Mitteln, wie er uns in inflationistischen Zeiten häufig begegnet.

An dieser Stelle sei kurz auf die auch oben im Zusammenhang mit der Prolongation gestreifte Skontration eingegangen. Ihre am meisten in die Augen fallende Bedeutung liegt in der Tatsache, daß im Vergleich zu der getätigten Abschlußmenge nur ganz wenige Stücke den Besitzer wechseln. Das bedeutet vor allem eine starke Einschränkung des Barmittelbedarfs sowohl des Terminmarktes in seiner Gesamtheit als auch des einzelnen Spekulanten. Daß auf diese Art und Weise weiten Kreisen überhaupt erst die Möglichkeit einer Teilnahme an der Terminspekulation gegeben wird, liegt auf der Hand. Weiterhin wird dem Termingeschäft ein ihm an sich innewohnendes erhebliches Beunruhigungsmoment genommen. Die zahlreichen auf einen Tag abgeschlossenen Vereinbarungen würden bei fehlender Abrechnung zu den stärksten

Ausschlägen führen. Die Wirkung der relativen Materialknappheit würde durch die Unübersichtlichkeit des Marktes erheblich verschärft werden. Andauernde heftige Kursschwankungen an den Fälligkeitstagen wären unausbleiblich. Das mit den Abschlüssen verbundene Risiko würde eine außerordentliche Steigerung erfahren, das Geschäft wahrscheinlich auf ein Minimum reduziert werden. Die fehlende Abrechnungsgelegenheit würde somit zu einer völligen Zusammenschrumpfung des Terminmarktes führen. So trifft es denn durchaus zu, wenn etwa die Skontrationsmöglichkeiten als unbedingte Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren eines Terminmarktes angesehen werden¹. Das gilt ohne weiteres für den Waren- und Effektenmarkt sowie grundsätzlich auch für den Devisenhandel. Hier ist jedoch für die Beurteilung der Tatsache des ganz erheblich größeren Vorhandenseins an Effektivware Rechnung zu tragen. Diese ermöglicht es, daß den auf die lokale Materialknappheit zurückzuführenden Schwierigkeiten durch Heranziehung von Valuten aus dem Heimatland leichter entgegengetreten werden kann. Letzteres gilt allerdings praktisch gleichfalls nur mit Einschränkung. Sobald die Gegenwährung infolge starker Schwankungen oder einseitiger Lage in den Mittelpunkt des spekulativen Interesses rückt, gleichen sich die Verhältnisse jenen auf den anderen Märkten mehr und mehr an. An allen Plätzen, an denen etwa eine anhaltend fallende Währung noch per Termin gehandelt wird, ballt sich an einigen wenigen Tagen eine große Effektivnachfrage zusammen. Diese muß zum mehr oder weniger großen Teil Befriedigung durch die Belieferung seitens anderer Märkte finden. Als Hauptreservoir, aus dem geschöpft werden kann, ist die Heimat der kranken Währung anzusehen. Hier setzt nach ihr vorübergehend gleichfalls eine starke Nachfrage zu entsprechend gestiegenen Kursen ein. Selbstverständlich kann sich eine gleichgerichtete Wirkung auch einstellen bei einem allseits gut durchgebildeten Abrechnungsverfahren. Sie wird sich alsdann jedoch bei dem geringeren Effektivbedarf in bescheideneren Grenzen halten. Wesentlich für die Kursentwicklung ist vorliegendenfalls die Elastizität der Zahlungsmittelmenge in dem krankvalutarischen Gebiet. Daher wird sich die kursbefestigende Wirkung einer derartigen Lagengestaltung in erster Linie auch dort einstellen, wo sich der Spekulationshandel auf Noten beschränkt. Für die Aufbringung genügender Effektivbeträge muß bereits einige Tage vorgesorgt werden. Zum mindesten, sofern sich der Verkehr auf Noten- und Sortenhandel beschränkt, ergibt die bei Fehlen inflationistischer Tendenzen auf diese Art und Weise herbeigeführte Kontraktion des Umlaufes eine gewisse Erhöhung des Wertes der betreffenden Währung. Beiläufig sei erwähnt, daß v. Schulze-

¹ Prion: Börsenwesen S. 1059: „Skontration und Terminhandel gehören untrennbar zusammen.“

Gaevernitz¹ die durch die Ultimoliquidation in Berlin herbeigeführte, sich immerhin jeweilig auf einige Tage des Monats erstreckende Zusammenziehung des Rubelumlaufs in Rußland in den 90er Jahren auf 2—3% angibt. Eine derartige Notenreduktion liegt nun zweifelsohne im Bereiche der Möglichkeit. Ob sie eintritt, ist eine andere Frage; durch mannigfache Maßnahmen, wie etwa durch vorübergehende Erhöhung des steuerfreien Notenkontingents vermag ihr entgegengewirkt zu werden. Bei Nichtbeschränkung auf den Noteterminhandel spielt als tardierendes Moment bezüglich der Kontraktion die Möglichkeit erweiterter Kreditschöpfung eine erhebliche Rolle.

Im übrigen ist die vorerwähnte kursbefestigende Auswirkung des Noteterminhandels ausschließlich auf das Konto der Spekulation zu setzen. Auch bei lebhafter Kassaspekulation etwa in Deutschland in französischen Noten würde diese Kontraktion notwendig gegeben sein. Der Medio- und Ultimohandel wirkt dem zum Teil sogar entgegen, da er einmal den Bedarf auf wenige Tage konzentriert, auf der anderen Seite durch weitestgehende Kompensierung auch die zu diesen Zeitpunkten vorliegende Effektivnachfrage auf ein Minimum beschränkt. Für den Terminhandel spricht, von diesem Gesichtswinkel aus betrachtet, allenfalls die durch ihn möglicherweise hervorgerufene Verstärkung der Spekulation. —

Neben verschiedenen günstigen Begleiterscheinungen der Devisenterminspekulation haben wir so bisher im vorstehenden eine ganze Reihe von bedenklichen Einwirkungen dieser Handelsart auf die Kursentwicklung kennengelernt. Die aufgezeigten Auswüchse erfahren zum Teil noch eine erhebliche Verschärfung durch die durch den Terminhandel erleichterten Kornerungen. Von diesen sprechen wir in Anlehnung an Schumacher² dann, wenn die verfügbaren Vorräte an Devisen (und zwar einschließlich der Heimatvaluta), Effekten und Waren nicht zur geforderten Erfüllung ungedeckter, auf einen bestimmten Termin abgeschlossener Verträge ausreichen, sei es nun, daß diese Lage auf Verkehrsstörungen, übermäßige Ausdehnung der Baissespekulation oder wie beim Korner i. e. S. auf Börsenmanöver zurückzuführen ist. Durch diese Aufschwängungsmöglichkeiten, die naturgemäß besonders scharf hervortreten vermögen bei relativer Knappheit am Markte — daher ist bei Effekten vielfach Mindestkapital Voraussetzung der Zulassung zum Terminhandel —, können zweifelsohne ganz ungewöhnliche, im allgemeinen durchaus unerwünschte Preisausschläge erzielt werden. So sei, um nur vereinzelte geschichtliche Beispiele heranzuziehen, auf die Ende der 80er Jahre stattgehabte Kornerung in den Aktien der kurz

¹ Vgl. Rußland S. 515ff.

² Schumacher, H.: Die Getreidebörsen in den Vereinigten Staaten von Amerika. Conrads Jahrbuch 3. Folge, Bd. 11, S. 209.

darauf in Liquidation geratenen Basler Check- und Wechselbank¹ verwiesen, durch die binnen weniger Tage ein Aufschnellen der Kurse von 550 auf 2000 Fr. herbeigeführt wurde. Ein weiterer Korner, der die nicht notwendige Verknüpfung der Aufschwängung mit dem Termingeschäft i. e. S. beweist, hatte etwa ein Jahrzehnt später in New York in den Common shares der Northern-Pacific-Bahn statt. Dieser brachte auch der europäischen Spekulation große Verluste. Durch Einsperren wurden die Preise des genannten Papiers in wenigen Wochen von 25 auf 1000 Dollar in die Höhe gejagt, nachdem kurz vorher für das Hereingeben des Stückes eine tägliche Leihgebühr von 10–20 Dollar gefordert und gezahlt worden war! Durch langwierige Verhandlungen mit den amerikanischen Haussiers gelang es schließlich, diese zum Einverständnis eines Regulierungskurses von 150 Dollar zu bewegen². — Auf die häufigen erfolgreichen Kornerungsversuche, auch auf dem Warenmarkt — insbesondere Getreide, Kaffee und Zinn — braucht hier nicht näher eingegangen zu werden. Trotz einer gewissen Anzahl geglückter Aufschwängungen, die die Geschichte im Laufe der letzten Jahrzehnte aufzuweisen hat, wird man wohl ohne Übertreibung die Behauptung aufstellen können, daß der Prozentsatz der wirklich erfolgreichen Spekulationsmanöver dieser Art im Vergleich zu den in dieser Richtung liegenden Versuchen nur gering ist. Die größte Anzahl derselben ist, sofern wir vorerst einmal von denen in ausländischen Zahlungsmitteln absehen, mißglückt und hat mit schweren Verlusten der sie inszenierenden Spekulanten geendet. In dieser Tatsache dürfte vielleicht eins der schwersten Hemmnisse für derartige Bestrebungen liegen. Zu ihrer Verhinderung sind übrigens in verschiedenen Staaten teils gesetzgeberische — Frankreich —, teils anderweitige Maßnahmen getroffen. So wird u. a. im Londoner Metallhandel jedem Verkäufer das Recht zugestanden, zu verlangen, daß ein Liquidationspreis festgesetzt wird, zu dem die Kontrakte zwangsweise abgewickelt werden, oder daß die Lieferzeit für Prompts hinausgezogen wird, und zwar äußerstenfalls bis zu 3 Monaten. Voraussetzung ist dabei, daß nach Ansicht von zwei Dritteln der anwesenden Mitglieder des Börsenvorstandes Kornerung vorliegt. Eine entsprechende Behandlung wird bei Verzögerungen zugestanden, die durch Streik, Untergang oder Zuspätkommen von Schiffen, Feuer usw. hervorgerufen werden. Gleichartige Bestimmungen — insbesondere auch solche zur Verhinderung künstlicher Kornerungen — sind in der Nachkriegszeit im deutschen Warenterminhandel vereinbart worden. Dabei ist jedenfalls im Metall- und Kaffeehandel der vorliegende Mangel an Lagerware ausschlaggebend ins Gewicht gefallen.

¹ Vgl. Börsenquotekommission, Stenographische Berichte. S. 90/91, Berlin 1892.

² Vgl. Manfred Katz: Effekterminhandel. Berlin S. 43/45.

Die gegen die Kornerungsgefahren getroffenen Bestimmungen jedweder Art glauben wir grundsätzlich begrüßen zu können. In Waren und Effekten jedenfalls steht letzten Endes der einzige Vorteil eines geglückten Korners: Lahmlegung der volkswirtschaftlich ungesunden Spekulation der Mitläufer den großen Nachteilen gegenüber, die sich, von der Börse aus fortpflanzend, über weite Kreise der gesamten Volkswirtschaft erstrecken.

Eine volkswirtschaftlich weniger ungünstige Beurteilung verdienen vielfach die Kornerungen auf dem Valuta- und Devisenmarkt, spielen sie doch hier eine oft nicht unwesentliche Rolle als taktisches Mittel zur Reorganisation ins Wanken geratener Währungen! Aber auch seitens des Festwährungslandes wird man sie hier im allgemeinen eher begrüßen können trotz der für die heimische Volkswirtschaft damit verbundenen Verluste, sofern das ihnen gesteckte Ziel einer langsamen oder auch beschleunigten Sanierung der anderen Valuta wirklich erreicht wird. Aus der Geschichte ist bekannt, eine welche große Bedeutung dem Aufschwätzen von Währungen für deren Wiedergesundung zufallen kann. Die notwendige Einsperrung und Verknappung der das Angriffsziel bildenden Valuta führt erklärlicherweise häufig zur Verlegung der zwecks Stabilisierung unternommenen Kornerungsversuche in das Ausland. Infolge der leichteren Fernhaltung von Zahlungsmitteln des in Frage stehenden Staates durch Ausfuhrverbote usw. tragen sie dort eine größere Erfolgswahrscheinlichkeit in sich. So fand die große in der Währungsgeschichte wohl bekannteste Valutenkornerung, nämlich die des russischen Rubels 1894 in Berlin statt. Als Verbündeter der russischen Regierung fungierte bei dieser die Firma v. Mendelssohn, die im Auftrage ersterer in alle Blankoverkäufe der Rubel per ultimo als Käufer eintrat und am Fälligkeitstermin Effektivverfüllung verlangte. Diese stieß jedoch infolge der durch gesetzgeberische Maßnahmen herbeigeführten Unmöglichkeit des Bezugs von Rubeln aus Rußland auf erhebliche Schwierigkeiten, welche erst durch die Bewilligung der Ausfuhr von 3 Millionen Rubelnoten zum Kurse von 234 behoben wurden, während die Baissiers größtenteils zu 220 verkauft hatten¹!

Wie der damalige russische Erfolg, so ist auch die vorübergehend geglückte deutsche Währungsstabilisierung zu Beginn des Ruhrkampfes zu nicht geringem Teil auf die Erschwerung der Markbeschaffung der gegen sie per Termin spekulierenden ausländischen Börsen zurückzuführen. Desgleichen wäre ein Teil der zur Stützung des französischen Franken im Frühjahr 1924 ergriffenen Maßnahmen hierher zu rechnen. Wenn diese Frankenepisode nie auch eine geradezu klassische Belegung der großen volks- und privatwirtschaftlichen Schädigungen überspannter

¹ Vgl. v. Schulze-Gaevernitz: Rußland. S. 526.

Spekulationsmanöver bietet, so dürfte sich nach Erscheinen des bereits zitierten Werkes von Casamajor ein näheres Eingehen auf sie erübrigen¹. —

Vorübergehende Preisbeeinflussungen durch die Devisenterminspekulation können wir somit grundsätzlich als gegeben betrachten. Liegen aber auch solche dauernder Natur im Bereiche der Möglichkeit? Für das Waren- und Effekten-geschäft wird man diese Frage verneinen müssen. Das gleiche gilt für den Handel in solchen Währungen, welche einer inflationistischen Politik nicht unterworfen sind. Ist das letztere dagegen der Fall, so ändert sich das Bild insofern, als vielleicht die inflationistischen Maßnahmen zum Teil auf die spekulativen Erscheinungen selbst rückführbar sind. Die weitestgehende Anpaßbarkeit des Angebots an die Nachfrage mittels Vermehrung der betreffenden Zahlungsmittel spielt hier eine mitunter verhängnisvolle Rolle. Durch anhaltende Baisse-spekulation gegen eine Währung und gleichzeitige Haussespekulation in Devisen in dem betreffenden Staate ergibt sich die Gefahr zunehmenden Abgleitens des Außenwertes der in Frage stehenden Valuta. Dieses zieht wieder seinerseits möglicherweise und mitunter notgedrungen eine inflationistische Geldausgabe mit all ihren Folgen auf die Entwicklung des Geldwertes nach sich. Der in der Theorie weit verbreiteten Auffassung, nach welcher die Spekulation eine nachhaltige Wertänderung nicht herbeizuführen vermöge, können wir bei herrschender Inflationspolitik demnach nicht unter allen Umständen beipflichten.

C. Kassa-Termin-Arbitrage und Terminsatz.

Ein weiterer Einfluß auf die Kursgestaltung geht von der Kassa-Termin-Arbitrage — Kauf per Kassa unter gleichzeitigem Verkauf auf dem Terminmarkt und umgekehrt² — aus, einem wesentlichen Bindeglied zwischen den beiden Märkten. Von dem Reportgeschäft, mit dem sie eng verwandt ist, unterscheidet sie sich, wenn auch nur unwesentlich, in mehr als einer Hinsicht, und zwar auch außer den den verschiedenen Geschäftsabschlüssen zugrunde liegenden Motivationen. Während bei ersterem zwei Kontrahenten — der Hereingeber und der Hereinnehmer — auftreten, setzt die Kassa-Termin-Arbitrage die Beteiligung eines Dritten voraus. Der Terminverkauf der per Kassa gekauften Devisen erfolgt grundsätzlich an eine dritte Person. Desgleichen sind die

¹ Vgl. Casamajor a. a. O. S. 117ff., sowie des weiteren Emanuel Vogel: „Die Börsenkrise Österreichs vom Frühjahr 1924“, im Weltwirtschaftlichen Archiv Bd. 20. Chronik und Archivalien Jena 1924. S. 492ff. — Feuchtwangler, H.: im Plutusbrief. Berlin 1924. — Kienböck, Victor: Das österreichische Sanierungswerk, Stuttgart 1925. S. 101ff. — Jahresbericht der Österreichischen Nationalbank 1925.

² Eine entsprechende Arbitragemöglichkeit steht offen zwischen zwei hinsichtlich der Fälligkeitsfrist getrennten Terminmärkten.

Deckungsverhältnisse verschieden. Die Kassa-Termin-Arbitrage bzw. ihre eine (Termin-) Seite ist ebenso wie das Termingeschäft eine grundsätzlich auf beiderseitigen Personalkredit aufgebaute Geschäftsart, während im Gegensatz dazu bei der Schiebung wirtschaftlich ein Realkredit als vorliegend anzusehen ist.

Die Differenz zwischen Kassa- und Terminkurs bezeichnen wir im Anschluß an J. Vogel¹ als Terminsatz; es liegt auf der Hand, daß die Änderung einer dieser drei Größen zwangsläufig auch von einer solchen mindestens einer der beiden anderen begleitet wird. Ziehen die Angebots- und Nachfrageverhältnisse auf den beiden Märkten eine Abweichung des Terminsatzes von der seitens der Kassaterminarbitrage unter den gegebenen Verhältnissen als „normal“ angesehenen Höhe in dem Ausmaße nach sich, daß sich für ihre Intervention ein wahrscheinlicher Gewinn errechnen läßt, so tritt sie auf den Plan und erwirkt, von reinem Gewinnstreben geleitet, eine Angleichung des Terminsatzes an die nach Lage der Dinge gebotene Höhe. Steigt infolge überstarker Nachfrage auf dem Terminmarkt der Kurs für ausländische Währung stärker als der Kassakurs, so kauft die Arbitrage Devisen auf dem Kassamarkt, um sie gleichzeitig auf dem Terminmarkt abzustoßen. Dadurch tritt auf letzterem der Nachfrage ein vermehrtes Angebot gegenüber, wodurch eine Senkung der Kurse bewirkt wird. Gleichzeitig ziehen infolge der entgegengesetzten Verschiebung auf dem Kassamarkt die dortigen Preise an. Setzt eine Steigerung der Nachfrage ohne entsprechendes Gegengewicht auf der Angebotsseite dagegen auf dem Kassamarkt ein, so wird sich hier eine Kurserhöhung bemerkbar machen. Sobald diese ein entsprechendes Ausmaß erreicht hat, wird die Arbitrage in mit zunehmender gleichgerichteter Verschiebung steigendem Umfange zur Devisenbeschaffung auf dem Terminmarkt und zu ihrer sofortigen Abstoßung per Kassa schreiten. Von der vorerst besprochenen Transaktion unterscheidet sich ihr nunmehriges Vorgehen dadurch, daß es bei Fehlen eines eigenen Devisenpolsters oder (bei Banken) einer weitgehenden freien Verfügbarkeit über Devisenguthaben der Kundschaft die Notwendigkeit der Aufnahme von Auslandskredit bedingt. Für diese ist in dem Gegengeschäft des Kassaverkaufes, nämlich dem Terminkauf, Deckung bereits vorhanden. Entsprechende Verhältnisse finden wir — selbstredend mit umgekehrten Vorzeichen — vor, wenn auf den Märkten nicht eine Veränderung der Nachfrage, sondern eine solche des Angebots eintritt.

Die Einflußnahme der Arbitrage auf die beiderseitige Kursentwicklung hat erklärlicherweise ihre Grenzen. Für diese sind die sich aus dieser Geschäftsart sowie auf den Nachbarmärkten — wegen der gegenseitigen Auarbitrierbarkeit! — ergebenden Gewinnmöglichkeiten entscheidend. —

¹ Vgl. a. a. O. S. 35ff.

In ihrer technischen Abwicklung, nicht aber in ihrer wirtschaftlichen Zielsetzung, stimmt die Kassa-Termin-Arbitrage mit der Umwandlung sofort fälliger Devisen in Terminauszahlungen und umgekehrt überein. Diese spielt, wie weiter unten dargelegt werden wird¹, als Sicherungsmaßnahme der Bankwelt für ihre auf dem Terminmarkt übernommenen Verpflichtungen unter Umständen eine erhebliche Rolle. —

Welche sachlichen Momente sind es nun, durch die letzten Endes die Höhe des Terminsatzes bestimmt wird, welche Kassa-Termin-Arbitrage, Spekulation und die übrigen am Terminhandel beteiligten Kreise in ihre Rechnung einsetzen, um sich durch sie weitgehend in ihrer Entscheidung leiten zu lassen?

Von ausschlaggebender Bedeutung ist hier unter Voraussetzung währungspolitisch-normaler Zeiten und beiderseits bis ins kleinste funktionierender Geldmärkte die Differenz der jeweiligen Privatsätze. Für den Privatsatz spricht u. a. seine in anderen Geschäftsabschlüssen im internationalen Geldverkehr überragende Rolle: Devisendiskonten, Wechselpensionen usf. und die insbesondere mit erstgenanntem Markte mögliche Ausarbitrierbarkeit. Eine geringe Abweichung des Terminsatzes von der Privatsatzdifferenz ist, soweit sie nicht ihre Erklärung in Währungsschwankungen und den weiter unten aufgeführten Gründen findet, auf die jedenfalls rechtlich im allgemeinen größere Sicherheit zurückzuführen, die der Käufer von Auslandswechseln gegenüber demjenigen von Termindevisen bei Geschäftsabschluß in die Hand bekommt. Ferner sei in diesem Zusammenhang auf die Verschiedenheit der Anforderungen verwiesen, welche die einzelnen Märkte und dazu dieselben Märkte zu verschiedenen Zeitpunkten an das Wechselmaterial stellen. Bei einem sich auf breitester Basis abspielenden Ultimohandel wird man zudem den Ultimogeldsätzen eine gewisse Bedeutung für die Bildung der Kassaterminspanne beizumessen haben. Eine weitere Einschränkung erfährt dieses Ausrichten des Terminsatzes auf die Privatsatzdifferenz durch die schon in anderem Zusammenhang betonte Tatsache der selbst günstigstenfalls nur bedingten Solidarität der Geldmärkte. Ist diese aber wie seit Kriegsausbruch in besonders starkem Maße gestört, so verschiebt sich das Bild noch mehr zuungunsten der Herrschaft der beiderseitigen Privatsätze oder doch jedenfalls des Einflusses des ausländischen Satzes. An dessen Stelle fällt nunmehr der Zins für Leihdevisen² bestimmend ins Gewicht in seiner Funktion als Entgelt für die Kreditierung der auf dem betreffenden Platz im Augenblick erhältlichen Valuten. Mit der langsamen Rückkehr reibungsloser Beziehungen zwischen den in Frage stehenden Geldmärkten nähert sich der Leihzins dem in dem Heimatstaat der betreffenden Währung geltenden Privat-

¹ Vgl. unten S. 53 ff.

² Vgl. hierzu insbesondere: Jean Casamajor a. a. O. S. 68 ff.

diskont. Dieser rückt alsdann auch auf dem Devisenterminmarkt des Auslandes allmählich wieder in seine alte Stellung ein.

Auf eine andere Begrenzung der Führung der Sätze für kurzfristiges Geld auf unserem Gebiet verweist Keynes¹. Danach sind Länder ohne durchorganisierten Geldmarkt als solche mit sehr niederem Geldsatz zu betrachten, und zwar selbst dann, wenn die herrschende Zinsrate auf dem Markt für langfristiges Geld sich durchaus nicht auf besonders geringer Höhe bewegt.

Außer den augenblicklichen Geldraten ist die Möglichkeit von Zinssatzschwankungen der betroffenen Valuten während der Laufzeit des Abschlusses in Rechnung zu stellen. Desgleichen spielt die Terminierung eine Rolle, zumal im allgemeinen die Zinshöhe für die verschiedene Dauer der Darleihen differiert. Die vielfach anzufindenden Unterschiede der Terminsätze bei Abschlüssen auf einen, zwei und mehrere Monate, umgerechnet etwa auf das Jahr, sind zum Teil auf diese Ursache, zum größeren Teil allerdings wohl auf das Valutarisiko zurückzuführen.

Dieses übt neben der Zinsfrage selbst im Verkehr zwischen goldgebundenen Währungen den wesentlichsten Einfluß aus. Seine Bedeutung wird neuerdings auch in den betriebswirtschaftlichen Untersuchungen² über die Spannung kurz-lang, d. h. über die Differenz der Preise für kurz- und langfristige Wechsel stark in den Vordergrund geschoben, nachdem man ihm ursprünglich nur geringe Beachtung geschenkt hat. Insbesondere Mahlberg hat in einer 1919 erschienenen Abhandlung³ geradezu eine Parallelität zwischen Wechselkurs- und Spannungskurve betont, wie er sie ähnlich bereits bei anderer Gelegenheit für die Bewegung der Paritätsabweichungen der chinesischen Wechselkurse und des Londoner Silberpreises dargelegt hatte⁴. „Die Kurz-lang-Spannung steigt und fällt mit dem Wechselkurs; bei steigendem Wechselkurs wächst sie immer mehr über den zugehörigen Privatsatz hinaus, und bei fallendem Wechselkurs fällt sie immer mehr unter den Privat-

¹ A. a. O. S. 127.

² Neben der ausgiebigen Literatur über Bankwesen usw. sei insbesondere auf folgende Spezialabhandlungen verwiesen: Mahlberg, Walter: Über asiatische Wechselkurse. 2. Aufl., Leipzig 1920, insbesondere S. 126ff. — Derselbe: Der Kurs des Frankenwechsels in Z. f. h. w. F. Jg. 4, Leipzig 1907/08. S. 397ff. — Derselbe: Der Preismechanismus der Kurz-lang-Spannung am Devisenmarkt. Ebenda Jg. 13, Leipzig 1919. S. 357ff. — Schmalenbach, Eugen: Der Kurs des Pfund-Sterling-Wechsels. Ebenda Jg. 3, Leipzig 1906/07. S. 241ff. — Derselbe: Der Kurs des Dollarwechsels. Ebenda Jg. 2, Leipzig 1907/08. S. 121ff. — Schmidt, Fritz: Zur Theorie der Wechselkurse. Ebenda Jg. 11, Leipzig 1916/17. S. 93ff. — Derselbe: Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse (im folgenden: Zahlungsverkehr). 2. Aufl., Leipzig 1922 insbesondere S. 282ff.

³ Mahlberg, W.: Der Preismechanismus. . . . S. 372.

⁴ Mahlberg, W.: Über asiatische Wechselkurse. S. 103ff.

satz; die Abweichung vom Privatsatz nach oben und nach unten setzt sich so lange fort, bis die Abweichung die geschätzte Valutaentwicklung, den kommenden Valutaumschwung vorweggenommen hat¹.“

Außer der Valutakursbewegung spielt zudem für die auf dem freien Markte sich bildende Kurz-lang-Spannung die jeweilige effektive Höhe des Wechselkurses eine ausschlaggebende Rolle. Befindet sich diese über oder unter ihrem statischen Stand? Wie groß ist ihre Entfernung von den erfahrungsgemäß festgestellten Höchst- und Tiefstkursen? Durch welche Ursachen ist die etwa neu einsetzende Bewegung hervorgerufen worden? Gegenüber dem oben wiedergegebenen Schluß Mahlbergs hat Schmidt² unseres Erachtens mit Recht auf das Eingreifen der Arbitrage verwiesen. Bei Übersteigen des Privatdiskonts durch die Spannung kurz-lang über die Umwandlungskosten infolge hohen Valutarisikos würden die Arbitrageure in der Lage sein, lange Papiere zu kaufen und in Auszahlung umzuwandeln. Im entgegengesetzten Falle würde der Kauf kurzen Papierses seitens der Arbitrage unter Verwendung der erhaltenen Devisen im Diskontgeschäft zu einer Annäherung von Privatsatz und Spannung beitragen. — Trotz dieser Einschränkungen ist dem von Mahlberg hervorgehobenen Grundgedanken eines maßgebenden Einflusses des Valutarisikos auf die Spannung kurz-lang unbedingt zuzustimmen. Demselben Einfluß dieses Gefährmoments begegnen wir selbstredend auch auf unserem engeren Gebiet des Terminsatzes; und auch hier wieder treffen wir gleichfalls die ausgleichende Wirkung der Kassa-Termin-Arbitrage an.

Zinsdifferenz und Einschätzung des Schwankungsrisikos sind in erster Linie bestimmend für die im Einzelfall als „normal“ empfundene Höhe des Terminsatzes. Einer völligen Angleichung der effektiven Differenz des Termin- und Kassakurses an diese Höhe stehen, ganz abgesehen davon, daß ihre Errechnung auf unüberwindbare Schwierigkeiten stoßen muß, eine ganze Reihe von Momenten entgegen. Diese sind teils auf die mit dieser Geschäftsart verbundenen Kosten, teils auf spekulative Ursachen rückführbar. Darüber hinaus haben sie zum Teil auch ihren Grund in markttechnischen Erscheinungen. Hier sei nur an das im Wertpapierhandel eine wenn auch nur geringe Rolle spielende Verbleiben einer Spitze im Kassaverkehr in Gestalt eines nicht runden Betrages erinnert, deren Verschiebung auf den Ultimomarkt nicht in Frage kommt³. Im Devisenverkehr tritt dieser Faktor allerdings völlig in den Hintergrund. — Bei Effekten wird darüber hinaus eine Divergenz zwischen Kassa- und Terminkurs aus der Tatsache abgeleitet, daß im Termingeschäft gehandelte Papiere im Kassahandel schwer erhältlich

¹ Mahlberg, W.: Der Preismechanismus. . . . S. 372.

² Schmidt, F.: Zahlungsverkehr. S. 289.

³ Auf dieses Moment wird verwiesen von Max Weber a. a. O. Bd. 43, S. 189/90.

sind und ein mit Kosten verbundenes Zwischengeschäft (Ultimogeschäft + Schiebung) und im Zusammenhang damit erhöhte Kassakurse voraussetzen¹. Auf dem Devisenmarkt kann jedoch, jedenfalls soweit es sich um bedeutendere Valuten handelt, auch von einer Einwirkung dieses Momentes nicht die Rede sein, da hier ja das Vorhandensein eines Terminmarktes ein erhebliches Kassageschäft durchaus nicht hindert. — Weitere Verschiebungen zwischen Kassa- und Terminkurs ergeben sich vielfach auch aus den verschiedenen Notierungsgebräuchen: Kassaeinheitskurs — verschiedene (fortlaufende) Ultimokursnotierungen, wie wir sie etwa in Berlin vorfinden.

Es ist hier vielleicht der Platz, auf einige vorübergehend jedenfalls in Deutschland aufgetretene Terminsatzkuriositäten hinzuweisen, die größtenteils auf den Mangel an freien Marktpreisbildungen zurückzuführen waren. Bei Aufkommen des Geschäftes in der Nachkriegszeit stand hier für die Preisbildung auf dem Terminmarkt das Risikomoment stark im Vordergrund — bei den heftigen Ausschlägen der Wechselkurse, an der Mark gerechnet, ganz erklärlicherweise alle Marktsatzdifferenzen zwischen In- und Ausland überkompensierend. Diese Epoche wurde durch eine solche abgelöst, in welcher uns nach J. Vogel der Terminsatz unter Ausschluß jedweder Zinskosten rein als Gebühr gegenübergetreten ist. Erst allmählich bildete sich dann eine marktmäßige Gestaltung der Marge heraus.

D. Die Prämien- und Stellgeschäfte².

Zur Vervollständigung des Bildes des Terminmarktes sei nochmals ganz kurz auf die bedingten Termingeschäfte eingegangen, deren wesentlichste Gruppe, die Prämien- und Stellgeschäfte, bereits in anderem Zusammenhang zur Sprache gebracht worden sind³. Uns interessieren an dieser Stelle in erster Linie die kurspolitischen Auswirkungen dieser ceteris paribus zur Marktverbreiterung beitragenden Vereinbarungen. Die unmittelbar bei Abschluß von Prämienengeschäften herbeigeführte Kursverschiebung ist nicht erheblich, wenn sich auch die durch ihn bewirkte Befestigung der Prämie dem Kurse mitteilt. Keinesfalls werden die in diesem Augenblick einsetzenden Bewegungen auch nur annähernd das Ausmaß erreichen, wie wir es etwa bei Festabschlüssen gleichen Umfangs vorfinden würden. Im weiteren Verlauf der Geschäftsdauer ändert sich das Bild. Insbesondere an den Prämienklärungstagen liegen heftige Kursausschläge durchaus im Bereiche der Möglichkeit. Ist an den letzteren der Kurs über denjenigen gestiegen, der den Abschlüssen zugrunde liegt, so wird der Käufer der Vorprämie Lieferung, entgegengesetztenfalls der Käufer der Rückprämie Abnahme verlangen. —

¹ Salings Börsenpapiere. 17. Aufl., 1. Teil, S. 469.

² Vgl. u. a. Fürst, Max: Prämien-, Stellage- und Nochgeschäfte. Berlin 1908. — Prion, W.: Preisbildung S. 90ff. und Börsenwesen S. 1064ff., sowie Sommerfeld, Heinrich: Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäfts. Berlin 1923. S. 17ff.

³ Vgl. oben S. 8ff.

Untersuchen wir nachstehend die Verhältnisse in einem der beiden Fälle und greifen die Lagengestaltung bei gestiegenem Kursniveau heraus! Der Rückprämienkäufer verzichtet auf eine Belieferung. Der Käufer der Vorprämie dagegen wird auf Andienung bestehen. Sein Gegenkontrahent, der Verkäufer, tritt, soweit er sich noch nicht eingedeckt hat, als Nachfrage auf den Markt. Die sich daraus ergebende Verschiebung zwischen Angebot und Nachfrage in der Richtung einer Verstärkung der letzteren wirkt sich preissteigernd aus. In etwa wird dem zwar ein Gegendamm durch das möglicherweise vermehrte Angebot der Käufer der Vorprämie entgegengesetzt, und zwar in dem Umfange, in welchem diese nunmehr zur Abstoßung der beschafften Valuten übergehen. — Vielfach wird auch der Stillhalter bereits vorher zur Deckung geschritten sein. Diese kann auf verschiedene Art und Weise erfolgen, so durch Kauf auf dem Termin- oder auch auf dem Kassamarkt. Eine Sicherung gegen alle Gefahrmomente würde sich für ihn unter Voraussetzung fester Eigenwährung — andernfalls finden die in den früheren Ausführungen gemachten Feststellungen sinngemäß Anwendung — ergeben, wenn er gleichzeitig über je die Hälfte der möglicherweise zu liefernden Devisen per Fälligkeitstermin einen festen Kaufvertrag sowie einen Stellageabschluß eingehen würde. Was die erstere Hälfte dieses Gegengeschäftes anbetrifft, so ist sie im Augenblick des Abschlusses wie jede Termineindeckung auf den Terminfestmarkt abgedrängt. Sie interessiert uns in unserem Zusammenhang nicht weiter. Die andere Hälfte des Betrages schwimmt dagegen steuerlos auf dem Markt herum. Wir wollen sie zunächst, herausgerissen aus den Verflechtungen mit dem Prämiengeschäft, betrachten. Nach welcher Seite wird sie sich auswirken? Oft wird der Stillhalter des zweiten Abschlusses, also des Stellgeschäfts, aus der Beobachtung der Kursentwicklung diese Frage bereits vor dem Erklärungstag beantworten können. Er wird den ihm günstig erscheinenden Augenblick zum Terminkauf oder Terminverkauf wahrnehmen. Hat er jedoch, etwa infolge zu erheblicher Unsicherheit der Entwicklung, davon abgesehen, so droht allerdings an dem Stichtage durch das Auf-den-Markttreten von Angebot oder Nachfrage eine Verschärfung der jeweiligen Kursbewegung. Etwaigenfalls mag eine solche auch erst hervorgerufen werden. Der Unterschied von der Einwirkung der Vor- oder Rückprämie würde darin liegen, daß die Beträge, über welche Stellgeschäfte abgeschlossen sind, unter allen Umständen auf den Markt treten. Für die Kursbeeinflussung ist der Zeitpunkt des Eindeckens des einen und des Abstoßens seitens des anderen Kontrahenten von Bedeutung. Hinsichtlich der Dringlichkeit der Erfüllung befindet sich der Stillhalter bis zum Prämienklärungstage *ceteris paribus* im Nachteil. — Die oben betrachtete Verflechtung von Vorprämienverkauf und Stellagekauf bietet nichts wesentlich Neues. Wirtschaftlich betrachtet stellt sich uns diese

Kombination als ein Festterminverkauf¹ des dem Stellgeschäft zugrunde liegenden Betrages dar, dessen Deckung in unserem Beispiel durch den gleichzeitig erfolgenden Terminkauf erfolgt.

Alles in allem führen die in diesem Abschnitt betrachteten Geschäftsarten trotz Marktverbreiterung mitunter zu heftigen Kursschlägen. Gesteigert wird diese Gefahr mit abnehmender Menge des dem Verkehr zugänglichen Materials. Bergen sie doch — bei der Vorprämie und Stel- lage tritt das mit besonderer Deutlichkeit hervor — sehr wohl die Möglich- keit zu Kornerungserleichterungen gegen den Gegenstand in sich, in welchem das Geschäft abgeschlossen ist.

Stärkere Bedenken als gegen den Prämienhandel, dessen große volks- wirtschaftliche Bedeutung im Hinblick auf seine Kurssicherungsfunktion im anderen Zusammenhang gewürdigt worden ist, bestehen unseres Erachtens gegenüber der anderen großen Gruppe von bedingten Termin- vereinbarungen, den Nothgeschäften. Durch Verlustbegrenzung führen sie ebenfalls leicht zu einer Förderung auch der ungesunden Spekulation, während die Funktion der Kurssicherung bei ihnen stark in den Hintergrund tritt.

E. Die Kassakursbeeinflussung durch den Devisenterminmarkt.

In den vorausgegangenen Abschnitten haben die Zusammenhänge zwischen Terminmarkt und Kassakurs verschiedentlich im Vordergrund gestanden. Bei der großen Bedeutung, welche ihnen für die Gesamt- beurteilung des Devisentermingeschäftes zukommt, sei jedoch nochmals kurz auf diese Frage eingegangen. Die verschiedenen Arten möglicher Einflußnahme wollen wir dabei zur Erlangung einer besseren Übersicht in zwei Gruppen einteilen. Wir unterscheiden:

1. jene, welche mittelbar erfolgt, d. h. auf Umwegen über den Termin- markt, indem sich etwa durch Eingreifen der Kassa-Termin-Arbitrage die dortige Kursbewegung auf den Kassamarkt überträgt,

2. jene, welche sich unmittelbar auf dem Kassamarkt einstellt als Folge von Engagementsverschiebungen, die durch die Abschlußmöglich- keit per Termin herbeigeführt werden.

Was den ersteren Einflußkreis anbetrifft, so ist dem oben Gesagten an sich nicht allzu viel hinzuzufügen. Aus der Möglichkeit jederzeitigen Eingreifens der Kassa-Termin-Arbitrage ergibt sich eine weitgehende gegenseitige Abhängigkeit zwischen den sich auf den beiden Märkten bil- denden Kursen. Würden die Schwankungen der Terminkurse sich in engerem Rahmen halten, als bei fehlendem Terminmarkt die Kassakurse, so würde das eine Wirkung in der Richtung einer Beruhigung der letz-

¹ Wegen dieser und anderer durch Kombination der verschiedensten Prämien- und Terminfestabschlüsse herbeigeführten Umwandlungen vgl. Saling a. a. O. S. 478.

teren bedeuten. Daß jedoch diese Verringerung der Kursausschläge sowie die auch vielfach von der Einführung des Terminmarktes erwartete Befestigung der Kurse durchaus nicht immer eintritt, ist oben hinlänglich dargelegt. Verwiesen sei in diesem Zusammenhang vielleicht auf das Ergebnis der Prionschen Untersuchungen, die sich allerdings lediglich auf den Effektenmarkt beziehen. Danach stimmten in Deutschland vor dem Börsengesetz 1896 die Kurse der Terminpapiere weniger genau mit dem inneren Wert der Aktien überein und waren größeren Schwankungen ausgesetzt als jene gleichwertiger Kassapapiere. Nach der Gesetzgebung von 1896 haben sich dagegen die Kurse der ehemaligen Termineffekten und nunmehrigen Großkassapapiere in engeren Grenzen bewegt als die Terminpapiere vor 1896 und allerdings auch die gleichwertigen Kassapapiere¹. Daß Tendenzen in der Richtung einer ruhigeren Entwicklung der Terminkurse im Vergleich zu jener auf dem Kassamarkte bei fehlendem Termingeschäft vorliegen können, ist durchaus zuzugeben. Soweit diese direkt oder indirekt (etwa im Hinblick auf die größere Beleihungsfähigkeit) auf eine größere Breite des Terminmarktes im Vergleich zu jener des Nurkassamarktes zurückzuführen sind, wird man jedoch ihre Bedeutung insbesondere auf dem Devisenmarkt nicht überschätzen dürfen. —

Wir kommen nunmehr zu der zweiten großen Ursachenreihe der Kassakursbeeinflussung, den durch das Termingeschäft herbeigeführten Engagementsverschiebungen. Daß solche gegeben sein können, liegt ohne weiteres auf der Hand. Schon das Auftreten der Kassa-Termin-Arbitrage führt eine solche herbei. In derselben Richtung liegen ferner die Abwanderung der Spekulation vom Kassa- auf den Terminmarkt sowie die Verschiebungen, welche mit der Kurssicherungsfunktion unserer Geschäftsart im engsten Konnex stehen.

Der erwähnten Abwanderung der Spekulation steht auf der anderen Seite ein Zustrom rein spekulativer Natur gegenüber. Das Interesse der Spekulation an der Bewegung springt auch auf die Kassakurse über. Das gilt einmal, weil — wieder u. a. durch das Eingreifen der Kassaterminarbitrage — die Bewegung dieser Kurse sich den Preisen auf dem Terminmarkt mitteilt, dann aber auch wegen der großen Bedeutung, welche die jeweilige Lage auf dem Kassamarkt für etwaige Nachschußforderungen sowie für die Liquidation der Termingeschäfte hat. Die schweren Nachteile, welche aus dieser Verquickung von Terminspekulationsinteresse und Kassakursentwicklung infolge künstlicher Verschärfung der Kursausschläge entstehen können, liegen auf der Hand². — Hinsichtlich der Kornerungserleichterungen wurde darauf hingewiesen, daß diese sich auf unserem Gebiet nicht in demselben Ausmaße auswirken wie auf den anderen Märkten, es sei denn, daß staatliche Macht-

¹ Prion, W.: Preisbildung S. 201.

² Vgl. insbesondere unten S. 86 ff.

mittel etwaigen derartigen Bestrebungen der zuständigen Zentralbank zur Hilfe kommen. Ein allseits gut ausgebildetes Abrechnungswesen mag hier manches zur Erschwerung derartiger durchaus nicht immer unerwünschter Maßnahmen beitragen. — Neben der Skontration haben wir die Prolongierbarkeit der Abschlüsse als ein Mittel gewisser Beschränkungen der Kursausschläge kennengelernt.

All diese Wirkungen der quantitativen und qualitativen Verschiebung der Engagementsverhältnisse auf die Kassakursentwicklung, denen sich, wie ausgeführt, solche im Augenblick der Fälligkeit der Terminabschlüsse zugesellen, weisen keine sonderlichen Abweichungen von jenen auf, wie wir sie auf den anderen Gebieten vorfinden. Dagegen tritt auf dem Devisenmarkt ein weiteres Moment hinzu, das in der Eigentümlichkeit des gehandelten Gegenstandes liegt. Insbesondere bei kranken Valuten besteht nämlich die Möglichkeit, ja die Wahrscheinlichkeit, durch Vergrößerung der Zahlungsmittelmenge ein sehr weitgehendes Anschmiegen des Angebots an den „Bedarf“ herbeizuführen. Die hier liegenden Gefahren verschärfen sich, wie weiter unten noch dargelegt werden wird, unter Umständen erheblich bei Teilnahme des zuständigen Noteninstituts an dem Terminhandel. Aber auch davon abgesehen, gibt die Spekulation in anhaltend fallenden Valuten zu den schwersten Bedenken Anlaß, da hier sehr leicht eine Überstürzung des Abgleitens besondere Nahrung finden mag.

Eine weitere Komplizierung der Lage ergibt sich aus der Tatsache, daß sich die Spekulation zu einem großen Teil an den Heimatbörsen der kranken Valuta abspielt. Dadurch aber können sich bei deren Abgleiten die Verhältnisse noch erheblich verschärfen, zumal der Angriff sich unter diesen Umständen leicht auf breitester Grundlage gegen die eigene Währung richtet. Diese verliert immer mehr den Charakter als Rechnungsgrundlage und von einem gewissen Zeitpunkt ab auch als Zahlungsmittel.

Nun zu der durch die veränderten Engagementsverhältnisse herbeigeführten Kursbeeinflussung, soweit diese im Zusammenhang mit der Kurssicherungsfunktion unserer Geschäftsart stehen! Dabei wollen wir zunächst von den Sicherungsmaßnahmen in Staaten „stabiler“ Währung ausgehen. Für letztere fällt insbesondere die durch die Kurssicherung erzielte Belebung der Handels- und Wirtschaftsbeziehungen mit dem krankvalutarischen Auslande und damit in gewissem Umfange des Exporthandels ins Gewicht. Diese begreift mehr oder minder auch die mittelbar an demselben interessierten Kreise der Produktion usw. ein. Ein besserer Beschäftigungsgrad der Industrie, geringere Arbeitslosigkeit, eine regere Außenhandelstätigkeit u. a. m. tragen zur Hebung des Wohlstandes im Lande bei. Oder zum mindesten mag doch eine entgegengesetzt gerichtete Tendenz durchkreuzt oder eingedämmt werden.

Neben der Belebung des Exports ist es die Tatsache im voraus wertbestimmter Zahlungen bei plötzlich auftretender stark sinkender Tendenz der Gegenwährung, die größere Sicherheit des Eingangs derselben, darüber hinaus die Ausnutzung der sich zeitlich (u. a. Saisonschwankungen der Währungen!) und örtlich bietenden Gelegenheiten zu besonders günstigen Kauf- und Verkaufsverträgen und damit gegebenenfalls die Schaffung günstiger (billiger) Produktionsbedingungen, ferner die möglicherweise erleichterte Zurückdrängung der Konkurrenz sowohl im Ein- als auch im Verkauf, soweit diese nicht im gleichen Ausmaße und zu gleich günstigen Bedingungen zum Abschluß von Sicherungsverträgen in der Lage ist, und noch manches andere, was seinen Einfluß auf die Zahlungsbilanz ausübt.

Selbstredend darf das Ausmaß dieser Wirkungen nicht überschätzt werden. So wird z. B. im allgemeinen die Zufuhr der billigen Ware aus dem valutaschwachen Lande nicht einen derartigen Umfang annehmen, daß sie eine nachhaltige Wirkung auf den Preis der Exportwaren des Einfuhrstaates und damit dessen Ausfuhrmenge herbeizuführen vermag. Das trifft auch dann zu, wenn wir einmal ganz von der Tatsache absehen, daß etwa auch den Importeuren der anderen festvalutarischen Gebiete eine Sicherungsmöglichkeit zu entsprechenden Bedingungen gegeben sein mag oder daß dem einen oder anderen Importhause des Auslandes die Schwankungen der betreffenden Gegenwährung so gering erscheinen, daß es zu festen Abschlüssen auch ohne gleichzeitige Deckung geneigt ist. Zudem muß die preissteigernde Tendenz und, vom Ausland gesehen, in derselben Richtung wirkend, die günstige Beeinflussung der Zahlungsbilanz des krankvalutarischen Gebietes durch die gesteigerte Nachfrage bedacht werden. Auch dürfen wir nicht vergessen, daß von der etwa verbilligten Einfuhr gleichfalls Waren getroffen werden, die zur Unterbietung inländischer Erzeugnisse des ersten Einfuhrlandes führen mit all ihren für Wirtschafts- und Sozialpolitik oft so bedenklichen Folgeerscheinungen.

Die dennoch große Bedeutung der Kurssicherung für den Außenhandel wächst innerhalb gewisser Grenzen mit zunehmenden Schwankungen der Auslandsvaluten. In je weiterem Ausmaße dessen Bedürfnissen betreffend Fälligkeitsfrist usw. Rechnung getragen werden kann, umso günstigeren Einfluß vermag diese Sicherungsmöglichkeit auf den Wirtschaftsverkehr mit dem währungsranken Staate und auf die Wirtschaftsbilanz auszuüben. Auch die weiteren Grundposten der letzteren können mehr oder minder stark berührt werden. So mag erleichterte Anlage im krankvalutarischen Gebiet die Ausnutzung oft erheblicher Zinsdifferenzen ermöglichen und Einnahmequellen großen Stiles auf dem Geldmarkt eröffnen. Sie erleichtert darüber hinaus die wirtschaftliche Expansion in letzterem Gebiet und trägt auf diese Art

und Weise unter Umständen zu einer Stärkung der wirtschaftlichen und politischen Macht das ihre bei (Auslandsbanken!).

Mit zunehmenden Schwankungen der Auslandswährung gewinnt für die Zahlungsbilanz die Frage an Bedeutung, wer letzten Endes als Träger etwaigen Verlustes auftritt. Sobald dieser die aus den Schwankungen und Kurssicherungsspesen erzielten Gewinne übersteigt, bedeutet ein Unterlassen der Risikoabwälzung auf das Ausland eine ungünstige Beeinflussung der Zahlungsbilanz, die sich jedoch in währungspolitisch einigermaßen normalen Zeiten im allgemeinen in ziemlich engen Grenzen halten wird.

Die im großen und ganzen günstige Einflußnahme auf die Zahlungsbilanz mag sich in einer gewissen — praktisch allerdings kaum in Erscheinung tretenden — Tendenz zu einer Steigerung des Eigenwertes der „stabilen“ Heimatwährung auswirken. Doch würde sich diese u. a. durch Goldzufuhr wieder ausgleichen. Bei goldgebundenen Währungen würde u. U. eine vermehrte Zahlungsmittelausgabe, zu der die Möglichkeit auf Grund der Zufuhr gegeben ist, alsbald eine Steigerung des Preisniveaus im Inland nach sich ziehen, um so wieder ein Ausrichten zwischen den verschiedenen Währungen herbeizuführen. — Es braucht an dieser Stelle nicht hervorgehoben zu werden, daß das Gold nur eines der Ausgleichsmittel der Bilanz ist, daß daneben Kreditgewährungen an das Ausland, stärkere Wareneinfuhr u. a. m. unmittelbar dieselben Tendenzen für die Währung erwirken, welche sich via Goldzufuhr mittelbar durchsetzen. —

Gehen wir von einem währungsranken Gebiet aus, so müssen wir bekanntlich unterscheiden zwischen dem Fall, in welchem ein Sicherungsgeschäft gegen die „Schwankungen“ der Auslandswährung abgeschlossen wird, und einem solchen, in welchem man sich durch entsprechende Manipulation gegen die Wertbewegungen der eigenen Valuta (durch Vorkauf bzw. Vorverkauf fremder Währung) schützt. Aus jedem Vorgehen mögen sich je nach Lage der Dinge mannigfache Vorteile ergeben. Um nur einige wesentliche herauszugreifen: Anschluß an die internationalen Geldmärkte sowie an die Weltwirtschaft, Verbreiterung der Absatzmärkte, Belebung des Handels, Besserung der Handels- und Zahlungsbilanz. Angebot und Verkauf in fester Auslandswährung oder gleichzeitige Kurssicherungsmöglichkeit, sofern sie in der schwankenden Heimatsvaluta erfolgen, erleichtern dem ausländischen Abnehmer die zur Beurteilung des Angebots erforderliche Vergleichbarkeit mit Konkurrenzofferten aus anderer Herren Länder. Kreditgewährungsmöglichkeiten werden eröffnet für die ihrer bedürftige Wirtschaft usw. Das Eindringen der ausländischen Konkurrenz auf den heimischen Markt führt unter Umständen eine günstigere Preisgestaltung herbei und birgt so in etwa gewisse inflationshemmende Momente in sich.

Eine gewisse Kassakursbeeinflussung tritt uns fernerhin bereits im Augenblick des Geschäftsabschlusses entgegen infolge der durch die Kursicherungsgeschäfte möglicherweise herbeigeführten Verschiebung von Angebot und Nachfrage auf dem Kassamarkt. Die Devisennachfrage des Imports, die bei alleiniger Zulassung des Kassahandels sonst vielleicht erst im Augenblick der Fälligkeit des Grundgeschäftes in Erscheinung treten würde, mag sich bereits jetzt auswirken, sei es via Kassaterminarbitrage, oder auch aus der für den nichtspekulierenden Gegenkontrahenten mit Wahrscheinlichkeit gegebenen Notwendigkeit der Deckung per Kassa. Entsprechendes gilt hinsichtlich des Exportdevisenangebots. Würden alle am Außenhandel beteiligten Kreise zur Termineckung schreiten, so würde sich hieraus *ceteris paribus* eine zeitliche Verschiebung der sich in den Kursen der Gegenwährung widerspiegelnden Wertgestaltung des heimischen Geldes ergeben. Beeinflußt würde die Stärke der Ausschläge allerdings durch die Tatsache, daß Devisenangebot und -nachfrage, soweit sie aus anderen Quellen fließen, zu verschiedenen Zeitpunkten die Bedeutung der Ex- und Importdevisen für den Gesamtmarkt mehr oder weniger einschneidend berühren. Somit wäre in Wirklichkeit sowohl eine Verschärfung als auch eine Einebbung dieser Bewegungen herbeiführbar. Das Bild ändert sich u. a. dank des Eingreifens der Spekulation, ihres vorübergehenden Aufsaugens überschüssigen Angebotes und Abstoßens von Material bei vorwiegender Nachfrage in der Richtung einer Beruhigung der Kursbewegung. Da auch der Handel bei stärkeren Kursausschlägen oft geneigt ist, seine Sicherungsabschlüsse bis zu einem ihm günstig scheinenden Zeitpunkt hinauszuschieben, vermag sich sehr wohl auch bei alleiniger Berücksichtigung der Handelsdevisen aus dieser ganzen Geschäftsart eine gewisse Einebbung der Kurswellen zu ergeben. — Bei einseitiger Lage der statischen¹ Kurslinie der heimischen Valuta beschränken sich die Kursicherungsabschlüsse immer mehr auf die eine Seite der am Außenhandel beteiligten Kreise, bei fallender Währung auf den Im-, bei steigender Währung auf den Export, bis sie schließlich infolge der mit dem Kauf bzw. Verkauf verbundenen Kosten gänzlich eingestellt werden. Bis zu diesem Zeitpunkt erhält die einseitige Wertverschiebung der Währung von dieser Seite ebenso wie seitens der Spekulation leicht neue Nahrung. —

Im großen und ganzen wird, wie wir gesehen haben, durch das Termingeschäft nur die dynamische¹ Kurskurve berührt; nur in wenigen Fällen greift die Wirkung auf die statische Linie über: das gilt einmal bei einem Überhandnehmen der Spekulation in einer abgleitenden Währung oder auch bei völliger Unsicherheit der gegebenen Verhältnisse. Alsdann mag von dieser Seite aus — unterstützt durch Abschlüsse des

¹ Hahn, Albert: Geld und Kredit. Tübingen 1924.

Warenhandels — insbesondere sofern die zuständige Notenbank in das Geschäft verwickelt ist, ein verschärfter bzw. ein neuer Anstoß zur Inflation ausgehen. Es kann das Termingeschäft jedoch kraft seiner Kursicherungsfunktion sowie als Mittel der Währungspolitik — darauf kommen wir noch gelegentlich der Betrachtung des Notenbankgeschäftes zurück — auch zu einer Eindämmung der Inflation und zur Erleichterung deflationistischer Maßnahmen beitragen.

Eine für alle möglichen Fälle einheitliche Stellungnahme zur Frage der Kursbeeinflussung ist somit — darin stimmen wir mit v. Schulze-Gaevernitz durchaus überein — nicht möglich. Dagegen scheint es uns sehr wohl denkbar, daß für bestimmte Lagenverhältnisse bestimmte Tendenzen als gegeben betrachtet werden können, die zwar nicht in allen entsprechenden Fällen sich durchsetzen, aber doch gewisse Anhaltspunkte für die wahrscheinlich zu erwartenden Kursauswirkungen des Devisentermingeschäftes bieten.

II. Banken und Terminhandel.

Im 1. Kapitel haben wir uns mit den auf dem Devisenterminmarkt hauptsächlich zum Abschluß gelangenden Geschäftsarten und deren Einwirkung auf die Kursgestaltung befaßt. Unter den dabei zur Sprache gebrachten Kontrahenten ist die Bankwelt nur kurz gestreift worden, da es uns bei der großen Bedeutung der Zusammenhänge zwischen dieser und dem Terminmarkt zweckmäßig erschien, diesen ein besonderes Kapitel zu widmen. Wir werden dabei zunächst auf das Termingeschäft der privaten Institute eingehen, um im Anschluß daran etwas länger bei dem uns unter währungspolitischem Gesichtspunkt besonders interessierenden Valutenzeithandel der Notenbanken zu verweilen.

A. Das Devisentermingeschäft der Privatbanken.

Die Gründe, welche zur Beteiligung der Bankwelt am Devisenterminhandel führen, können verschiedenartigster Natur sein. Die größte volkswirtschaftliche Bedeutung ist ihr in dieser Hinsicht vielleicht in ihrer Eigenschaft als Gegenkontrahent des zu Sicherungen schreitenden Warenhandels beizumessen. In engem Konnex hiermit stehen eigene Sicherungsmaßnahmen als Gegengeschäfte der vorerwähnten und ähnlicher Abschlüsse. Hierher gehören ferner die schon behandelten Termineindeckungen bei Zinsarbitragegeschäften sowie jene, die zwecks Substanzerhaltung bei Kreditgeschäften in schwankender Heimatwährung getätigt werden. Des weiteren können rein spekulative Momente den Ausschlag für derartige Abschlüsse geben. Die Geschichte des deutschen Währungszusammenbruchs sowie die Leidenszeit anderer Valuten weist manch ein Beispiel für die verhängnisvollen Folgen derartiger Vereinbarungen auf.

Bei den Sicherungsabschlüssen mit dem Handel und den Aufgaben, welche sich für die Bank aus diesen ergeben, sei etwas ausführlicher verweilt. Über die weiteren hier angeschnittenen Fragen kann dagegen zur Tagesordnung übergegangen werden, da sie bereits im 1. Kapitel genügende Beachtung gefunden haben. Im übrigen werden auch im 3. Kapitel eine Reihe von Fragen, welche die Bank auf unserem Gebiet berühren, gestreift werden.

Durch den Abschluß eines Termingeschäftes übernimmt die Bank ein auf die Schwankungsmöglichkeiten der Gegenwährung zurückzuführendes Risiko. Um jedweden Verlusten auszuweichen, muß sie — stabile Eigenwährung vorausgesetzt — auf eine Weiterwälzung desselben bedacht sein. Das gilt rückhaltlos dann, wenn ein derartiger Terminabschluß vereinzelt dasteht oder sich das Geschäft der Bank in verhältnismäßig engen Grenzen hält. Bei größerem Umfang des Handels ist die Stellungnahme von Theorie und Praxis zu dieser Frage nicht ganz einheitlich. So wird für diesen Fall beispielsweise von J. Vogel die Notwendigkeit sofortigen Abschlusses spezieller Gegengeschäfte für Vorkäufe und Vorverkäufe in Abrede gestellt. Infolge weitgehender Kompensation aller für einen Fälligkeitstag abgeschlossenen Kassa- und Termingeschäfte besteht seiner Auffassung nach für die Banken nur die Notwendigkeit, ihre täglichen Gesamtabschlüsse zum Ausgleich zu bringen. Dabei sei es gleichgültig, ob diese auf die Ausschaltung des Kursrisikos gerichtete Glattstellung der Engagements durch Kassa- oder Termingeschäft vorgenommen wird.

Vogel argumentiert etwa wie folgt: Wenn die an einem Tage abgeschlossenen An- und Verkäufe sich ausgleichen, so muß dieses innerhalb eines gewissen Zeitraumes, und zwar bis zu dem Zeitpunkt, in welchem die an dem gegebenen Tage auf den spätesten Termin abgeschlossenen Auszahlungen fällig sind, gleichfalls hinsichtlich letzterer zutreffen. „Es ist also auseinanderzuhalten: Der Ausgleich der An- und Verkäufe, der täglich, und der Ausgleich der daraus entstehenden Auszahlungen, der erst auf die Dauer erfolgt. Die in Erfüllung der sich ausgleichenden An- und Verkäufe eines Tages geleisteten und empfangenen Auszahlungen werden sich in den Tagen zwischen diesem Abschlußtag und dem zugehörigen letzten Auszahlungstag in der Regel nicht ausgleichen, sondern es wird ein Saldo der Auszahlungen bestehen. Ein bestimmter Tag weist also umgekehrt für jeden der vorhergehenden, noch nicht ganz abgewickelten Abschlußtage je einen Saldo der Auszahlungen auf. Diese verschiedenen Auszahlungssalden eines Tages für die sämtlichen vorhergehenden Abschlußtage kompensieren sich größtenteils wieder untereinander, und es bleibt nur noch ein Saldo der Salden übrig, der im Verhältnis zu der Menge der abgeschlossenen Geschäfte sehr geringfügig erscheint“¹.

¹ A. a. O. S. 15/16.

Soweit es sich bei den Bewegungen der ausländischen Wechselkurse um tatsächliche Ausschläge um eine unveränderte mittlere Kurslinie handelt oder sich die in bestimmten Zeiträumen auf bestimmte Terminfristen abgeschlossenen Geschäfte beider Richtungen einigermaßen die Wage halten, wird man dem beipflichten können. Bei nachhaltigem starkem Überwiegen von Vorkäufen oder -verkäufen sind Verlustgefahren kaum von der Hand zu weisen. Diesen stehen auf der anderen Seite allerdings Gewinnmöglichkeiten aus den Schwankungen gegenüber. Doch treten diese im allgemeinen in den Hintergrund, da das Überwiegen einer Geschäftsrichtung — vom Standpunkt der Bankkundschaft aus betrachtet! — vielfach nur die Folgeerscheinung einer Bewegungsrichtung der betreffenden Valuta ist. Dem wird meistens durch die Höhe des Terminsatzes Rechnung getragen werden, die weitgehend durch das Risikomoment beeinflußt wird. Insoweit dieses bei der Bildung des Terminsatzes genügende Berücksichtigung findet, steht den Schwankungsverlusten neben dem etwaigen Schwankungsgewinne ein solcher in Höhe der im Terminsatz einberechneten Versicherungsprämie gegenüber. Hierdurch vermag alsdann auch bei Vorwiegen einseitig liegender Abschlüsse die Richtigkeit des Vogelschen Ergebnisses eine wenn auch begrenzte Bestätigung zu finden. Die annähernd richtige Einkalkulierung der Versicherungsprämie in den Terminsatz setzt aber ein genügendes Vorausfühlen der hinsichtlich der Gegenwärtung zu erwartenden Maßnahmen und Beeinflussungen voraus. Dieses jedoch ist nur in einigermaßen normalen Zeiten gegeben, etwa wenn bei beiden Währungen — Heimat- und Gegenvaluta — Goldgebundenheit besteht. Bei starken Kursausschlägen und einseitiger Lage wird die richtige Vorausberechnung der Risikomomente auf erhebliche Schwierigkeiten stoßen. Unvorhergesehene Ereignisse können zu den stärksten Abweichungen von der erwarteten Kurslinie führen und erhebliche Verluste zur Folge haben, welche die etwa zurückliegenden Gewinne aus Schwankungen und Risikoprämien mitunter weit überkompensieren. In für die Gegenwärtung bewegten Zeiten ist das Sitzenbleiben der Banken auf den Terminabschlüssen daher als außerordentlich bedenklich anzusehen. Findet nicht ein einigermaßen weitreichender Ausgleich der zu bestimmten Zeiten auf bestimmte Fristen geschlossenen Kauf- und Verkaufverträge statt, so ist Weiterwälzung des Risikos dringend geboten — eine Auffassung, die allerdings von der Vogelschen insofern nicht allzu weit abweicht, als seine Argumentation ausdrücklich die Herrschaft des Gesetzes der großen Zahlen zur Voraussetzung hat.

Das Deckungsgeschäft der Bank kann per Kassa oder per Termin erfolgen. Letzterer wieder kann mit der Fälligkeitsfrist des ersten Abschlusses zusammenfallen oder auch von ihr abweichen. Die Mehrzahl dieser Gegenabschlüsse erfolgt auf dem Kassamarkt — jeden-

falls, sofern ein offizieller Terminhandel mit Liquidationssystem nicht besteht.

Über den Gegenabschluß per Termin können wir zur Tagesordnung übergehen. Theoretische Probleme rollt er als solcher nicht auf. Das gilt insbesondere, soweit die Deckung auf den gleichen Fälligkeitszeitpunkt erfolgt. Andernfalls liegen Verhältnisse vor, die denjenigen nahekommen, welche wir bei der nunmehr zu betrachtenden Kassarückversicherung des Zeitgeschäftes vorfinden, d. h. bei dem Kassakauf als Deckung des Terminverkaufs, dem Kassaverkauf als solcher des Terminkaufs.

Ersterer stellt sich, von einzelnen oben zur Sprache gebrachten Ausnahmen abgesehen, als notwendig heraus, wenn sich weder ein Devisenkauf auf dem Terminmarkt bewerkstelligen läßt, noch auch die Bank etwa aus anderen Gründen heraus über einen entsprechenden Betrag in der betreffenden Währung verfügen kann. Die mit dem Kassakauf verbundene Festlegung von verwendbaren Mitteln in Auslandswährung verbietet der Bank eine allzu starke Ausdehnung dieser Geschäftsart, sofern sich nicht sofortige prompte Umwandlung der per Kasse gekauften Valuten in Heimatwährung unter ihrem gleichzeitigen Wiederkauf per Fälligkeit des ersten Termingeschäftes in genügendem Ausmaße ermöglichen läßt. — Der Terminkauf von Devisen erfordert gegebenenfalls einen Verkauf derselben per Kassa und setzt somit mangels anderweitig verfügbarer Bestände die Aufnahme von Krediten bei dem ausländischen Korrespondenten voraus. Für diesen mag der Terminabschluß als Sicherheit dienen.

Betrachten wir nun noch kurz die Frage, in welchem Ausmaße den oben zum Ausdruck gebrachten berechtigten Wünschen des der Kursicherung benötigten Handels durch die Bankwelt entsprochen werden kann, so erscheint uns hier ein gewisser Optimismus durchaus am Platze. Das gilt in erster Linie in dem Rahmen, innerhalb dessen der wiedergegebenen Vogelschen Beweisführung beizupflichten ist. Abschlüsse über nicht abgerundete Beträge als auch auf eine den Interessen des Handels entsprechende Fälligkeitsfrist¹ liegen alsdann durchaus im Bereiche der Möglichkeit. Braucht die Bank nunmehr doch nicht vor dem Abruf- bzw. Andienungstage auf Abschluß eines Gegengeschäftes bedacht zu sein! — Sofern die vorerwähnten Bedingungen nicht zutreffen und sich daher ein sofortiges Eingehen von Deckungsgeschäften empfiehlt, liegen die Verhältnisse weniger günstig. Allerdings wird auch dann noch den Belangen des Handels weitestes Entgegenkommen erwiesen werden können. Bezüglich der Fälligkeitsfrist würde dieses ohne weiteres zutreffen, sofern die als Gegenkontrahent der sicheren Bank auf dem Termin- bzw. Schiebungsmarkte auftretenden spekulativen Kreise gegen besonderes Entgelt bereit sind, das Risiko zu übernehmen, welches sich

¹ Vgl. oben S. 10ff.

für sie aus dem möglichen Auseinanderklaffen der Fälligkeitszeitpunkte ihrer Vereinbarung mit der Bank und des etwaigen Deckungsgeschäftes ergibt. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, daß bei genügender Breite des Marktes die vor Ablauf der Fälligkeitsfrist des Deckungsgeschäftes der Bank seitens des Geschäftsfreundes abgerufenen bzw. angeordneten Devisen jederzeit auf dem Kassamarkt unter gleichzeitigem Abschluß von Schiebungsgeschäften usw. aufgenommen bzw. untergebracht werden können. Auch diese Tatsache läßt ein Eingehen derartiger Vereinbarungen für die Bankwelt nicht von besonders großen Verlustgefahren begleitet erscheinen.

Die Geschäfte würden sich letztenfalls etwa wie folgt abwickeln:

a) Der Importeur kauft Anfang Oktober Devisen auf Abruf per Dezember. Die Bank gibt die zwecks Deckung auf dem Kassamarkt beschafften Valuten bis zum 31. Dezember herein oder sie schließt bei etwa sich bietender Gelegenheit auf diesen Zeitpunkt das Gegengeschäft auf dem Terminmarkt ab. Am 20. Dezember ruft der Kunde den vereinbarten Betrag ab. Für die Bank ergibt sich nun die Notwendigkeit, an diesem Tage die zur Erfüllung des Abschlusses erforderlichen Valuten entweder bis zum Ultimo hereinzunehmen und für Abdeckung dieses Kreditgeschäftes den Eingang aus dem ersten Report- bzw. Termingeschäft zu verwenden oder aber sich den erforderlichen Betrag leihweise für die Zeit bis zum 31. Dezember zu verschaffen. Der sich für die Bank durch frühzeitigen Abruf ergebende Gewinn oder Verlust beschränkt sich auf die bei dem zweiten Geschäft vorhandene Differenz zwischen Kosten und Erlös.

b) Der Exporteur verkauft etwa zu gleicher Zeit die von ihm aus seinem Warenexport erwarteten Valutaeingänge auf Andienung per Dezember („per ultimo Dezember täglich“). Die Bank deckt sich mit den zur Ausführung des Gegengeschäftes auf dem Kassamarkt benötigten Devisen bei ihrem Korrespondenten oder auf dem Schiebungsmarkt ein unter Vereinbarung der Rückzahlung auf den 31. Dezember. Die Exportdevisen gehen ihr jedoch bereits zu einem früheren Termin — etwa am 15. Dezember — zu. Sie gibt diese nunmehr per ultimo herein oder verwendet sie anderweitig auf dem Leihmarkte. Hinsichtlich Gewinn oder auch Verlust gilt das oben Gesagte.

Es ist selbstverständlich, daß in beiden Fällen die sich möglicherweise für die Bank aus dem frühzeitigen Abruf bzw. Andienung ergebenden Verlustmöglichkeiten bei der Errechnung der Kosten in Ansatz gebracht werden müssen.

Den hinsichtlich der Schlußsummen erhobenen Forderungen der Handelswelt kann gleichfalls in erheblichem Ausmaße Rechnung getragen werden. Das gilt sowohl bei Abschluß der Gegengeschäfte auf dem Kassa- als auch auf dem Terminmarkt. — Bei vorhandenem offiziellem Termingeschäft würden etwa die großen abgerundeten Summen auf den Börsenmarkt geworfen bzw. dort beschafft werden. Die kleineren sowie die Spitzenbeträge würden dagegen ihre Deckung durch Kassa-geschäfte finden.

Sobald wir die Voraussetzung der stabilen Eigenwährung fallen lassen, ändert sich das Bild nicht unwesentlich. Wir müssen dieserhalb auf das gelegentlich der Darlegungen über die Kurssicherung Gesagte verweisen, das auf das Verhalten der Banken sinngemäß Anwendung findet. —

Kurz sei an dieser Stelle noch des Devisentermingeschäftes der Auslandsbanken in Gebieten schwankender Währung Erwähnung getan. Eine nähere Betrachtung dieser sowie ähnlicher, gleichfalls auf die Ausschaltung des Kursrisikos hinauslaufender Maßnahmen derselben, wie etwa Stellung der Geschäfte auf Goldbasis oder auf eine andere stabile Grundlage, Inanspruchnahme privaten Notenausgaberechtes usw., dürfte sich erübrigen, zumal diese Fragen in der Literatur über die deutschen Auslandsbanken, so insbesondere bei Strasser¹, ausgiebig Berücksichtigung gefunden haben. —

Nunmehr kommen wir zu dem Devisentermingeschäft der Zentralnotenbanken.

B. Das Devisentermingeschäft der Zentralnotenbanken.

Die große Mannigfaltigkeit der von den jeweiligen Zielen bestimmten Interventionsarten dieser Institute läßt hier auf den ersten Blick hin die Verhältnisse besonders unübersichtlich erscheinen. Schon zur Beeinflussung der Terminkursgestaltung sind die verschiedensten Möglichkeiten gegeben. So kann diese sowohl auf direktem als auch auf indirektem Wege erfolgen. Ersterer würde etwa in einer bankseitigen Festsetzung des Terminkurses bzw. der oder jedenfalls einer Grenze desselben zu erblicken sein, sei es nun, daß die Bank zur Aufnahme bzw. Abgabe von Terminvaluten unter deren Zugrundelegung bereit ist, oder sei es auch nur, daß sie sie durch autoritative Maßnahmen für den etwa stattfindenden Handel erzwingen kann. Von einer indirekten Beeinflussung wollen wir dagegen sprechen, wenn entweder das Eingreifen durch Einwirkungen auf diejenigen Faktoren vonstatten geht, von deren Gestaltung sich die Terminkursentwicklung in einer mehr oder minder großen Abhängigkeit befindet, oder auch, wenn es lediglich durch Auftreten des Instituts als Marktpartei erfolgt, indem die Bank oder ihr Beauftragter bald die Nachfrage-, bald die Angebotseite in ihrem Sinne beeinflußt. Unter den ersteren dieser indirekten Einwirkungsmöglichkeiten spielen die hinsichtlich der Terminsatzhöhe ergriffenen Maßnahmen eine hervorragende Rolle. Auch diese wieder können auf eine unmittelbare wie auch auf eine mittelbare Einflußnahme hinauslaufen, indem diese entweder direkt oder auf Umwegen, etwa über die für ihre Bildung ausschlag-

¹ Strasser, Karl: Die deutschen Banken im Ausland. Innsbruck 1924. Vgl. außerdem Fritz Benfey: Die neuere Entwicklung des deutschen Auslandsbankwesens 1914—1925. Berlin 1925. — Rosendorff, Richard: Die deutschen Banken im überseeischen Verkehr. Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft Jg. 28, München 1904. S. 1245; sowie L. Lange: Expansion und volkswirtschaftliche Bedeutung deutscher Überseebanken. Karlsruhe 1926.

gebenden Faktoren, wie Privatsatz usw., erstrebt wird. Hiermit sind aber die möglichen Verschiedenheiten hinsichtlich der Fixierungen, sei es des Terminkurses, sei es des Terminsatzes, noch keinesfalls erschöpft. So können etwa beide für längere Zeit festgelegt werden, oder es kann auch ihre Anschließung an die sich vielleicht täglich ändernden Verhältnisse erfolgen. In diesem Falle ist es wieder ein Unterschied, ob die Festlegung vor Abschluß der Vereinbarung jeweils täglich oder auch für das einzelne Geschäft erfolgt oder ob sie gar erst nachträglich vonstatten geht. — Eine weitere Differenzierung besteht hinsichtlich des Personenkreises, mit dem die Bank zu Abschlüssen bereit ist. Werden letztere an die Voraussetzung des Zugrundeliegens eines Warenimports bzw. -exports geknüpft oder tritt das Institut etwa den Vorschlägen Keynes und der Konferenz von Genua entsprechend nur mit ersten Bankhäusern in Verbindung, um auf diese Weise Verlustgefahren möglichst aus dem Wege zu gehen?

Sofern das Gegenteil nicht ausdrücklich betont wird, gehen wir bei unseren nachfolgenden Darlegungen von der Voraussetzung aus, daß die Zentralbank sich aktiv an dem Valuteterminhandel beteiligt. Dabei betrachten wir zunächst die Verhältnisse, wie sie sich uns bei einer etwaigen Terminkursfestlegung darbieten. Es ist selbstverständlich, daß uns hier im wesentlichen die Fälle interessieren, in denen der Kurs seitens der Zentralstelle im Voraus bestimmt worden ist, da die fragliche Fixierung ansonsten effektiv auf eine solche des Terminsatzes hinauslaufen würde. Unter ihnen wieder unterscheiden wir eine Bereiterklärung der Bank, welche sich lediglich auf die Annahme oder auch nur auf die Abgabe beschränkt, oder schließlich sowohl Annahme als auch Abgabe einbegreift. Letztenfalls wird der Terminkurs meist durch ein Terminkurspaar ersetzt. Die Abgabe erfolgt zu dem höheren, die Aufnahme zu dem niedrigeren Preise. — Nun zur kurspolitischen Auswirkung!

Die Festsetzung des Kurses, zu welchem die Bank bereit ist, Termindevisen aufzunehmen, ist gleichbedeutend der Einführung eines Terminhöchstkurses der Heimatwährung. Steigt ihr Kurs darüber hinaus, d. h. sinkt der Terminpreis der Valuten, so fließen der Bank Termindevisen im Übermaß zu. Die Fixierung eines bestimmten Kurses, zu welchem die Reichsbank sich zur Terminabgabe von Devisen verpflichtet, entspricht der Festlegung einer unteren Wertgrenze für die Inlandwährung, lieferbar zu einem bestimmten Termin. Sinkt der Wert der Währung per Termin unter diesen Punkt, so erfolgt eine Nachfragesteigerung nach bei der Bank vorrätigen oder durch sie noch zu beschaffenden Interventionstermindevisen. Einem Steigen des Wertes der Heimatwährung stehen von dieser Seite aus Schwierigkeiten nicht entgegen.

Geht das Ziel dagegen nicht auf die Festlegung nur einer Grenze der Terminkurvenausschläge hinaus, sondern soll gleichzeitig eine Beeinflussung der Bewegung der Eigenwährung nach beiden Seiten hin erfolgen, so empfiehlt sich die Einführung eines Terminkauf- und -verkaufspreises; durch diese sind die Höchstausschläge nach oben und unten an feste Grenzen gebunden, die mit zunehmender Risikoabschaltung einander immer näher gebracht werden können. Durch das Auftreten der Kassaterminarbitrage werden diese auf dem Terminmarkt erwirkten Tendenzen in etwa auf den Kassamarkt übertragen. Allerdings kann hier nicht von einem Höchst- oder Mindestpreis bzw. von einer unbedingten Grenzbestimmung der Kurvausschläge die Rede sein. Noch viel weniger als hinsichtlich des Kassakurses, der im Augenblick der getätigten Vereinbarungen unter Einfluß der Kassaterminarbitrage zustandekommt, ist dieses bezüglich jenes der Fall, der zur Zeit der Fälligkeit des Terminabschlusses maßgebend ist. Indirekt ergibt sich wohl auch auf ihn ein gewisser Einfluß. Doch tritt dieser nicht so stark in Erscheinung, da er in der Zwischenzeit durch andere kursbeeinflussende Momente wie Geldmengenpolitik und Bewegung bzw. Höhe des Interventionsfonds möglicherweise weit überkompensiert worden ist. So beschränkt sich hier die Wirkung der betrachteten Maßnahme nur auf eine Verschiebung des Angebots und der Nachfrage, wie sie bei Nichtvorliegen der Zentralbankabschlüsse auf den Markt treten würden. Weiterhin kann durch das geschilderte Eingreifen in den Zeithandel das Kassakursniveau auf dem Umwege über eine gewisse Einflußnahme auf die Geldmengenpolitik berührt werden. Denn die Festlegung eines Höchstterminkurses der eigenen Valuta, also die Fixierung eines Kaufpreises für Termindevisen tendiert dahin, einer weiteren Deflation Einhalt zu gebieten. Die Festlegung der Untergrenze des Terminkurses der Eigenwährung schraubt dagegen inflationistische Tendenzen zurück. Wenn somit in einer derartigen Terminkurspolitik einem entsprechenden Vorgehen auf dem Kassamarkt gegenüber auch gewisse Nachteile insofern bestehen mögen, als die Einflußnahme auf den Kassamarkt nur indirekt ist und erst allmählich zu mehr oder weniger stabilen Kursen führt, so sind auf der anderen Seite doch auch erhebliche Vorteile nicht wegzuleugnen. So gewinnt beispielsweise bei überstarker Inanspruchnahme die Bank Zeit, um sich auf den Fälligkeitstermin vorzubereiten. Damit tritt die Gefahr der völligen Unterminierung einer Stabilisierungsaktion in etwa zurück. Doch ist auch hier das Abstoppen der Inflation und ihrer Ursachen eine unbedingte Voraussetzung für das Gelingen eines selbst mit stärksten Mitteln unternommenen Planes. Völlig ausgeschlossen ist seine Durchkreuzung allerdings nicht. Insbesondere ist bei Einleitung der Aktion — und zwar vor allem bei einer der Spekulation zu hoch erscheinenden Terminbewertung der Eigenwährung — mit

der Möglichkeit übergroßer Devisenanforderungen zu rechnen, ohne daß die gekauften Beträge unter allen Umständen durch Kreditaufnahme flüssig gemacht und als Druckmittel auf dem Kassamarkt verwandt werden. Die ersten Fälligkeitstermine können daher zu einer außerordentlich kritischen Lage führen. Das tritt dann besonders stark hervor, wenn als solche nur bestimmte, der Zahl nach eng begrenzte Liquidationstage — etwa nur der Monatsultimo — in Frage stehen, da für diese alsdann sehr erhebliche Nachfrage vorliegen mag. Das Gespenst einer neuen Inflation oder doch der Erschlaffung des Widerstandes gegen eine solche wird alsdann leicht heraufbeschworen.

Ein weiterer Druck auf die Währung geht unter Umständen von der ausländischen Spekulation aus, die vielleicht in Erwartung einer Besserung der Krankvaluta letztere in größerem Umfange aufgestapelt hat. In ihrer Hoffnung getäuscht, wird sie nunmehr zu Abstoßungen großen Stiles schreiten. Um dieser Gefahr auszuweichen, wurde 1922 in der Sozialisierungskommission im Anschluß an Bonn für den Fall der Einleitung von Stabilisierungsmaßnahmen eine vorläufige Beschränkung auf „das Festhalten einer unteren Grenze für den Markkurs und damit einer oberen Grenze für die Golddevisen“ empfohlen¹.

Aus all diesen Gründen wird man nach voraufgegangener Inflationspolitik der Festlegung der Terminkurse, zu welchen die Bank zur Abgabe und Abnahme von Devisen oder auch nur zu ersterer bereit ist, nur schwerlich das Wort reden können, bevor nicht eine Ablösung des anhaltenden Wertschwundes durch Schwankungen um eine zum mindesten einigermaßen stabile Kurslinie mittels anderweitiger Maßnahmen erreicht worden ist oder die Bank mit ziemlicher Sicherheit mit einem Gelingen der gesamten auf die Stabilisation hinauslaufenden Pläne rechnen kann. Dringend erforderlich ist bei einer derartigen Aufnahme des Termingeschäftes seitens der Bank neben dem unbedingt im Vordergrund stehenden Abstoppen einer etwaigen Inflationspolitik sowie der Einleitung der hierzu erforderlichen Schritte schon allein wegen des Vertrauensmomentes das Vorhandensein eines nicht zu niedrig bemessenen Devisenfonds. Dessen Mindesthöhe kann allerdings weder bei alleinigem Vorherrschen des Kassageschäftes noch auch bei bestehendem Terminmarkt im voraus irgendwie eindeutig bestimmt werden. Sie ist von verschiedenen Dingen abhängig. In erster Linie spielt hier der jeweilige Stand der Geldpolitik eine gewisse Rolle. Gilt es, nur leichten Ausschlägen der Kurslinie entgegenzutreten, so kann die Höhe des hierfür heranzuziehenden Fonds gering bemessen werden — geringer dabei auf dem Terminmarkt als auf dem Kassamarkt. Anders liegen die Dinge dagegen, wenn sich infolge anhaltender Inflationspolitik des be-

¹ Vgl. Verhandlungen der Sozialisierungskommission über die Reparationsfragen Bd. 3, S. 3ff. und S. 406.

troffenen Staates ein tiefes Mißtrauen gegen alle finanz- und geldpolitischen Maßnahmen eingewurzelt hat. Schon allein um dem infolge der sicher befürchteten weiteren Währungsentwertung drohenden Vermögensschwind zu entrinnen, würde alsdann seitens der weitesten Kreise von einer sich eröffnenden Gold- und Devisenbeschaffungsmöglichkeit Gebrauch gemacht werden. Unter solchen Umständen wäre selbst bei Beschränkung der Abgabe auf Termindevisen mit einem starken Ansturm auf den Fonds zu rechnen, zumal durch das Zeitgeschäft ebenso gut wie eine Blankoabgabe in Devisen auch eine solche in der kranken Heimatwährung ermöglicht wird. Zu letzterer wird in um so stärkerem — vielleicht nur durch die Furcht vor etwaiger Aufschwängung beschränktem — Ausmaße geschritten werden, mit je größerer Wahrscheinlichkeit die Erschöpfung des Devisenpolsters und die Fortführung inflationistischer Maßnahmen in Rechnung gestellt werden können.

Zwischen Inflation, Spekulation und Interventionsfonds besteht somit in etwa eine Verkoppelung: je größer die Inflationsgefahr, um so stärker der Ansturm der diese noch verschärfenden Spekulation, um so größer auch die Gefahr des nutzlosen Verpuffens des Devisenvorrats. Je geringer der letztere, um so leichteres Spiel hat *ceteris paribus* die gegen die kranke Valuta gerichtete Baissepekulation, da mit seiner Größe auch die Ansicht schwindet, daß der Wert der fraglichen Währung allen Anstürmen Trotz halten kann.

Eng hiermit verknüpft ist eine besondere Gefahr der Verwicklung der Notenbank in den Valuteterminhandel — eine Gefahr, die allerdings auch sonst bei großem Bedarf der Zentralbank bzw. des Staates an ausländischen Zahlungsmitteln hervortreten kann. Hat nämlich die Bank zu einem bestimmten Termin Devisen in einem ihre Verhältnisse übersteigenden Ausmaße abgegeben, so tritt sie nunmehr ihrerseits als Käufer ausländischen Geldes auf den Markt. Wenn nun etwa zu diesem Zeitpunkt eine ungünstige Gestaltung des Verhältnisses von Angebot und Nachfrage einen Druck auf den Kurs der Heimatwährung ausgeübt hat, so kann und wird unter Umständen die Notenbank, um etwaiger ihr bei den erforderlichen Deckungsgeschäften entgegen tretenden Schwierigkeiten Herr zu werden, zur Notenpresse greifen und somit inflationistisch wirken. Dadurch aber wird die durch die Zahlungsbilanz herbeigeführte, nur vorübergehende Entwertung zu einer dauernden Werteinbuße. Besonders stark tritt diese Gefahr in Erscheinung, wenn aus irgendeinem Grunde heraus bis kurz vor der Fälligkeit der getroffenen Abschlüsse von einer ausreichenden Beschaffung an den erforderlichen Devisen Abstand genommen worden ist. Die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit, die sich in einem ähnlichen Falle vielleicht für andere Betriebe ergeben mag, wird hier abgelenkt. An ihre Stelle tritt

eine inflationistische Maßnahme, begleitet von all ihren vielleicht tiefgreifenden wirtschaftlichen Rückwirkungen.

Zweckmäßig dürfte es, sobald man den Augenblick für ein entsprechendes Eingreifen der Bank auf dem Terminmarkt für gekommen erachtet, vielleicht sein, einen Teil des vorhandenen Devisenvorrats für gleichzeitige Interventionszwecke auf dem Kassamarkt zu verwenden, damit auch hier frühzeitigst allzu erhebliche Kurssprünge verhindert werden.

Der Eröffnung des Terminhandels der Zentralbank auf dieser Grundlage — bei ihr ist bereits eine völlige Klarheit über den in Aussicht genommenen Stabilisierungskurs erwünscht — können eine Reihe von Maßnahmen auch auf diesem engeren Gebiet vorausgegangen sein, die vorbereitend gleichsam auf eine Beruhigung der Marktlage abzielen. In Frage käme beispielsweise, trotz der oben geltend gemachten Bedenken, die Beschränkung auf die Festlegung nur des Termindevisenverkaufssatzes oder auch nur eines Preises, zu welchem die Bank zur Entgegennahme von Valuten bereit ist, die Beschränkung auf den Verkehr mit dem Warenhandel u. a. m. Auch die noch zu behandelnde Terminsatzregelung sowie eine Reihe weiterer indirekter Fixierungsmaßnahmen, wie etwa das bloße gelegentliche Eingreifen der Bank auf dem Markt, Kornerungen usw., wären hierher zu rechnen. — Beschränkt sich dagegen die direkte Kursbeeinflussungsmaßnahme auf die autoritative Festsetzung des Terminpreises ohne jedwedes Eingreifen der Bank, so dürften all die gewöhnlichen Begleiterscheinungen eines Höchstpreissystems nicht ausbleiben mit der Abwanderung des Handels auf Schleichwege, Winkelbörsen usw., sofern die amtlichen Devisenterminkurse eine der Lage der Dinge nicht entsprechende Höhe annehmen. —

Nicht wesensverschieden von der hier geschilderten Lage verhalten sich die Dinge, wenn wir an Stelle der Terminkursfestsetzung nur eine solche des Terminsatzes vor uns haben. Bei unseren diesbezüglichen Betrachtungen wollen wir unseren Ausgangspunkt von dem Verfahren der deutschen Reichsbank in den ersten Nachkriegsjahren nehmen. Mit dem Gesetz vom 16. Dezember 1919 wurden dem Institut in Abänderung des § 7, 2 des Bankgesetzes vom 14. März 1875¹ gestattet, bis zum 31. Dezember 1930 „zur Erfüllung eigener Verbindlichkeiten De-

¹ „Den Banken, welche Noten ausgeben, ist nicht gestattet:

1.
2. Waren oder kurshabende Papiere für eigene oder für fremde Rechnung auf Zeit zu kaufen oder auf Zeit zu verkaufen oder für die Erfüllung solcher Verkaufsgeschäfte Bürgschaft zu übernehmen.“

Nach Koch: Münzgesetzgebung, 6. Aufl., Berlin 1910, S. 145, richtete sich dieses Verbot in erster Linie gegen Reportgeschäfte.

visen auf Zeit zu kaufen und zu diesem Zweck gekaufte Devisen gleichfalls auf Zeit wieder zu verkaufen“.

Die von der Bank über diese Geschäftsart festgesetzten Bestimmungen laufen ganz deutlich auf den Schutz des Exports gegen die Schwankungen der Auslandswährung, gemessen an der Mark, hinaus. Die Bestimmungen selbst sind zusammengefaßt in einem „Merkblatt über den Ankauf pp. von Wechseln, Schecks, Banknoten und Auszahlungen in ausländischer Währung durch die Reichsbank“¹.

Wie eine Reihe von Zentralnotenbanken des Auslandes, so zeigte auch die deutsche Reichsbank weitgehend das Bestreben, sich gegen die Möglichkeit zu schützen, „daß ihre Bereitwilligkeit zum Kauf von Termindevisen seitens der Spekulation mißbraucht wurde“. So mußten ihr z. B. bei Antrag auf Übernahme von Terminevisen Unterlagen erbracht werden, aus denen hervorging, daß dem Terminverkauf tatsächlich ein entsprechendes Warengeschäft zugrunde lag. Fernerhin war — jedenfalls rein formell — die Möglichkeit eines späteren Rücktritts stark beschränkt². Begründet wurde dieses ebenso wie die Erschwerungen des Kaufes von Kurssicherungstratten³ durch andauernde scharfe Erhöhungen des Kursabschlages⁴ mit der Notwendigkeit, jedwedes Unsicherheitsmoment in der Devisenbeschaffungspolitik der Bank auf

¹ Dasselbe ist verschiedentlich neu aufgelegt, ohne dabei allzu erheblichen Änderungen unterworfen worden zu sein. — In der Fassung vom November 1921 ist es wiedergegeben bei F. Schmidt: Zahlungsverkehr S. 114ff.

² Nur in vier im Merkblatt besonders aufgeführten Fällen war das Institut ohne weiteres zur Entbindung von den übernommenen Verpflichtungen bereit, und zwar bei:

1. Aufruhr,
2. inzwischen erlassenen deutschen Ausfuhrverboten, von denen auch mit Hilfe der Reichsbank eine Ausnahme nicht zu erlangen war,
3. Blockade,
4. Besetzung durch feindliche Truppen.

Im Gegensatz zur Reichsbank hat sich übrigens das Tschechoslowakische Bankamt auf Befreiungen von der Lieferung einmal abgeschlossener Verträge in Terminevisen — jedenfalls in den ersten Jahren — grundsätzlich nicht eingelassen (Prager Tageblatt Nr. 5 vom 9. Januar 1923).

³ Kurssicherungstratten sind seitens des Exporteurs auf den ausländischen Käufer gezogene Tratten, welche weder zum Akzept noch zur Zahlung im Ausland vorgelegt wurden. Am Ende der Laufzeit waren sie durch Abführung des Währungsbetrages seitens des Einreichers einzulösen. Die Höchstlaufzeit betrug 3 Monate unter Zubilligung einmaliger Prolongierbarkeit. Bei unverschuldeter Nichtzahlung des Trattenbetrages wurde weitgehendes Entgegenkommen hinsichtlich der Rückgabebereitschaft erwiesen.

⁴ Dieser betrug anfänglich $\frac{1}{2}$ % pro begonnenen Monat, um dann von August bis Dezember 1920 auf 3 % pro angefangenen halben Monat zu steigen. Außerdem wurde ein Diskont in Abzug gebracht unter Zugrundelegung des jeweils in Frage kommenden ausländischen amtlichen Satzes. Hinzu traten weitere Erschwerungen technischer Art, auf die hier nicht besonders eingegangen werden soll.

ein Mindestmaß zu beschränken. Berechtigten Ansprüchen gegenüber bewies sie jedoch trotz all dieser Bestimmungen fast durchweg das größte Entgegenkommen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, daß die Rechtslage durchaus ungeklärt war, und das ganz abgesehen von der Tatsache, daß die Bank von einer Mitschuld an dem Währungszusammenbruch nicht völlig freizusprechen ist. Mehrere juristische Gutachten bestritten dem Institut die Berechtigung zur Zurückweisung derartiger Rücktrittsangebote, sofern der Kunde ihr den Nachweis erbringen konnte, daß die Nichtausführung des Grundgeschäftes nicht auf seine Schuld zurückzuführen war. Verwiesen wurde dabei vor allem darauf, daß es sich bei den der Reichsbank verkauften Devisen jeweils um solche handelte, die aus einem bestimmten Exportgeschäft stammten. Somit liege eine Spezies- und keine Gattungsschuld vor. Übrigens vermochte sich der Handel jedenfalls zeitweise gegen Verlustmöglichkeiten, wie sie ihm aus der Beschränkung des Rechtes zum unverschuldeten Rücktritt drohten, durch Versicherungsabschlüsse¹ zu decken. Von dieser Möglichkeit ist unseres Wissens nur in geringem Umfange Gebrauch gemacht worden.

Trotz der Beschränkung auf den Devisenterminkauf sowie hinsichtlich der Quelle, aus der die betreffenden Valuten stammen mußten, auf den Export, ergaben sich aus dem Termingeschäft der Bank für die Währung gewisse zwar durch die Inflationspolitik erheblich überkompensierte Vorteile. Hierher gehört u. a. eine erleichterte Beschaffung von Devisen für Reparationszwecke usw. Für die an die ehemaligen Gegner abzuführenden Valuten waren damals bekanntlich bestimmte Ablieferungstermine vorgeschrieben. Diese Regelung brachte die Gefahr eines starken Devisenkursanziehens um diese Erfüllungszeiten herum mit sich. Von der Einführung des Termingeschäftes erhoffte man nun eine bessere zeitliche Verteilung ihrer Beschaffung und damit eine gewisse Beschränkung der mit ihr für die Mark verbundenen Gefahren. Ob und inwieweit in dieser Hinsicht ein Erfolg erzielt worden ist, mit anderen Worten ob bei fehlendem Termingeschäft der Bank sich die Verhältnisse bis Anfang Januar 1923 noch ungünstiger gestaltet haben würden, läßt sich schwer beurteilen. Jedenfalls aber wird man dem diesbezüglichen Vorgehen der Bank unter den damaligen Verhältnissen keinen allzu großen Wert beimessen können. Die außer im Frühjahr 1920 und Winter 1921/22 nur selten unterbrochene anhaltende Abwärtstendierung des Markwertes konnte dem Exporteur einen Vorverkauf der in Aussicht stehenden Devisen nicht gerade besonders verlockend erscheinen lassen. Wäre dagegen in erheblicherem Maße von der Terminabgabemöglichkeit an die Reichsbank Gebrauch gemacht worden, so

¹ Bei Lloyds. — Vgl. Verhandlungen der Sozialisierungskommission a. a. O. S. 328 ff.

hätte sich bei ableitender Eigenwährung die Beschaffung der Reparationsdevisen oft zu einem Preise bewerkstelligen lassen, der die tatsächlichen Aufwendungen nicht annähernd erreicht haben würde. Zum Teil hätte auf diese Art und Weise das Loch im Staatssäckel, das zu andauernder Geldvermehrung führte, gestopft werden können. In je größerem Ausmaße man so der Inflation entgegenzutreten in der Lage gewesen wäre, in um so erheblicherem Umfange hätte sich wahrscheinlich auch infolge des geringeren Markentwertungsrisikos der Export zum Terminverkauf bereit gefunden. Allerdings hätte sich der von der Bank festgelegte Terminsatz stärker, als es in Wirklichkeit der Fall war, den tatsächlichen Verhältnissen anpassen müssen: stärkeres Devisenterminangebot an die Reichsbank — geringere Inanspruchnahme der Notenpresse (geringere Inflationsbesteuerung!) — geringeres Abgleiten des Marktwertes — stärkeres Devisenterminangebot . . . usw. Die exportfördernde Wirkung der Geldentwertung als solche wäre vielleicht ein wenig zurückgetreten. Aber auch das ist zweifelhaft, zumal eine langsame Entwertung der Mark bei der damaligen Höhe der Reparationsverpflichtungen sich höchstwahrscheinlich trotz aller Termindevisenbeschaffung nicht hätte vermeiden lassen. Zudem ist es bei starker Geldentwertung durchaus zu bestreiten, daß ein großer Export tatsächlich die Zahlungsbilanz in einem günstigen Sinne beeinflußt. Die Ausfuhr erfolgt vielmehr alsdann oft zu derartigen Schleuderpreisen, daß die Wiederbeschaffungskosten, ja allein die Kosten für die Einfuhr der zur Wiederherstellung des exportierten Artikels benötigten Rohware, das Mehrfache des erzielten Preises ausmachen.

Darüber hinaus hielten sich die Wirkungen des geschilderten Vorgehens der Bank auf die Kursgestaltung, wenn wir von der diesbezüglichen Bedeutung der Sicherungsgeschäfte absehen, schon allein im Hinblick auf die vorerwähnten Beschränkungen in sehr engem Rahmen. Im Gegensatz zu der entsprechenden Fixierung des Terminkurses konnte von einem Mindestpreis für Export-Termindevisen nicht die Rede sein. Eine vorübergehende Abrechnungsmethode ausgenommen, erfolgte nämlich die Errechnung des Terminkurses unter Zugrundelegung des Terminsatzes und des erst nach Abschluß des Geschäftes festgesetzten Kassakurses: Termineinheitskurs. Für alle in Frage kommenden Devisenarten war ein und derselbe Terminsatz festgesetzt. Diese Tatsache ist, wenn man einmal von den Zinsdifferenzen absehen will, nur unter der stillschweigenden Voraussetzung einer ungefähr parallelen Entwicklung der Kurse sämtlicher Devisen zu verstehen. Da nun die Veränderungen der Kurslinie, an der Mark gerechnet, ausschlaggebend von den Bewegungen dieser Währung bestimmt wurden, konnte ein gewisser Parallelismus in etwa als gegeben angesehen werden. Privatsatzdifferenzen verloren zudem bei den damaligen Währungsschwankungen

und der Eigenart der Diskontpolitik insbesondere in Deutschland völlig an Bedeutung. Im übrigen fällt für die Beurteilung dieser Terminsatzpolitik die fast gänzliche Unmöglichkeit des Arbitrageverkehrs im Hinblick auf die engen Grenzen des Kundenkreises der Reichsbank auf diesem Markt erheblich ins Gewicht. Nichtsdestoweniger ist bei der großen Marktenge, der zeitweise vollständigen Beschränkung des Devisentermingeschäftes der Bankwelt auf den Verkehr mit dem Außenhandel, sowie auf ihre etwaigen Deckungen durch das Verhalten des Noteninstitutes eine gewisse Einflußnahme auf den heimischen Terminkurs erfolgt. Diese wäre vielleicht aber auch dann eingetreten, wenn tatsächlich ein breiterer Terminmarkt vorhanden gewesen wäre. Sofern nämlich der sich auf dem freien Markt bildende oder von den Banken bewilligte Terminkurs sich niedriger stellt als der von der Reichsbank auf Umwegen über den Terminsatz fixierte, ist es selbstverständlich, daß der Export seine Devisen, falls ihr Terminverkauf überhaupt beabsichtigt ist, der Bank anbietet. Dadurch ergibt sich eine Entlastung des freien Terminmarktes von dem ihm sonst aus diesen Kreisen zugeführten Angebot und somit eine Steigerung der Terminkurse des freien Marktes; in entgegengesetzter Richtung wirkt die Fixierung eines verhältnismäßig niedrigen Auf- bzw. hohen Abschlages. Bei vorhandener Kassatarminarbitrage pflanzt sich diese Beeinflussung auf den Kassamarkt fort. — Sofern das Termingeschäft durch gesetzgeberische oder andere Ursachen auf Sicherungs- und Rücksicherungsabschlüsse beschränkt ist, ist die Einwirkung auf den Kassakurs erklärlicherweise außerordentlich gering. Zwar können die auf dem Terminmarkt aufgenommenen Exportdevisen auf den Kassamarkt geworfen werden. Das würde eine Steigerung des dortigen Angebots bedeuten und vielleicht zur Abwendung dortiger vorübergehender Ungelegenheiten beitragen. Doch steht dem in praxi entgegen, daß bei einer ungünstigen Gestaltung des Kassamarktes im allgemeinen auch das Angebot an Termindevisen ausbleibt.

Hätte die Reichsbank ihren Kundenkreis ausgedehnt, sich notfalls in den Arbitragehandel eingemischt und sich *ceteris paribus* zur jederzeitigen Abnahme von Zeitdevisen, d. h. Abgabe von Terminmark, bereit erklärt, so wäre ihr Verhalten letzten Endes auf die Festlegung eines Höchstzu- bzw. Mindestabschlages für Terminmark hinausgelaufen. Die Begleiterscheinungen dieses Vorgehens hätten sich im wesentlichen mit jenen gedeckt, die wir oben für den Fall einer Fixierung der Terminaufnahmekurse aufgewiesen haben. Entsprechendes gilt sinngemäß für die Beschränkung des Eingreifens der Bank auf den Devisenvorverkauf unter Zugrundelegung eines bestimmten Satzes. Desgleichen weist die Festlegung von An- und Verkaufssätzen in ihren kurspolitischen Auswirkungen wie auch in ihren währungspolitischen Erfordernissen (Devisenfonds, Inflationssteuerung) keine tiefgreifenden Abweichungen von

jenen auf, die wir bei der Kursregelung vorgefunden haben. Wie in diesen Fällen, so wird auch durch die Terminalsatzpolitik eine Beeinflussung der Kassakurse herbeigeführt. Allerdings sind diesfalls die Grenzen ihrer Schwankungen weniger eng gezogen. Zwar gehört zu jedem Terminkurs ebensogut ein mehr oder weniger großes Bündel von Terminalsätzen wie umgekehrt. Der Terminalsatz macht aber bekanntlich nur einen kleinen Bruchteil des Kurses aus. Daher leuchtet es ohne weiteres ein, daß schon eine sehr geringe Verschiebung des ersteren bei Nichtänderung des Terminkurses bereits die Kassaterminarbitrage auf den Markt lockt. Bei festem Terminalsatz müssen hingegen Kassa- und Terminkurs absolut weit erheblicheren Abänderungen unterworfen werden, bevor sie ein Eingreifen dieser Geschäftsart bedingen. Die Bedeutung der Satzfixierung für die Kassakursgestaltung erfährt mitunter eine weitere nicht zu unterschätzende Einschränkung aus der Technik des Geschäftes heraus. Soweit nämlich etwa bei herrschendem Einheitskurssystem auf dem Kassamarkt die Zeitabschlüsse der Notenbank nur auf Grundlage der amtlichen Kassakursnotierungen des Abschlußtages erfolgen, wird durch diese erst nachträgliche Festlegung des Abschlußpreises jedwede Terminarbitrage im engeren Sinne unmöglich gemacht. Dadurch wird die Einwirkung der Reichsbank auf die jeweilige Höhe des Terminkurses in sehr engen Grenzen gehalten. Zweckmäßiger würde daher vielleicht den Geschäften neben dem im voraus fixierten Terminalsatz der letztnotierte amtliche Kassakurs zugrunde gelegt. Damit wäre effektiv der an dem betreffenden Tage für die Abschlüsse mit der Zentralbank gültige Terminkurs vorherbestimmt. Ebenso wie in diesem Fall würde die Bank einen stärkeren Einfluß auf die Termin- und damit auch die Kassamarktlage ausüben können, wenn sie für ihre Kauf- und Verkaufsaufträge neben den vorher fixierten Terminalsätzen die sich aus der jeweiligen Lage ergebenden schwankenden Kassakurse heranziehen würde.

Wie die Fixierung des ersten Terminkurses so bietet auch die Bestimmung des ersten Satzes große Schwierigkeiten. Die richtige Wahl ist ebenso wie jene zwischen Terminalsatz und Terminkurs von der jeweiligen Lage und insbesondere auch den währungspolitischen Plänen abhängig. Wenn bereits bei Eingreifen der Zentralbank auf diesem Markt ein endgültiger Stabilisierungskurs in Aussicht genommen ist, dessen baldiges Erreichen durch energisches Durchgreifen wahrscheinlich ist, so empfiehlt sich unter Umständen eher eine Kurs- als eine Satzfestlegung. Anders verhalten sich die Dinge, wenn ihr Auftreten auf dem Terminmarkt nur als Einleitung in ein Währungsprogramm oder als Vorfühler dient. Ist man sich über den endgültigen Stabilisierungskurs noch nicht im Bilde, will vielmehr erst abwarten, welchen Verlauf die Dinge nehmen, und ist eine vollständige Inflationseinschränkung noch nicht mit Sicherheit für die nächste Zeit zu erwarten, sondern erst mit ihrer lang-

samen Eindämmung zu rechnen, so kann ein Satzpaar zweckdienlicher sein. Allerdings wird man in diesem Falle einer Beschränkung des Eingreifens auf die Regulierung der Kassa- und Terminkurse zwecks Abschneidens allzu heftiger Schwankungsspitzen den Vorzug geben. Würde jedoch gleich zu der Fixierung von Terminalsätzen geschritten, zu denen die Bank Kauf- und Verkaufsabschlüsse — wenn auch selbstredend unter den sonst üblichen Einschränkungen hinsichtlich Kundenkreis usw. — einzugehen bereit ist, so würde sich der Satz bzw. das Satzpaar denjenigen anlehnen können, die sich letztlich auf dem freien Markt des In- und Auslandes gebildet haben. Dabei wäre allerdings der Abschwächung des Risikos Rechnung zu tragen, die durch energische, sich auf alle Gebiete der Währungspolitik erstreckende Maßnahmen zu erwarten ist. Im übrigen ist die Entscheidung unter Rücksichtnahme auf die Tatsache zu treffen, daß es sich bei dem Vorgehen auf dem Terminmarkt, wenn dasselbe zum Erfolg beitragen soll, nur um einen kleinen Ausschnitt aus dem Gesamtgebiet der einzuleitenden Währungspolitik handelt. Die Zielsetzungen der letzteren müssen auch für die Kurs- und Satzwahl bestimmend sein. Desgleichen muß bei deren weiteren Regulierung der jeweiligen Lagengestaltung Rechnung getragen werden. Bei dem Terminkurse ist das, solange man bei der in Aussicht genommenen Stabilisierungshöhe verharren kann, nicht mit allzu erheblichen Schwierigkeiten verknüpft. Dagegen wird der Terminalsatz auch nach der Neugestaltung der Währungspolitik noch des öfteren stärkeren, nicht nur durch die Geldmarktsätze beeinflussten Änderungen unterworfen werden müssen.

Auch dann, wenn Klarheit über den endgültigen Stabilisierungskurs besteht, wird unter gewissen Umständen vorläufig einer Terminalsatzpolitik der Vorzug zu geben sein. Das gilt etwa dann, wenn mit der Erreichung des Zieles erst nach einer geraumen Zeit zu rechnen ist. So wäre beispielsweise in England in den letzten Monaten vor der Wiedererreichung der \$-Parität durch das £ ein Eingreifen der Bank unter Satzfixierung durchaus erwägbare gewesen. Allerdings dürfte es sich in einer derartigen Lage empfehlen, Kauf und Verkauf von Terminauszahlungen auf die in ihrem Belieben stehenden Einzelfälle zu beschränken. Erst wenn die Erreichung des Zieles zeitlich unmittelbar bevorsteht, mag eine allgemein gültige Kursfestsetzung zu empfehlen sein. Sobald alsdann der Kurs sich auf der erstrebten Höhe auf längere Dauer ausgerichtet hat, erscheint uns eine Wiederbeschränkung der Tätigkeit der Bank auf dem Devisenterminmarkt nicht unratsam. Besteht doch ihre Aufgabe in erster Linie in der Stabilerhaltung der eigenen Währung, nicht aber in dem Schutz der heimischen Kreise vor Verlusten, welche aus den Wertbewegungen der Gegenvaluten entstehen mögen! Bei „stabiler“ Heimatwährung gewinnen aber jene Verschiebungen wieder erheblich

an Bedeutung. Die Ausschaltung der hieraus resultierenden Verluste liegt anderen Kreisen — Arbitrage, Spekulation usw. — ob. Gelegentliches Eingreifen der Bank auf den Markt soll damit keinesfalls verurteilt werden; ja es erscheint sogar geboten, wenn diese Maßnahmen auf Eindämmung der nie völlig ausbleibenden Schwankungen des Wertes des heimischen Geldes hinauslaufen. Eine entsprechende Handhabung tritt uns etwa in dem Verhalten der Österreichisch-Ungarischen Bank der Vorkriegszeit entgegen, indem diese ganz nach Gutdünken Devisen abgab zu Kursen, die von den marktgängig gebildeten unter Umständen ein wenig abwichen, einzig und allein zwecks Durchkreuzung der Pläne einer etwa eingeleiteten, groß ausholenden Spekulation. „Mittels dieses Vorgehens vergrößerte die Bank absichtlich das Risiko der Spekulation. Durch einige wenige Kursbewegungen, welche durch die Marktlage nicht erforderlich gewesen wären, wird erreicht, daß auf lange Zeiträume hinaus die Kursschwankungen noch mehr verringert werden können, als dies sonst der Fall wäre.“¹ Allerdings haben bereits die Verhältnisse des Jahres 1907 gezeigt, daß diese weitgehende Einschränkung der Schwankungen sich nicht unter allen Umständen durchhalten läßt.

Weiterhin wäre an die oben² bereits mehrfach erwähnten Korneungsmaßnahmen zu erinnern, durch welche den Notenbanken eine mitunter sehr weitgehende Kursbeeinflussung auch auf dem Kassamarkt, und zwar im Gegensatz zu den bisher betrachteten Fällen in erster Linie zur Zeit der Fälligkeit ermöglicht wird, u. a. m. —

Mit dem Devisentermingeschäft sind für die Zentralbank die verschiedenartigsten Verlustgefahren verbunden, die durch die oben gestreiften Vorsichtsmaßnahmen keineswegs völlig ausgeschaltet werden. Um ihnen nach Möglichkeit aus dem Wege zu gehen, haben Keynes³ und in Übereinstimmung mit ihm die Konferenz von Genua⁴ an Stelle eines eigentlichen Devisenterminhandels für die Zentralnotenbanken die Eröffnung eines Devisenreportgeschäftes empfohlen. „Es ist wünschenswert,“ heißt es in der EntschlieÙung 15 des Unterausschusses der Konferenz für Währungsfragen, „daß ein angemessener Markt für Termingeschäfte dort eingerichtet wird, wo ein solcher Markt noch nicht bestehen sollte. Es ist vorgeschlagen, daß in irgendeinem Lande, wo Privatunternehmungen nicht imstande sind, einen solchen Markt einzurichten, die Zentralbank die nötigen Erleichterungen schaffen sollte, jedoch ohne selbst ungedeckte Risiken zu übernehmen.

¹ Neurath, Otto: „Jahresbilanz und Wochenausweis der Österreichisch-Ungarischen Bank“ in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft Jg. 67, Tübingen 1911. S. 663.

² Vgl. insbesondere S. 35ff.

³ Vgl. a. a. O. S. 135ff.

⁴ Vgl. „Material über die Konferenz von Genua“. Berlin 1922. S. 79.

Die Zentralbank könnte z. B. anerkannten Banken und Finanzhäusern Erleichterung gewähren, um Kassageschäfte in Termingeschäfte umzuwandeln, und zwar durch ein System von ‚contango‘ oder ‚report‘ von ausländischen Devisen und in der Weise, daß die Notierungen der Banken und Finanzhäuser für das 2fache Geschäft eines Kassageschäftes einerseits und das gleichzeitige Gegengeschäft andererseits vorgenommen werden.“ Um ein Beispiel herauszugreifen, so soll etwa die Bank von Italien anbieten, „Kassapfunde zu verkaufen und Terminpfunde zu kaufen gegen einen Report von $\frac{1}{8}\%$ per Monat für das erstere Geschäft gegenüber dem letzteren und Kassapfunde gegen Verkauf von Terminpfunden zu ausgeglichenem Kurs zu kaufen“¹.

In ähnlicher Aufmachung hat diese Geschäftsart in Österreich insbesondere Ende 1924 und in den ersten Monaten 1925 eine wesentliche Rolle gespielt. Durch ihre Aufnahme seitens der Österreichischen Nationalbank sollten vor allem die für den ausländischen Darlehensgeber mit einem etwaigen Abgleiten der Krone verbundenen mittel- und unmittelbaren Gefahren auf ein Mindestmaß beschränkt werden. Man hoffte, so das Ausland zur Gewährung kurzfristiger Kredite geneigter zu machen. Bot man ihm doch einen Anreiz zur fast völlig risikolosen Ausnutzung der Diskontdifferenzen bzw. zur Gewinnerzielung aus der Differenz der heimischen Zinssätze auf der einen, der österreichischen Sätze, vermindert um den Kostosatz, auf der anderen Seite! Letzterer belief sich anfänglich auf 5 %, ist aber später bei Herabsetzung des amtlichen Diskontsatzes der Österreichischen Nationalbank gleichfalls gesenkt worden. — Die unmittelbare Hereingabe seitens des Auslandes trat an Bedeutung weit hinter der Gewährung von Krediten an die Banken und Großunternehmungen in der Heimatwährung des Darleihers zurück. In letzterem Falle erfolgte die Inkostgabe seitens der Kreditnehmer. Trotz der zeitweise beträchtlichen Höhe des Reports stellten sich die Kosten für die auf diese Art und Weise erhaltenen Kronendarlehen oft noch bedeutend niedriger als die Zinsen, welche für Kredite gezahlt werden mußten, die im Inlande unter Zugrundelegung des heimischen Diskontsatzes aufgenommen wurden. Diskont- und zinspolitische Momente dürften den Ausschlag für die Höhe des Reports gegeben haben. Erleichtert wurde dieses Vorgehen durch die bankgesetzlichen Bestimmungen. Danach ist das Institut zwar zur Aufrechterhaltung des Kronen- bzw. Schillingkurses verpflichtet. Hingegen kann es ebensowenig wie in der Vorkriegszeit die Österreichisch-Ungarische Bank zur Abgabe von Devisen auf jede x-beliebige Nachfrage gezwungen werden. Vielmehr steht ihr die Ablehnung derselben durchaus frei.

Der Zustrom von Kostdevisen — praktisch kamen hier nur solche in Betracht, die keinen wesentlichen Kursschwankungen unterlagen —

¹ Vgl. Keynes a. a. O. S. 136/7.

stellte sich in der Zeit vom September 1924 — Zeitpunkt der Geschäftsaufnahme — bis Ende 1925 auf den Gegenwert von 401,5 Mill. Schilling, von denen allein etwa 210 Millionen auf die 4 letzten Monate des Jahres 1924 entfallen. Den Einlieferungen standen bis Ende 1924 Abgaben in Höhe von 31 Mill. Schilling, bis Ende 1925 solche in Höhe von 342,3 Millionen gegenüber. Dieses Jahr wies bereits einen erheblichen Rückgang des Geschäftsumfanges auf diesem Markte auf. Mit der Abnahme der Einlieferungen hielt die Verminderung der Inanspruchnahme kurzfristiger Auslandsdarlehen nicht im entferntesten Schritt. „... Durch die Festsetzung einer gesetzlichen Relation und durch die Befreiung des Devisenhandels von den bisherigen Schranken (April 1925) ist eben das Vertrauen zum Schilling und die Zuversicht in die reibungslose Befriedigung jeder Nachfrage nach fremden Zahlungsmitteln so wesentlich gestärkt worden, daß die Empfänger ausländischer Kredite zumeist darauf verzichteten, sich im Wege des Kostgeschäftes eine besondere Sicherung für die Rückerlangung der Valuta zu schaffen“¹. — Der Reportsatz glied sich immer mehr den Zinsdifferenzen an.

Bei Aufnahme des Geschäftes durch die Nationalbank ergaben sich gewisse Schwierigkeiten hinsichtlich der Frage der Heranziehung der Kostdevisen zur Notendeckung. Die Reportierung hatte die Ausgabe von Noten, denen die täglich fälligen Verbindlichkeiten der Bank zugerechnet werden, zur Folge. Nun konnten aber nach den Satzungen in ihrer damaligen Fassung Devisen nur dann zur Deckung herangezogen werden, wenn sie im Barschatz der Bank verrechnet wurden². Bis zu einer entsprechenden Änderung dieser Bestimmungen (Anfang 1925) wurden die Kostdevisen daher in diesem ausgewiesen, ohne daß dabei jedoch jemals die Absicht bestand, „auf der Grundlage dieser Devisen das 5fache ihres Wertes in Banknoten auszugeben“³.

Die mittels Auslandskredit flüssig gemachten Beträge sind seitens der Banken in erheblichem Umfange dem Handel und der Industrie zuge-

¹ Bericht des Generalrats über die Geschäftsführung des Jahres 1925 S. 10.

² Die neue Regelung der österreichischen Währungsgestaltung sieht eine endgültige Einführung der Barzahlung vor, deren tatsächliches Inkrafttreten von der Erfüllung von bestimmten uns hier nicht interessierenden Voraussetzungen abhängig gemacht wird. Die umlaufenden Noten der Bank zuzüglich der täglich fälligen Verbindlichkeiten unter Abrechnung jedoch der Schuld des Bundes bei der Bank sind zu 33 $\frac{1}{3}$ % durch Edelmetall sowie Valuten und Devisen zu decken. Doch bestehen in dieser Hinsicht für die Zeit bis zur Aufnahme der Bareinlösung besondere Erleichterungen insofern, als jedenfalls für die ersten 15 Jahre — also bis 1937 — die Bardeckungsgrenze auf einen niedrigeren Prozentsatz festgelegt worden ist. Für die ersten 5 Jahre ist eine solche von 20%, für die folgenden 5 von 24% und die weiteren von 28% vorgeschrieben. Erst nach Ablauf dieser 15jährigen Übergangszeit — es sei denn, daß die Aufnahme der Einlösung zu einem früheren Zeitpunkt erfolgt — ist die Dritteldeckung durchzuführen. — Tatsächlich haben sich die Deckungsverhältnisse bislang entschieden günstiger entwickelt. Nach dem Bericht des Jahres 1925 belief sich der Barschatz in Prozenten der Gesamtzirkulation Anfang 1923 auf etwa 27, Ende 1923 auf 56,5%, Ende 1924 auf 40 und Ende 1927 auf etwa 44,4%. — Außer Gesetzestexten und Kommentaren vgl. u. a. Kienböck a. a. O.

³ Bericht des Generalrats über 1924 S. 13.

flossen. Dagegen hat sich anscheinend die Nutzbarmachung dieses Eingreifens der Bank für Ein- und Ausfuhrdevisen in bescheidenem Rahmen gehalten, obwohl eine entsprechende Anwendungsmöglichkeit des Verfahrens durchaus im Bereich der Möglichkeit liegt. So kann z. B. der Exporteur die hereinzunehmenden Devisen auf dem Kassamarkt verkaufen. Die Eingänge aus dem Grundgeschäft finden alsdann später Verwendung zur Abwicklung der Devisentransaktion. Der Importeur ist dagegen in der Lage, die benötigten Valuten auf dem Kassamarkt zu kaufen und bis zu dem Zeitpunkt der Fälligkeit der Zahlungen an seinen Geschäftsfreund hereinzugeben.

Des weiteren vermag das Kostgeschäft des Noteninstituts ebenso wie seine Beteiligung an dem gewöhnlichen Valutenzeithandel den Rückhalt für einen breiten Devisenterminmarkt zu bilden. Auf diese Weise eröffnet die Bank, auch wenn sie ihre eigenen Abschlüsse, etwa den Vorschlägen Keynes' entsprechend, nur mit erstklassigen und unbedingt sicheren Bankhäusern tätigen würde, doch dem Handel indirekt die erwünschten Sicherungsmöglichkeiten.

Soweit es sich bei den einzelnen für den Ex- und Import in Frage stehenden Geschäften um solche geringen Umfanges handelt, ist, vorausgesetzt, daß man einer Beteiligung der Zentralbank am Termingeschäft überhaupt das Wort redet, ein derartiges Dazwischentreten der Privatbanken unseres Erachtens erwünscht. Bei größeren Abschlüssen scheint uns jedoch eine unmittelbare Verbindung zwischen Notenbank und Handel jedenfalls für die deutschen Verhältnisse durchaus zulässig, da die Reichsbank dank ihres Rediskontierungs- und Informationssystems oft sehr wohl in der Lage ist, die Erfüllungsmöglichkeit des Geschäftsfreundes zum mindesten ebensogut zu beurteilen wie die Privatbanken. Die Keynesschen Vorschläge, auf diesem Markte als Gegenkontrahenten des Noteninstituts nur Großbanken anzuerkennen, sind eben durchaus auf englische Verhältnisse zugeschnitten und haben für diese auch ihre volle Berechtigung.

Neben dem Devisentermingeschäft spannt Keynes auch den Goldterminhandel der Zentralbank in sein groß angelegtes Währungsprogramm ein. Kursbeeinflussung im weitesten Sinne liegt diesem in erster Linie zugrunde. Stabile Preise sind das Primäre des zu erstrebenden Zieles. Im Rahmen dieser Zwecksetzung ist eine möglichst seltene Abänderung der Wechselkurse wünschenswert. Zur Überwindung der übertriebenen Empfindlichkeit der Devisenkursbewegung gegen momentane Einflüsse ist das Gold als das geeignetste Mittel zu betrachten. Seine bisherige Preisverankerung sei durch eine Goldpreisregelung entsprechend etwa derjenigen der Diskontsätze zu ersetzen, ein Plan, der in seinem Grundgedanken weitgehend an die Vorschläge Fishers betreffend veränderter Goldmenge der Geldeinheit erinnert. Keynes empfiehlt eine

wöchentliche Festsetzung des An- und Verkaufspreises des Goldes mit entsprechender Marge.

Diese Auffassung stößt erklärlicherweise im Lager der Goldwährungsanhänger auf heftigen Widerstand. Neuerdings hat sich insbesondere Machlup¹ mit großer Schärfe gegen einen ähnlichen früheren Vorschlag von Otto Heyn¹ gewandt. Seine Ablehnung der Heynschen Währungspläne (Papiergeldwährung „mit Goldreserve für den Auslandsverkehr unter veränderten Goldpreisen“) trifft Keynes insofern weniger als Heyn, als die manipulierte Währung des ersteren unseres Erachtens bewußt auf die Abschaffung der Goldverwendung für Währungszwecke abzielt. Seine vorläufige Weiterheranziehung als Mittel zur Devisenkursbeeinflussung wird offenkundig nur als Übergangsmaßnahme betrachtet. Diese bedeutet schon deshalb die Voraussetzung der praktischen Durchführbarkeit seiner Pläne, weil die unbedingt erforderliche Zustimmung amerikanischer Währungsinteressenten unter den derzeitigen Verhältnissen nicht erzielbar wäre, wenn der Gedanke der Entthronung des Goldes in den Vorschlägen zu stark hervortreten würde. — Von einer entsprechenden Politik verspricht sich Keynes eine Verringerung der Inlandpreiserschütterungen, die aus einer etwaigen endgültigen Devalorisierung des Goldes resultieren dürften. Einen weiteren Vorteil erblickt er in der möglichen Aufrechterhaltung einer bestimmten Stabilität des Sterling-Dollarkurses. Von dieser brauche erst dann abgegangen zu werden, wenn sich nach Auffassung der Bank von England eine Veränderung im Interesse der Stabilität des Sterlingkurses als notwendig erweisen würde. Bei etwaigem Goldabfluß oder -zustrom müsse die Bank ihre Entscheidungen von den Ursachen der Bewegung abhängig machen. Falls diese in einer Wertveränderungstendenz des Pfundes gegenüber den Waren liege, sei die Einführung einer Diskontsatzveränderung geboten; sei sie begründet in einer Wertabweichung des Goldes den Waren gegenüber, so müßten Goldpreisveränderungen als Abhilfsmaßnahmen dienen.

Neben der Notierung des An- und Verkaufspreises für Kassagold habe auch eine solche für 3-Monatslieferung zu erfolgen. „Die Differenz zwischen der Kassa- und Terminnotierung würde entweder einen Diskont oder eine Prämie der letzteren gegenüber der ersteren darstellen, je nachdem die Bank in London niedrigere oder höhere Goldpreise als in New York wünscht“². Darüber hinaus aber würde die Existenz der Goldterminnotierung seitens der Bank „eine feste Grundlage für einen freien Markt in Termindevisen herstellen und würde die kurzfristige Bewegung von Guthaben zwischen London und New York in ganz derselben Weise wie vor dem Kriege erleichtern, während sie gleich-

¹ Vgl. Machlup, Fritz: Die Goldkernwährung, Halberstadt 1925, S. 110ff.

² Keynes a. a. O. S. 197.

zeitig die effektive Versendung von Gold in Barren hin und her auf ein Minimum herunterdrücken würde“¹.

Es kann hier nicht die Aufgabe sein, zu der währungspolitischen Streitfrage: „Goldwährung oder ‚manipulierte Papierwährung‘“ Stellung zu nehmen. Die von Keynes gegen erstere geltend gemachten Bedenken für den Fall einer plötzlichen Entwertung des Goldes erscheinen uns durchaus stichhaltig. Ob aber nicht auf der anderen Seite seinen Plänen gegenüber insbesondere im Hinblick auf die der Diskontpolitik zugemessenen Wirkungen wesentliche Bedenken laut werden müssen!? Die Auswirkung des amtlichen Diskontsatzes auf das Ausmaß der Kreditgewährung, auf die Entwicklung des inneren Preisniveaus usw. sind noch nicht in dem Umfange geklärt, wie es für eine endgültige Stellungnahme notwendig wäre. Theoretische Erwägungen und praktische Erfahrungen lassen uns die Auffassung Keynes' reichlich optimistisch erscheinen, ohne daß in dieser Hinsicht gerade den Erfahrungen unter den finanz- und währungspolitischen anormalen Nachkriegsverhältnissen ein allzu erheblicher Wert beigemessen werden darf. In der von Keynes in seinem System dem Golde beigelegten Bedeutung liegt unseres Erachtens ein innerer Widerspruch. Doch dürfte dieser, wie bereits hervorgehoben, in taktischen Momenten seine Erklärung finden².

Von größerem Interesse als die eigentlichen Währungsreformpläne Keynes'³ sind für uns seine Erörterungen über das Devisentermingeschäft und unter ihnen wieder an dieser Stelle vor allem seine Befürwortung der Goldterminnotierung als Grundlage für den Devisenzeitmarkt. In diesem Vorgehen vermögen wir eine derartige Förderung nicht zu erblicken. Das gilt jedenfalls, soweit auf beiden Seiten nur Zahlungsmittel in Frage kommen, die auf der gleichen Grundlage absolut stabiler Inlandpreise aufgebaut sind. Das gilt darüber hinaus aber auch dann, wenn es sich bei den Gegenwährungen um solche handelt, die etwa auf Gold basieren. Goldterminhandel würde für das Gebiet der manipulierten Währung ihnen gegenüber fast nichts anderes bedeuten als Devisenterminhandel, Handel in ihren Währungen. Ein wenig wesentlicher

¹ Keynes a. a. O. S. 197.

² Vgl. hierzu die durchaus berechtigte Kritik Gustav Cassels in „Das Stabilisierungsproblem oder der Weg zu einem festen Geldwesen“, Übersetzung Max Mehlem, Leipzig 1926, S. 89ff. Diese mündet aus in die Frage nach dem Nutzen der Zentralbanken aus der Beibehaltung der Goldreserven bei einer den Keynes'schen Plänen entsprechenden Währungspolitik.

³ Aus der deutschen Kritik an Keynes' Vorschlägen vgl. insbesondere: Hirschstein, H.: Goldwährung und Kunstwährung. Gedanken zum neuen „Keynes“. Bankarchiv Jg. 23. Berlin 1924. — Salin, Edgar: Die Entthronung des Goldes. Schmollers Jahrbücher Jg. 48, München 1924, S. 95ff. — Schumpeter, Josef: Kreditkontrolle. Archiv für Sozialwissenschaften und Sozialpolitik Bd. 54, Tübingen 1925, S. 289ff. — Tismer, Alfred: Darstellung und Kritik des Keynesschen Währungsprogramms. Ebenda Bd. 55, Tübingen 1926, S. 630ff.

Unterschied bestände allerdings insofern, als der Goldterminhandel in etwa einem Terminhandel in der Währung aller gleichkame, oder richtiger in der Währungsgrundlage aller fraglichen goldgebundenen Valuten. Ein Terminhandel in einem bestimmten Zahlungsmittel würde dagegen allenfalls nur die gegenseitige Kurslage der beiden für den Terminabschluß in Frage stehenden Valuten bedeuten. — Ist aber gar die Gegenwährung weder auf Gold aufgebaut noch einer der Keynesschen Regelung entsprechenden Manipulation unterworfen, so ist erst recht kein Grund für die behauptete Förderung des Terminhandels durch die Goldterminnotierung einzusehen.

Anders würden allerdings die Verhältnisse liegen, wenn wir von einer mehr oder weniger heftigen Schwankungen unterworfenen freien Währung ausgehen. Alsdann würde man, solange das Gold seine Stellung als das idealste Wertvergleichungsmittel beibehält, einen Terminhandel in diesem als Mittel der Kurssicherung in etwa dem gleichen Ausmaße befürworten können wie das Devisentermingeschäft in Festwährung. —

Wir haben bislang unsere Betrachtungen der Bedeutung der Zentralnotenbank für den Deviseterminmarkt im wesentlichen auf jene Fälle beschränkt, in welchen sie sich zum Kauf oder Verkauf von Termindevisen unter bestimmten Voraussetzungen bereit erklärt. — Ganz kurz haben wir außerdem die Lage berührt, wie sie sich aus einer bloßen Fixierung der Terminalsätze bzw. -kurse ohne gleichzeitiges Eingreifen des Instituts ergibt. Wir wollen im folgenden nun noch einen Sonderfall herausgreifen, der in praxi in der Stabilisierungsepoche mehrerer europäischen Währungen in der Nachkriegszeit eine gewisse Rolle gespielt hat: den Terminhandel bei zeitweiser Anlehnung einer Währung an eine ausländische Valuta, bei Aufrechterhaltung eines unveränderten Kursverhältnisses zwischen dem heimischen und einem bestimmten Auslandsgelde. So wurde beispielsweise in Deutschland vom November 1923 bis August 1926 der Dollarkurs auf Mk. 4.20 belassen. — Die erforderliche Intervention des Zentralinstituts kann sich gegebenenfalls auf den Kassamarkt beschränken oder auch auf den Terminmarkt übergreifen. Im letzteren Falle bietet die Lage keine wesentlich neuen Gesichtspunkte. Das gilt insbesondere dann, wenn die baldige Rückkehr zu veränderlichen Kursen in Aussicht steht. Kommt diese vorerst nicht in Frage, so wird sich das Termingeschäft, jedenfalls, wenn die stabilisierende Zentralbank zur Erfüllung jedweder Devisennachfrage auf dem Kassamarkt verpflichtet ist, in sehr engen Grenzen halten. Auf die Kurshöhe kann sich diese Lage insofern auswirken, als die Bank nach einer geraumen Zeit der Aufrechterhaltung des festgelegten Kursverhältnisses vielleicht von einer besonderen Rücksicherung für die eingegangenen Engagements absehen wird. Damit entfällt aber gleichzeitig die Notwendigkeit der

Bindung des Terminsatzes an die jeweiligen Zinsdifferenzen. Die Möglichkeit der Abwandlung eines solchen in einen einfachen Gebührensatz ist unter diesen Verhältnissen sehr wohl gegeben. Das trifft auch für die Vereinbarungen des offenen Marktes zu. — Falls jedoch eine Verpflichtung zur jederzeitigen Devisenabgabe nicht besteht, kann das Devisenzeitgeschäft des Noteninstituts, wie wir gelegentlich der Darstellung des Kostgeschäftes der Österreichischen Nationalbank gesehen haben, unter derartigen Umständen als wesentliches Hilfsmittel einer bestimmten Diskontpolitik dienen.

Sobald die Verhältnisse genügend gefestigt sind, ist mit einer wahrscheinlichen Rückkehr zur freien Kursbildung zu rechnen. Im Zeitpunkt dieses Übergangs wird wahrscheinlich vorübergehend ein lebhafter Terminhandel einsetzen. Seitens der Bankwelt usw. wird nämlich zweifelsohne zur Rücksicherung für die unter anderen Voraussetzungen vorher getroffenen Terminvereinbarungen geschritten werden, es sei denn, daß sich die auf bestimmte Termine getroffenen Abschlüsse einigermaßen die Wage halten¹.

Ungünstiger liegen die Dinge, wenn die Entwicklung des Marktes zu einer Ablösung der geschilderten Lage durch die Festlegung eines neuen, etwa höheren Devisenkassakurses zwingt: Ein lebhafter Sturm auf den Terminmarkt wird kaum ausbleiben. Dieser aber dürfte die verungünstigte Lage noch erheblich verschärfen. Die Gefahren einer zu frühzeitigen Aufnahme des Termingeschäftes nach vorausgegangenem starken Abgleiten der Eigenwährung treten mit aller Deutlichkeit hervor. Besonders bedenklich erscheint auch hier die Verquickung des Noten regulierenden Instituts mit dem Terminmarkt im Hinblick auf eine mögliche Rückkehr zur Inflationspolitik.

Lediglich der Vollständigkeit halber sei in diesem Zusammenhang noch kurz der Bedeutung Erwähnung getan, welche die Bank durch eine Einflußnahme auf die für die Terminsatzes so wesentliche Privatdiskont-rate erlangen würde. Daß diese Einwirkung in praxi, von Sonderlagen abgesehen, aus den verschiedensten Gründen nur sehr beschränkt ist, ist hinlänglich bekannt².

Wir fassen zusammen: Eine Kassakursbeeinflussung der Bank durch Eingreifen auf dem Devisenterminmarkt ist, abgesehen von den Auswirkungen der Kurssicherung, auf verschiedene Art und Weise möglich. Kursfestlegungen, Satzfixierungen, anhaltendes oder auf einzelne Fälle beschränktes Intervenieren und die dadurch herbeigeführte Verschiebung von Angebot und Nachfrage vermögen mitunter zum Ziele zu führen. Jede dieser Maßnahmen kann — auch das ist erörtert worden — unter

¹ Vgl. oben S. 53.

² Vgl. Plenge, Johann: Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin 1913. S. 194ff. und S. 383ff.

bestimmten Umständen als besonders zweckmäßig angesehen werden. Wenn so das Eingreifen der Bank auf dem Terminmarkt bei schwankender Eigen- und mehr oder minder stabiler Gegenwährung nicht unbedeutende Erfolge erzielen kann, so dürfen auf der anderen Seite die daran geknüpften Erwartungen doch nicht zu hoch geschraubt werden, handelt es sich bei ihm doch auch günstigstenfalls in erster Linie um ein rein technisches Mittel. Zur Herbeiführung der Stabilisierung eines zerütteten Geldwesens ist es allein nicht in der Lage. Notwendig ist vielmehr die Erfüllung auch der anderen Voraussetzungen, an welche jene geknüpft ist: Eindämmung der Inflation sowie Abstellung deren Ursachen. Daß zu diesem Ziele im einzelnen auch das Termingeschäft eben durch die Verschiebung von Angebot und Nachfrage sehr wohl das seine beizutragen vermag, bedarf kaum nochmaliger Betonung.

Durch all das aber gewinnt die Gesamtbeurteilung des Devisentermingeschäftes als Kursbeeinflussungsmittel ein wesentlich anderes Bild, wie es sich uns bei Nichtberücksichtigung dieser Interventionsmöglichkeit dargestellt hat.

III. Maßnahmen zur Regelung des Devisenterminhandels.

Bei der Darstellung der Geschäftsarten des Terminmarktes begegneten wir neben wirtschaftlich begrüßenswerten Begleiterscheinungen insbesondere gelegentlich der Erörterungen über die Spekulation einer ganzen Reihe unerwünschter kurspolitischer Auswirkungen. Die Untersuchungen über das Valutenzeitgeschäft der Zentralnotenbanken ließen für den Fall des Eingreifens letzterer einen Teil der aufgewiesenen Bedenken zurücktreten. Doch ließ sich die Gefahr nicht von der Hand weisen, daß unter Umständen die Pläne der Währungsinstitute durch das Eingreifen überhitzter Spekulation durchkreuzt werden können. Eine der wesentlichsten Aufgaben ist daher in der Schaffung von Sicherheiten gegen derartige Auswüchse zu erblicken. Inwieweit ist hierzu die Möglichkeit durch gesetzliche und organisatorische Maßnahmen gegeben? Diese Frage soll im Vordergrund unserer Erörterungen über die Regulierung des Terminhandels stehen.

Betrachtet unter dem Gesichtswinkel der weitestmöglichen Ausschaltung der volkswirtschaftlichen Schädigungen der Spekulation, können die einzuschlagenden Schritte verschiedenartigster Natur sein. Zum Teil können sie auf eine gänzliche Inhibierung der Devisenterminspekulation, z. T. aber auch auf die alleinige Ausschaltung bestimmter spekulativer Kreise wie etwa des Börsenproletariats oder auch bestimmter Geschäftsarten abzielen.

Eine völlige Ausschaltung der Spekulation würde unter Umständen eine starke Einschränkung des Terminhandels nach sich ziehen mit all ihren günstigen, aber auch all ihren unerwünschten Folgeerscheinungen, wie Erschwerung des Abschlusses von Sicherungsgeschäften des Handels usw. Allerdings würde sie nicht wie auf den anderen Märkten auf eine unbedingte Lahmlegung des Terminmarktes hinauslaufen. Für einen großen Teil der volkswirtschaftlich wünschenswerten Abschlüsse, nämlich die Kurssicherungsvereinbarungen, könnten die Banken unter Deckung per Kassa einspringen. Unter bestimmten Voraussetzungen ist, wie wir gesehen haben, allerdings auch hier die Spekulation unentbehrlich.

Hält man unter diesen Umständen ein völliges Untersagen der spekulativen Betätigung auf dem Terminmarkt nicht für opportun, so wäre vielleicht die andere Möglichkeit, nämlich ein sich nur auf bestimmte Kreise oder Geschäftsarten erstreckendes Verbot zu erwägen. Ersterer Weg ist eng verknüpft mit dem Problem des Teilnehmerkreises, das in der Diskussion über die Vor- und Nachteile des Termingeschäftes eine wesentliche Rolle spielt. Mit ihm hat sich die Literatur, die der Spekulation nicht von vornherein — oft rein gefühlsmäßig — gegnerisch gegenübersteht, zum Teil sehr ausgiebig befaßt. Hier finden wir denn auch bei sonst sehr starken Befürwortern des Termingeschäftes sehr oft den Wunsch nach einschränkenden Bestimmungen, nach einer Aristokratisierung des Börsenhandels vertreten¹. U. a. verspricht sich v. Schulze-Gävernitz² von dem in vernünftige Bahnen gelenkten Terminhandel einen gewissen Ausgleich der Kurskurve unter Ersetzung der wenigen großen Ausschläge durch eine Unzahl kleinerer, unerheblicher Schwankungen. Wie er auf der einen Seite die Notwendigkeit der Ausschaltung der zu kleinen Spekulation betont, hebt er auf der anderen auch auf die Gefahren eines zu engen Marktes ab, der allzu leicht unter die Herrschaft weniger Großbanken gerate, welche die Kurse oft in völlig einseitiger, nur von ihrem Eigeninteresse beherrschten Richtung treiben. Auf diese Tatsache verweist auch Keynes, wenn er — wohl mit Recht — die großen Differenzen zwischen den Londoner Notierungen für Terminlire und den Mailänder Notierungen für Terminpfunde im ersten Halbjahr 1921 auf Kartellvereinbarungen der beteiligten Banken zurückführt³.

Während der angezogenen Zeitspanne hielt sich das Disagio für die Terminnotierung in Mailand für den Monat durchschnittlich erheblich höher als der jeweilige Gegenkurs, es erreichte im Februar vorübergehend eine Höhe von annähernd 30, im März und April eine solche von etwa 20 Jahresprozent, während

¹ Vgl. Weber, Max a. a. O. Bd. 45, S. 123 u. a.

² Vgl. Rußland S. 512.

³ Vgl. Kurstabelle im Manchester Guardian Commercial: „Der Wiederaufbau in Europa“, 1. Nummer 1922, S. 16.

sich der entsprechende Kursabschlag in London in der Berichtszeit bei 26 wiedergegebenen Notierungen nur viermal auf über 10 Jahresprozent stellte, eine Höhe, die als Untergrenze in Mailand in diesen 6 Monaten überhaupt nicht erreicht wurde.

Ähnlich wie die vorgenannten deutschen Autoren sprechen sich Bachmann¹ und Prion², allerdings in wesentlich verschiedenem Grade, für eine Beschränkung des Teilnehmerkreises aus. — Daß neben diesen mehr oder weniger bedingten Befürwortern der Terminspekulation auch eine ganze Reihe solcher Wissenschaftler steht, welche sich mit diesbezüglichen einschränkenden Bestimmungen nicht befreunden können, und wieder solche, welche eine völlige Ausschaltung der Spekulation fordern, ist hinlänglich bekannt. Zu den unbedingten Befürwortern dieser Geschäftsart auch auf dem Devisenmarkt gehört insbesondere Keynes, der dabei allerdings gelegentlich³ hervorhebt, daß auf dem Terminmarkt nur die Großspekulation in Erscheinung trete, während die Masse der Amateurspekulanten auf dem Kassamarkt arbeitet. Überhaupt hat die Spekulation in der englischen und amerikanischen Literatur im allgemeinen eine weit weniger ungünstige Beurteilung gefunden als in Schriften deutscher Sprache. Die schädliche Wirkung des Spieles wird dabei oft weitgehend anerkannt. Doch sei das Verbot des letzteren insofern mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden, als eine Unterscheidung zwischen der wirtschaftlich begrüßenswerten Spekulation auf der einen, dem reinen Spiel auf der anderen Seite noch nicht erreicht sei. Die allenthalben weitgehenden Einschränkungen der Spekulation auf dem Devisenmarkt — so wird von Keynes ausgeführt — erzielen nur eine Verteuerung der für den Handel bei vorliegenden Währungsschwankungen so dringend gebotenen Kurssicherungsmöglichkeit. Hinzu tritt die Unmöglichkeit der richtigen Überwachung der zwecks Ausschaltung der Spekulation erlassenen Bestimmungen. Unvermeidliche Risiken würden zudem besser getragen durch die, welche dazu fähig und begehrt sind. Diesem letzteren Gesichtspunkt wird eine weitgehende Berechtigung kaum abgesprochen werden können. — Von anderer Seite wird ihm entgegengehalten, daß auf diese Art und Weise die Abwälzung des Risikos von kapitalkräftigen Schultern auf solche erfolge, die durch Tragung des etwaigen Verlustes in ihrer Existenz schwer getroffen werden könnten. Doch muß hier, und zwar über das von Keynes ins Feld geführte Moment hinaus⁴, berücksichtigt werden, daß kein Mensch zur Teilnahme an der Devisenspekulation gezwungen wird und daß Kreisen, welche nicht über den genügenden finanziellen Rückhalt verfügen, das Fernbleiben vom Terminmarkt durchaus freisteht.

¹ Bachmann, Heinrich: Die Effektspekulation unter besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete. Bern 1898.

² Vgl. Preisbildung S. 212 u. a., sowie Börsenwesen S. 1040.

³ Vgl. a. a. O. S. 134.

⁴ Keynes a. a. O. S. 139.

Wenn wir den Forderungen nach Entproletarisierung des Terminmarktes weitgehend zustimmen, so soll damit nun durchaus nicht etwa gesagt sein, daß für die vorkommenden Auswüchse die alleinige Urhebererschaft in den finanziell schwachen Kreisen zu erblicken ist. Die Grenze zwischen gesunder und ungesunder Spekulation wird keineswegs durch die Größe des Vermögens der Teilnehmer bestimmt. Fest steht eben nur, daß die „kapitallose Intelligenz“ stärker noch als andere Kreise zum unüberlegten Mitlaufen neigt und damit zu einer Verschärfung der Kursausschläge führen kann. Ihr selbst unbewußt, dient sie oft als willfähiges Werkzeug in der Hand der Großspekulation und erleichtert so die letzterer genehmen Kursbeeinflussungen. Die mit diesgerichteten Versuchen somit verbundene größere Erfolgsaussicht und Minderung des Verlustrisikos führen zu einer häufigeren Einleitung derartiger Machenschaften. — Allerdings können auch kapitalkräftige Kreise sehr wohl zu den Mitläufern gehören; dafür bietet die Erfahrung des letzten Jahrzehnts manch ein Beispiel. Erinnerung sei nur an die äußeren Begleiterscheinungen des Zusammenbruchs der Stabilisierungsaktion der Mark im April 1923.

Schwierig ist die Frage nach dem Ausmaß der Ausschaltungen. Ein erheblicher Teil der Bevölkerung ist von vornherein von dem Börsenhandel in Effekten usw. ausgeschlossen. Das gilt nicht nur hinsichtlich des Verkehrs an der Börse selbst, sondern auch hinsichtlich des börsenmäßigen Handels überhaupt. Für den Rest der Bevölkerung ergibt sich als Einschränkungsprinzip ein finanzielles sowie ein sachlich-berufliches. Bei ersterem bietet insbesondere in Zeiten stark schwankender Eigenwährung die Grenzfestsetzung sehr große Schwierigkeiten. Berufliche Gesichtspunkte geben eher ein objektives Haupteinteilungsmoment in die Hand (Getreidehandel in Deutschland). Doch liegen hier die Verhältnisse auf unserem Gebiete längst nicht so einfach wie auf dem Warenmarkt; denn einmal ist die Zahl derer, die insbesondere bei schwankender Währung ein tatsächliches Interesse am Termindevisenverkehr etwa zwecks Aufrechterhaltung ihrer wirtschaftlichen Beziehungen zu ausländischen Geschäftsfreunden haben, eine erheblich größere als der Kreis jener, für welche die beiden anderen Terminmärkte außer zu reinen Spekulationszwecken von unmittelbarer Bedeutung sind. Zudem sind aber auch diejenigen, denen etwa zwecks Kurssicherung eine generelle Teilnahme am Devisenterminhandel zugestanden wird, nicht unter allen Umständen von spekulativen Intentionen frei. Wer wollte es etwa im Deutschland der Inflationszeit dem einzelnen aus „berechtigten“ Kreisen stammenden Auftrage ansehen, ob derselbe auf einem den Vorschriften der Gesetzgebung entsprechenden Grundgeschäft basierte!? — Trotz aller Schwierigkeiten, die mit der Überwachung der getroffenen Bestimmungen verbunden sind, sei es allerdings dahingestellt, ob nicht

doch durch wirklich durchgeführte drakonische Strafmaßnahmen manches in der Richtung einer Spekulationseindämmung erreicht werden kann.

Auch bei dieser bernflich basierten Grenzziehung darf die finanzielle Frage nicht gänzlich ausgeschaltet werden; die Notwendigkeit der Gestellung von Bürgen, der Zahlung von Ein- und Nachschüssen, die Möglichkeit der Ablehnung von Aufgaben sind Schritte, die in der Richtung von Lösungsversuchen liegen. Auf all diese Fragen werden wir im folgenden gelegentlich der Behandlung der Garantiekassen näher eingehen. Auch die Steigerung der Verlustgefahr, wie sie etwa durch Ausschaltung des Differenzeinwandes (einschließlich des Devisen- und Kettenhandels-einwandes, wie sie gelegentlich der Frankenepisode 1924 eine solch bedauerliche Rolle gespielt haben), ferner des Prämiengeschäftes usw. gegeben sein mag, wäre in etwa hierher zu rechnen. Allerdings sollen durch diese in erster Linie nur besondere Anreizmittel zur Spekulation aus der Welt geschafft werden.

Neben der kleinen Spekulation bildet insbesondere in währungs-kranken Staaten diejenige an den Auslandsbörsen einen wesentlichen Angriffspunkt. Mit einer gewissen Berechtigung hält man eine von dieser Seite aus erfolgende Durchkreuzung währungspolitischer Schritte für besonders gefahrvoll, zumal ihr mit obrigkeitlichen Einschränkungsmaßnahmen kaum beizukommen ist. Die Beschränkung der Terminabschlußmöglichkeit auf das Ausland schaltet zudem das krankvalutarische Gebiet von der Teilnahme an der internationalen Devisenterminarbitrage aus. Die dadurch möglicherweise herbeigeführte Marktengzieht an der Auslandsbörse sehr leicht eine Verschärfung der Kursaus-schläge der betreffenden Valuten nach sich.

Nur bei einigen der uns in diesem Zusammenhang interessierenden Schritten soll im folgenden nochmals kurz verweilt werden. Aus der Fülle der möglichen Maßnahmen greifen wir dabei vor allem den vom theoretischen und praktischen Gesichtspunkt aus gleich wichtigen Fragenkomplex der Garantiekassen, des Ein- und Nachschußsystems heraus, ohne dabei die Bedeutung weiterer währungspolitischer und organisatorischer Schritte, wie Eröffnung des Goldkreditverkehrs, Verbot des Differenzeinwandes u. a. irgendwie in Abrede stellen zu wollen.

Den Garantiekassen fällt neben der Erleichterung der Skontration vor allem die Aufgabe der Garantiegewährung der getätigten Abschlüsse zu. Bezüglich der Abrechnung der Geschäfte sei auf das bereits an anderer Stelle¹ Gesagte verwiesen. Dagegen müssen wir im folgenden noch etwas bei dem zweitgenannten Problem, nämlich der Garantierung,

¹ Vgl. oben S. 33ff.

verweilen. Mit diesem in engstem Zusammenhang steht die Frage der Beschaffung der für sie erforderlichen Mittel¹.

Hinsichtlich dieser Aufbringung unterscheiden wir zwischen

1. dem Ein- und Nachschußsystem: Ein- und etwaige Nachschüsse werden in bar oder in anderer Gestalt seitens der Kontrahenten hinterlegt, und

2. dem Garantiesystem i. e. S. Wie im amtlichen Amsterdamer Devisenterminverkehr genügt eine Bankgarantie für die Eröffnung der Abschlußmöglichkeit.

Ad 1. Die Einschußpflicht wird angeknüpft an den einzelnen Geschäftsschluß oder an den Beitritt zum Liquidationsverein. Sie kann es aber auch — und dies dürfte die Regel sein — sowohl an den einen als auch an den anderen Fall. Alsdann ist meistens eine bestimmte Engagementshöhe von einer Einzeleinschußpflicht befreit. Eine derartige Regelung finden wir etwa im heutigen Berliner Effekterterminhandel vor, sowie auch — jedenfalls in den ersten Jahren ihres Bestehens — bei der uns in dem Rahmen unserer Arbeit besonders interessierenden Berliner Devisenabrechnungsstelle, deren Hauptbedeutung allerdings auf dem Gebiete des Kassageschäfts liegt. Auch mit diesem waren insbesondere in Zeiten stärkster Währungsschwankungen nicht unerhebliche Kursrisiken verbunden, da Leistungen und Gegenleistungen, wie auch heute noch, erst nach einigen Tagen zu erfolgen hatten. Außerdem ließ auch die ausschlaggebende Verschiebung des Schwerpunktes des Devisenmarktes in der Richtung des Handels in telegraphischen Auszahlungen besondere Sicherheitsmaßnahmen wünschenswert erscheinen. „Da die Devisenabschlüsse in der Regel 2tägig mit kompensierter Valuta erfolgen“, so heißt es 1921 in einem Rundschreiben der Stempelvereinigung, in welchem ersten Privatfirmen der Beitritt zu der von ihr beschlossenen Abrechnungsstelle anheimgegeben wird, „wird vom Käufer der Preis gefordert, bevor er im Besitze der Leistung des Verkäufers ist, d. h. bevor er von seinem ausländischen Korrespondenten die Bestätigung über den Eingang der Devisen erhalten hat. Das Risiko des Verkäufers beruht darin, daß er seinem ausländischen Korrespondenten die Weisung zur Leistung der verkauften Valuta an den Käufer erteilen muß ohne Sicherheit für den Eingang des Kaufpreises. Diese Risiken müssen in Krisenzeiten einen Umfang annehmen, welchen die am Handel beteiligten Firmen und Institute nicht länger vertreten können“. Aus dieser Lage empfehle es sich, die Verlustgefahren auf ein be-

¹ Im Hinblick auf die rein wirtschaftspolitische Orientierung unserer Ausführungen sind wir auf die Rechtsstellung der Kasse den Kontrahenten gegenüber nicht näher eingegangen. Es sei dieserhalb vielmehr auf die einschlägige Literatur verwiesen. — Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen u. a. Casamajor a. a. O. S. 179ff.

stimmtes Maß zu begrenzen und die verbleibenden Risiken auf eine Gesamtheit zu übernehmen. Der Beitritt zur Abrechnungsstelle wurde für alle Firmen einheitlich an die Zahlung eines Hinterlegungsdepots in Höhe von 1 Million Mark (August 1921) geknüpft. — Alle Geschäfte der Mitgliedsbanken in amtlich notierten Devisen hatten durch die Devisenabrechnungsstelle zu gehen. Auch wurden die Mitglieder verpflichtet, Banken, welche der Abrechnungsstelle nicht angehören, nicht als Aufgabe für diese Valuten anzuerkennen. Das aus der vorerwähnten Hinterlegungspflicht zu bildende Depot sollte für alle aus Nichterfüllung sich ergebenden Verluste unter Belastung der Mitglieder im Verhältnis ihrer letztmonatigen Umsatzziffern haften. Über die obige Grundzahlung hinaus war eine weitere (anfänglich) 50%ige Einschubleistung erforderlich, sobald die jeweils laufenden Gesamtfälligkeiten des betreffenden Mitgliedes über den Betrag von 5 Millionen Mark hinausgingen. — Hinsichtlich der Sicherheitsleistung, zu der Devisen nicht herangezogen wurden, war eine gewisse uns in ihren Einzelheiten hier nicht interessierende Kompensationsmöglichkeit gegeben.

Ähnlich wurde in Buenos Aires gelegentlich der Zulassung des Devisenterminhandels die Gründung einer Devisengarantiekasse mit einem Kapital von 4 Millionen Papierpesos vorgeschrieben. An der Zeichnung hatten sich alle in Frage kommenden Makler zu beteiligen. Als Aufgabe kommen nur die von der Kasse als solche anerkannten Firmen in Frage. Für jeden Terminabschluß ist gelegentlich der Eintragung bei dem Institut als vorläufige Sicherheit ein Betrag von 300 Dollar argent. Papierpesos abzuführen.

Einschuß-, verbunden mit Marginforderungen finden wir vor bei dem 1924 gegründeten Office de Compensation et de Liquidation des Opérations à Terme de Change in Paris¹, sowie bei der Antwerpener Caisse Internationale de Liquidation et de Garantie des Opérations à Terme sur les Changes², einer Tochtergründung der Caisse Internationale de Liquidation et de Garantie des Opérations en Marchandises. Wo überhaupt, werden derartige Nachschüsse teils generell erhoben, teils wird ihre Einforderung von Einzelfall abhängig gemacht³. Das vorerwähnte Pariser Institut verlangt grundsätzlich eine Auffüllung der Sicherheit, sobald sich der Kurs um mindestens 3% zu ungunsten des einzelnen Kontrahenten verschiebt. Der eigentliche Einschuß ist auf 8% festgesetzt. Die Antwerpener Bestimmungen weichen von diesem Vorgehen nicht wesentlich ab.

¹ Näheres vgl.: Casamajor a. a. O. S. 179ff.

² Ebenda S. 201ff. — Zu größerer Bedeutung ist die Kasse nie gelangt. Januar 1921 spricht ein Bericht davon, daß nur etwa 2% sämtlicher Termingeschäfte auf diesem Markt durch die erwähnte Institution gegangen seien.

³ Nicht selten sind Befreiungen genereller Art von den Nachschußverpflichtungen vorgesehen, sofern nachweisbar Besitz des gehandelten Gegenstandes vorliegt. Bisweilen erstreckt sich die Freilassung unter den obwaltenden Umständen auch auf die Einschußpflicht.

Von Wichtigkeit ist die Frage des Zeitpunktes der Nachschußleistungen. Zum Teil müssen diese wie auch heute noch vielfach im deutschen Warenterminverkehr auf Grund der täglichen Kursschwankungen abgeführt werden. Vielfach sind aber für sie nur die Kurse einiger weniger Liquidationstage von Bedeutung. Auf den Effektenmärkten wird gegebenenfalls im allgemeinen letztere Regelung bevorzugt.

Das Einschußsystem gehört übrigens auch außerhalb der Börse keineswegs zu den Seltenheiten. Insbesondere im Verkehr zwischen Bank und Handel spielt es als Deckung für die laufenden Kurssicherungsverträge eine große Rolle. Die Erhebungsart ist auch hier nicht einheitlich. Im Deutschland der Inflationszeit begegnen wir, wie bereits hervorgehoben, häufig der Einräumung von Markterminkrediten. Soweit sich alsdann die laufenden Abschlüsse innerhalb deren Grenzen hielten, war eine Einschußleistung nicht erforderlich. Die über diese Höhe hinaus getätigten Abschlüsse mußten teils voll, teils prozentual gedeckt sein, wobei neben Bargeld vielfach — jedenfalls in den ersten Jahren — die Lombardierung von Effekten trat. Die in Frage kommenden Prozentsätze erreichten damals, auch bei Nichteinräumung von Markterminkrediten, nicht selten eine erkleckliche Höhe. Die im allgemeinen zwischen 5 und 10% schwankenden Liquidationskassensätze wurden weit überstiegen. Krawinkel erwähnt für reine Verfallgeschäfte Sätze von bis zu 50%, während er bei Abrufgeschäften solche von 75% beobachtet hat¹. Hier und da wurde die Annahme der Aufträge von einem gewissen Mindestguthaben in laufender Rechnung abhängig gemacht. — Die seit Mitte 1922 vielfach geforderten 100%igen Einschüsse unter Kündigung der Markterminkredite führten auch vor dem Verbot derartiger Abschlüsse bereits zu einem fast völligen Stillstand dieser Geschäftsart².

Ad. 2. Die bei der 1921 eröffneten Amsterdamer Valuta-Kasse erforderlichen Bankgarantien³ müssen durch die beiden Kontrahenten bei der Vorlegung von Kontrakten behufs Registrierung unterbreitet werden. Durch die Garantien, die nicht nur von den Gründern, sondern darüber hinaus auch von einem kleinen Kreis erster Häuser gedeckt werden können, verbürgen sich die betreffenden Banken für die entsprechende Abwicklung der Abschlüsse. Die Inanspruchnahme des Instituts samt seiner Filiale in Rotterdam hat sich dauernd in sehr engen Grenzen gehalten. Es dürften kaum jemals mehr als 5% der gesamten jeweiligen Terminabschlüsse der Kasse vorgelegt worden sein. —

¹ Vgl. a. a. O. S. 26—28. ² Wegen weiterer Einzelheiten vgl. J. Vogel a. a. O.

³ Ein ähnliches Vorgehen wurde 1920/21 auch in Deutschland für den Fall der Eröffnung eines amtlichen Devisenterminhandels verschiedentlich in Erwägung gezogen. Auch im heutigen handelsrechtlichen Lieferungsgeschäft in Getreide in Berlin ist statt Leistung des Einschusses Gestellung von Bankgarantie freigegeben.

Entspricht nun die dem Garantiesystem vielfach nachgerühmte Fernhaltung der mittellosen Spekulation den Tatsachen? Zweifelsohne wohnt dieser Ansicht ein richtiger Kern inne. Dennoch können wir uns ihr keineswegs in vollem Umfange anschließen. Der Beweisführung, auf welche sie sich stützt, ist von vornherein insofern ein Fehler unterlaufen, als sie nur die eine Seite des Einschuß- usw. Systems berücksichtigt: Die Frage der Mittelaufbringung. Die nicht weniger wesentliche der unbedingten oder — wie heute im Frankfurter Effektenhandel — zwar nur bedingten, aber doch zum mindesten sehr weitgehenden Garantieübernahme wird dabei vielfach außer acht gelassen. *Ceteris paribus* aber bedeutet diese eine Minderung des Risikos. Der Abschluß wird nunmehr auch mit solchen Kreisen ermöglicht, welche man bei fehlender Garantie nicht als Aufgabe anerkennen würde. Diese Tatsache hat von vornherein eine weit größere Geneigtheit zur Folge, bei Geschäftsabschluß von einer eingehenden Prüfung der Verhältnisse des Gegenkontrahenten abzusehen. Auf diese Art und Weise wird somit grundsätzlich weiten Kreisen der Zutritt zum Terminmarkt überhaupt erst ermöglicht. So sieht denn auch v. Schanz¹ in dieser Institution ein wichtiges Mittel zur Demokratisierung der Börse. — Solche und ähnliche Erwägungen dürften Pate gestanden haben bei der Gründung gar mancher Maklerbanken. Nicht selten wurde durch sie eine vielfach ungesunde Spekulation, die nur dem Dazwischentreten dieser Stellen ihr Dasein verdankte, großgezogen, um mit dem Zusammenbrechen oder der Auflösung dieser Vereine wieder gänzlich von der Oberfläche zu verschwinden. Durch diese Einrichtungen wird somit des öfteren künstlich ein Kredit ersetzt, der in Wirklichkeit überhaupt nicht besteht. Vereinzelt — so z. B. in den Verhandlungen 1920/21 in Deutschland² — wird auch den mit Einschußsystem arbeitenden Liquidationskassen ein entsprechender Vorwurf gemacht, um daraus den Schluß abzuleiten, daß das ganze hierauf aufgebaute System auf einer Täuschung beruhe. — Eine sehr ungünstige Beurteilung findet das Moment der Garantiegewährung auch bei Fuchs in seiner bereits angezogenen Abhandlung über den Warenterminhandel. Dort wird sie unter Hinweis auf das damalige erfolgreiche Arbeiten des Berliner Getreidehandels als für einen wirklichen Kaufmann überflüssig erachtet und als „dem Grundprinzip alles Geschäftsverkehrs widersprechend angesehen, welches auf der Selbstverantwortlichkeit, auf der persönlichen Vorsicht im Abschluß von Geschäften beruht“³.

Die letzten Argumentationen scheinen uns ein wenig über das Ziel hinauszuschießen. Zuzugeben ist allerdings, daß die Entpersönlichung durch die Liquidationskasse stark auf die Spitze getrieben wird. Ins-

¹ Vgl. a. a. O. I, S. 554. ² Vgl. Arthur Vehse: Der Devisenterminhandel in Deutschland nach dem Kriege. Freiburger Dissertation, als Manuskript gedruckt. Freiburg 1921. ³ Vgl. a. a. O. S. 98.

besondere gilt das für normale Zeiten. Daß für sie das Garantiesystem unter allen Umständen ablehnbar, soll damit jedoch nicht gesagt sein. Muß beispielsweise jedes Mitglied der Kasse ohne weiteres als Aufgabe anerkannt werden, so braucht es nicht wunderzunehmen, daß von mancher Seite die Beibehaltung dieser Regelung als wünschenswert bezeichnet wird. Viel hängt weiterhin ab von den Voraussetzungen, die an den Beitritt zur Kasse geknüpft werden, viel auch von den Bestimmungen über den Ausschluß aus dem Liquidationsverein bzw. von deren Handhabung, zusammengefaßt also von der Sicherung, welche der Verein seinen Mitgliedern gibt gegen die Gefahr des Zwanges der Anerkennung einer finanziell nicht zuverlässigen Aufgabe. Gerade diese Erwägungen sind es auch, auf die sich während der 1920/21 geführten Verhandlungen über die Frage der Einführung des amtlichen Devisentermingeschäftes in Deutschland die Forderungen von Ein- und Nachschüssen weitgehend stützten. Erklärlicherweise wurden diese in erster Linie seitens der Großbanken laut. Denn im Interesse des Ansehens des Marktes hätten sie für den Fall von Unregelmäßigkeiten und Zwischenfällen das ganze Risiko übernehmen müssen. In bewegten Zeiten hätte die ganze Einrichtung auf ihren Schultern gelastet. Dieser Zwang zur Annahme jeder Aufgabe ist übrigens durchaus nicht die alleinige Regel. Vielmehr sind auch sehr wohl Fälle denkbar, in denen etwa die amtlichen Vermittlungspersonen die Aufträge aus Mitgliedskreisen ablehnen dürfen, falls die finanziellen Unterlagen des Auftragerteilers die spätere ordnungsgemäße Erfüllung des Geschäftes zweifelhaft erscheinen lassen. Eine entsprechende Bestimmung fand sich beispielsweise in dem Regulativ der Hamburger Metallterminbörse der Vorkriegszeit. Daß durch diese Regelung ein wesentliches Moment für das Einschußsystem unter den Tisch fällt, bedarf kaum besonderer Betonung.

Die Begleiterscheinungen der Ein- und Nachschußverpflichtungen als solcher sind durchaus verschieden gelagert, je nachdem, ob etwa nur die erste Forderung gestellt wird oder daneben auch Nachschußzahlungen verlangt werden. Betrachten wir vorweg ersteren Fall: Von entscheidender Bedeutung für die Beurteilung ist alsdann die jeweilige Höhe der zu leistenden Einzahlungen. Einschüsse, welche die ungünstigstenfalls zu befürchtenden Kursverluste erheblich übersteigen, werden mit Wahrscheinlichkeit Abschlußeinschränkungen nach sich ziehen. Zu berücksichtigen sind dabei die Verhältnisse auf den anderen Terminmärkten. Übersteigt *ceteris paribus* der dort geforderte Einschußsatz jenen, der für die in Frage stehenden Währungen geleistet werden muß, so wird sich die Spekulation in erster Linie letzteren zuwenden — *vice versa* umgekehrt. Mit steigendem Hundertsatz wird unter sonst gleichen Umständen eine zunehmende Verengung des Marktes eintreten, die zum erheblichen Teil auf Kosten der weniger kapitalflüssigen Kreise erfolgt. Soweit es

sich hier um rein spekulativ eingestellte Schichten handelt, kann diese Ausschaltung begrüßt werden. Im anderen Falle bedeutet sie eine Erschwerung der Teilnahme am Devisentermingeschäft auch für solche Interessenten, die im Hinblick auf ihre enge Fühlungnahme mit dem Im- und Exporthandel einen besonders wertvollen Bestandteil des Valutamarktes bilden, — ein Gesichtspunkt, der vor allem von Hamburger Seite aus gegen die 1920/21 im Pohl'schen Entwurf vorgesehene Einschußpflicht geltend gemacht wurde¹. Tatsächlich scheint denn auch in der Höhe des Einschusses, soweit diese eine gewisse Normalgrenze überschreitet, für die mittleren und kleineren Bankfirmen eine erhebliche Benachteiligung zu liegen. Diese steigert sich noch besonders durch die häufig vorhandene Notwendigkeit des Rückgriffes auf den Kommittenten, welche bei den Großbanken nicht in dem gleichen Ausmaße gegeben ist. So trägt die Einschußpflicht leicht zu einer zunehmenden Monopolisierung der Großbanken im Devisengeschäft mit all ihren Vor- und Nachteilen bei. In erheblicherem Maße noch ist das der Fall bei vorhandener Nachschußverpflichtung, die bei schwankender Gegenwährung unter Umständen dauernd zur Bereithaltung großer Mittel zwingt. — In der gleichen monopolisierenden Richtung wirken sich nicht selten die Quotenverteilung bei der Umlage für die Bildung des ursprünglichen Garantiefonds, des weiteren die Bekanntgabe der Mitgliedslisten sowie der von den einzelnen Banken aufzubringenden Summen aus. Insbesondere die Veröffentlichung letzterer hätte zu unterbleiben. Dagegen ist der verschiedenen Belastungsintensität eine gewisse Berechtigung nicht abzuspüren. Gehen doch die der Sicherheit des Terminmarktes drohenden Gefahren im allgemeinen weit schärfer von den finanziell weniger gut fundierten Betrieben aus als von den international verankerten Großinstituten!

Stärker als das Verlangen von Einschüssen ist die Erhebung von Nachschüssen mit unerwünschten Begleiterscheinungen verbunden. Das gilt vor allem, soweit sie täglich erfolgen kann. Insbesondere in letzteren Fällen ist der Börsenpartei sehr leicht die Möglichkeit gegeben, ihre Gegenkontrahenten aus dem Engagement zu werfen. Schumacher² weist übrigens in ähnlichem Zusammenhang noch auf eine besondere, für den Teilnehmer am Börsenhandel außerordentlich gefährliche Geschäftart hin, die sogenannten Stop-orders. Hier geht die Gegenseite ohne weiteres des geleisteten Einschusses verlustig, sobald innerhalb der Schwebezeit die Kursausschläge nach einer bestimmten Richtung hin ein vorher festgesetztes Ausmaß überschreiten. Die Folgen für die Kursentwicklung liegen auf der Hand³.

¹ Vgl. A. Vehse a. a. O.

² Vgl. a. a. O. S. 179.

³ „Die Hausse- und Baissespekulation wird überwiegend nach der Seite hin verlaufen, nach welcher das größere Interesse an der Börse gegenüber den Outsiders geht“ (G. v. Schanz a. a. O. I, S. 554).

Bei all diesen dem Außenseiter drohenden Gefahren ist es nicht verwunderlich, daß in den Debatten der Börsenquotekommission nicht selten die Liquidationskassen, als einzig im Interesse der Spekulation liegend, abgelehnt wurden. Ihnen gehe eine genügende Rücksichtnahme auf den Effektivhandel als solchen ab, ja sogar dessen Beteiligung an den Termingeschäften werde überhaupt unmöglich gemacht. Es könne ihm doch nicht zugemutet werden, daß er während der vielen Monate, durch welche seine Geschäfte laufen, immer große Kapitalien disponibel halte zu dem Zweck, jeweils umgehend die geforderten Nachschüsse zu leisten. Nicht weniger gilt dies für den sich sichernden Außenhandel¹, für welchen sich besonders bei starken Währungsbewegungen die größten Schwierigkeiten ergeben können. Diese sind allerdings in wirtschaftlich einigermaßen normalen Zeiten auf dem Devisenmarkt nicht allzu hoch zu veranschlagen. Nichtsdestoweniger ist die Ausschaltung der Nachschußverpflichtung jedenfalls dem Handel gegenüber, sofern die spätere Erfüllung mit Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist, durchaus wünschenswert.

Der vorerwähnte Pohlsche Entwurf hatte obligatorischen Einschluß vorausgesehen. Hinsichtlich des Nachschusses sollte von Fall zu Fall entschieden werden seitens des sich zum Teil aus interessierten Mitgliedern zusammensetzenden Überwachungsausschusses. Es ist selbstverständlich, daß derartige weitgehende Befugnisse dieses Ausschusses oder auch des Kassenvorstandes der Willkür und Begünstigung einzelner — um mit dem Bericht der Börsenquotekommission zu sprechen — Tür und Tor öffnen. Würde man auf dem Devisenmarkt dennoch zu einer solchen Regelung schreiten, so wäre die Entscheidung des zuständigen Organes etwa von der Natur des Grundgeschäftes abhängig zu machen. Dabei wäre dem Außenhandel eine Sonderstellung einzuräumen. Dadurch könnte den Nachschußbestimmungen manch übertriebene Schärfe genommen werden.

Weitgehende Rücksichtnahme verlangt bei der Regelung des Ein- und Nachschußsystems neben dem Warenhandel vor allem die Arbitrage, und zwar insbesondere im Hinblick auf die bei der Internationalität der Teilnehmer und meist kleinen Gewinnmargen fast unmögliche Abwälzung. Dieser Notwendigkeit ist denn auch durch besonderes Entgegenkommen hinsichtlich der Sätze verschiedentlich in etwa Rechnung getragen worden. — Im wesentlich stärkeren Maße noch als beim einfachen Einschluß treten hier die Schwierigkeiten der Weiterwälzung bei den Nachschüssen hervor, es sei denn, daß das Marginsystem unter Einschluß aller Einzelheiten hinsichtlich der Arbitrage international geregelt werden würde. — Soweit auch auf diesem Gebiet Tendenzen nach einer Monopolisierung der Großunternehmungen festgestellt werden können, ist zu berücksichtigen, daß auch in der Vorkriegszeit an der

¹ Vgl. oben S. 13.

Devisenarbitrage nur eine geringe Zahl größter Firmen beteiligt gewesen ist. Hinsichtlich des innerstaatlichen Arbitragehandels würden sich gewisse Erleichterungen durch die Zentralisierung des gesamten Liquidationskassenwesens des betreffenden Staates ergeben. In Deutschland könnte man etwa, wie es 1920/21 verschiedentlich angeregt worden ist, in bezug auf die Arbitrage eine Austauschfähigkeit der einzelnen Liquidationskassen innerhalb des Reichsgebietes anstreben¹.

Noch eine ganze Reihe weiterer Momente sind in Theorie und Praxis für und wider das Garantiewesen in die Debatte geworfen worden. Unter ihnen seien nur die wesentlicheren im folgenden noch kurz berührt. Vereinzelt wird so das Einschußsystem mit der Ermöglichung einer erleichterten Übersicht über die Lage der Beteiligten und die Güte der Aufgabe begründet. Das scheint uns allerdings nicht stichhaltig zu sein. Nahezu das gleiche Ergebnis dürfte unseres Erachtens durch Eintragung jedes Börsenschlusses bei einem dem Börsenvorstand unterstellten Überwachungsausschuß erzielt werden.

Bei der Verurteilung des Marginsystems wird verschiedentlich auf die Entziehung von Mitteln aus der Volkswirtschaft durch etwaige Gestellung eines Sicherheitsdepots sowie die Ein- und Nachschußzahlungen abgehoben. Nun werden aber diese Summen nicht etwa bis zur Rückgabe bei der Liquidationskasse gehortet. Vielmehr muß das Garantieinstitut auf deren zweckmäßigste Überlassung an die Wirtschaft bedacht sein. Nicht selten sehen die Satzungen der Liquidationskassen ihre Anlegung auf dem Reportmarkt vor. — Ungünstiger als hinsichtlich der Einlagen und Einschüsse gestaltet sich auch hier die Lage bezüglich etwaiger Nachschußverpflichtungen, insbesondere soweit diese täglich entstehen können. Je nach der Schwankungsintensität sowie nach dem Ausmaß der Engagements im Vergleich zu dem der betreffenden Firma zur Verfügung stehenden Mitteln müssen mehr oder weniger große Beträge oft tage- und wochenlang für den Eventualfall bereitgehalten werden. Ihre vorübergehende Herausnahme aus der volkswirtschaftlichen Verwendung kann somit tatsächlich stattfinden, soweit die betreffenden Summen nicht anderweitig kurzfristig bis zum Tage der möglichen Fälligkeit der Nachschußzahlung ausleihbar sind. Doch sind auch hier Erleichterungen für die interessierten Kreise gegeben durch die Möglichkeit der kreditweisen Aufbringung der fraglichen Beträge. Zu berücksichtigen ist allerdings, daß diese vielleicht an anderer Stelle durch Restriktionsmaßnahmen der Wirtschaft entzogen werden.

¹ Auf dem Gebiete des Effektenhandels wird der Erwartung einer Förderung der Arbitrage durch Zusammenschluß der verschiedenen deutschen Liquidationsvereine in einem Referat von Moritz Lichtenhain: Effektenverkehr und Börsenterminhandel, auf dem VI. Allgemeinen Deutschen Bankiertag am 6. September 1925 Ausdruck gegeben.

Darüber hinaus werden vielfach Bedenken laut hinsichtlich der Organisation der Kasse. Auf der einen Seite wird die Beibehaltung der Privatgesellschaft empfohlen, während auf der anderen ihrer Überführung in staatliche Institutionen das Wort geredet wird. Auch die Fragen der Mittelverwendung, insbesondere Reportpolitik, sowie der gleichfalls bereits oben berührten Einsichtnahme der Mitglieder des Vorstandes usw. in die Geschäftstätigkeit der Konkurrenzfirmen spielen in dieser Diskussion eine erhebliche Rolle.

Ein weiteres Argument, das sich weniger gegen das Marginsystem als solches, als vielmehr seine Einführung in nur einem Wirtschaftsgebiet richtet, liegt in der diesem letzteren drohenden Abwanderung dieses Geschäftszweiges in das Ausland mit ihren unter Umständen unerfreulichen Begleiterscheinungen für Zahlungsbilanz und Volkswirtschaft.

Die Ersetzung des Einschußsystems durch Bankgarantien läßt manche Gefahren der geschilderten Art zurücktreten. Für die Bankwelt ergibt sich allerdings dasselbe Bild wie in dem vorher betrachteten Fall: Grundsätzliche Rückdrängung der kleineren Banken durch die als Garantinnen herangezogenen größeren Firmen. Was die Ausschaltung der kleinen Spekulation anbetrifft, so wird das System der Bankgarantien vielleicht reichlich so gute Dienste leisten wie die Einforderung von Einschüssen. Wirkt es doch bei der von diesen Unternehmungen schon aus höchst eigenem Interesse grundsätzlich an den Tag gelegten Vorsicht in der Richtung einer Fernhaltung allzu unsicherer Elemente von dem Terminmarkte! Nicht verkannt werden darf jedoch die große Gefahr, die hier insofern in dem Auswahlprinzip liegt, als für dieses nicht immer die volkswirtschaftlich wünschenswerten Gesichtspunkte ausschlaggebend zu sein brauchen. — Aber ist das beim Ein- und Nachschußsystem der Fall?!

Die für und gegen das Garantiesystem im weitesten Sinne ins Feld zu führenden Momente sind mit dem vorhergesagten noch keineswegs erschöpft. Eine Rolle spielt für die Beurteilung einer derartigen Regelung beispielsweise die jeweilige wirtschaftliche Lage, vermag doch durch sie die Stellungnahme wesentlich beeinflußt zu werden! Es ist selbstredend, daß in einem Lande, in welchem sich die Verhältnisse einer weitgehenden Stabilität erfreuen, die Notwendigkeit der Garantien weit eher wird verneint werden können als dort, wo infolge voraufgegangener tiefgreifender wirtschaftlicher Umwälzungen eine völlige Unübersichtlichkeit vorhanden ist. Dieses Moment hat denn auch beispielsweise bei der Wiederaufnahme des amtlichen Effektermingeschäftes in Deutschland seinen Niederschlag gefunden in der Einführung des hierselbst in der Vorkriegszeit nicht üblichen Einschußsystems. —

Wir haben bisher das Garantiesystem unter dem Gesichtswinkel der festen Eigenwährung betrachtet. Das vorgefundene Bild ändert sich,

sobald wir diese Voraussetzung fallen lassen und uns währungs-kranken Gebieten zuwenden. Das gilt nicht nur für den gesamten Fragenkomplex auf dem Devisenmarkt, sondern in gleichem Ausmaße für alle Gebiete, auf welchen derartige Einschüsse usw. eine Rolle spielen. Durchgehend tritt das dort stärker hervor, wo die Deponierungen in der schwankenden Heimatvaluta erfolgen, als dort, wo Sicherheiten hinterlegt werden, die von der Geldwertgestaltung weniger abhängig sind. Für letztere büßt diese Frage mit deren zunehmender Wertbeständigkeit in diesem Zusammenhang für uns an Interesse ein, vor allem soweit nur Einschüsse in Frage stehen. Jener, welcher die Sicherheit leistet, erhält nach bzw. bei Abwicklung des Geschäftes einen mehr oder weniger gleichen Wert zurück. Bei Nachschüssen liegen die Verhältnisse nicht ganz so einfach. Die Preisverschiebungen des terminierten Gegenstandes und der hinterlegten Werte sind bei schwankender Währung nicht selten stark divergierenden Bewegungen ausgesetzt. Viel häufiger als in normalen Zeiten führen sie zu entsprechenden Verpflichtungen. Eine weitere Schwierigkeit besteht bezüglich der Wertanrechnung der betreffenden Unterlagen. Zu welchen Kursen etwa werden die hinterlegten Valuten und Wertpapiere bei dieser Feststellung eingesetzt? — Diese und andere Fragen treten uns entgegen. Von ihrer Beantwortung hängt die Beurteilung des Marginsystems mit „wertbeständigen“ Einlagen bei schwankender Währung stark ab. Die seitens der Liquidationsinstitute an den Tag zu legende Vorsicht hat hier zwangsläufig eine Verungünstigung der Lage für die mit ihr in Verbindung stehenden Kontrahenten zur Folge.

Wie liegen nun die Verhältnisse, wenn wie gewöhnlich bei schwankender Eigenwährung die Hinterlegungen in solchen Gegenständen erfolgen, welche sich den Wertveränderungen weitgehend anschmiegen, also etwa in fest verzinslichen Papieren oder gar in heimischer Währung? Wir sehen hier zunächst von solchen Fällen ab, in denen die Wertschwankungen ganz unerheblich sind, sowie weitgehend auch von solchen, bei denen tatsächliche Schwankungen um eine stabile Mittellinie herum erfolgen. Bei nachhaltig einseitig liegender Währung haben wir auch für die uns hier interessierende Frage zu unterscheiden zwischen einer solchen, die im Werte fortgesetzt fällt, und einer solchen, bei der eine entgegengesetzte Bewegung vorliegt. Abgleitender Währungswert — wir betrachten vorerst nur das Einschußproblem — führt einen Wertschwund der hinterlegten Beträge und somit eine Schädigung der Kontrahenten nach sich. Zwar würden sie diese auch erleiden, wenn sie die betreffenden Summen als solche gehortet haben würden. Hätte aber für sie ein Zwang zur Einschußleistung nicht bestanden, so hätten sie die Beträge möglicherweise nutzbringender angelegt und wären vielleicht in der Lage gewesen, diesen Verlustgefahren auszuweichen. Für den Käu-

fer mag dieser Nachteil in etwa ausgeglichen oder gar überkompensiert werden durch die für ihn auf der anderen Seite mit der Geldentwertung verbundenen Vorteile. Doch liegen diese auf einer anderen Ebene. Sie hätten sich für ihn auch dann ergeben, wenn eine Einschlußpflicht nicht würde vorgelegen haben. Für den Verkäufer der Auslandswährung erhöht sich dagegen auf diese Art und Weise der ihm infolge der Geldentwertung aus dem Geschäfte zugefügte Verlust, da nicht nur die Entwertung der abgeschlossenen Geldsumme von ihm zu tragen ist, sondern darüber hinaus noch diejenige der hinterlegten Beträge. Von seinem Standpunkt aus müssen somit die heftigsten Bedenken gegen diese Regelung erhoben werden, — Bedenken, die sich erheblich steigern, sofern zu den Einschluß- noch Nachschußverpflichtungen treten. Entsprechendes gilt vice versa bei steigendem Währungswert.

Bei einer um eine stabile Mittellinie schwankenden Valuta ergibt sich in mancher Hinsicht dasselbe Bild. In Fällen, in denen unter einer derartigen Voraussetzung ein Abschluß von Termingeschäften empfehlenswert ist, sprechen nicht derartig tiefliegende Momente gegen das Ein- und Nachschußwesen wie bei den einseitigen Lagen. Daß wir ihm auch hier im Grunde genommen ablehnend gegenüberstehen, ohne vereinzelte Vorteile zu verkennen, bedarf nach den voraufgegangenen Erörterungen nicht mehr besonderer Begründung. —

Unsere Ausführungen über das Garantiewesen sind zum Abschluß gelangt. Wie aus ihnen hervorgeht, können wir uns seiner vielfach günstigen Beurteilung nicht anschließen. Insbesondere gegen die Erhebung von Nachschüssen lassen sich schwere Bedenken nicht von der Hand weisen. Das gilt in erster Linie bei schwankender Eigenwährung. Werden diesfalls Ein- und Nachschüsse eingefordert, so ist ihre wertbeständige Basierung soweit eben möglich erwünscht, damit allzu erhebliche Härten vermieden werden. Die gegen das Marginsystem ins Feld geführten Momente finden im Devisenverkehr insofern eine besondere Stütze, als die mit demselben verbundene Festlegung von flüssigen Mitteln des Warenhandels volkswirtschaftlich unerwünscht ist. Daß unter besonderen Voraussetzungen, so in Übergangszeiten, dann aber auch vor allem bei Zwang der Anerkennung jedweder Aufgabe manches für das Marginsystem sprechen mag, ist nicht in Abrede gestellt worden. Zur Vermeidung all dieser Schwierigkeiten wäre bei etwaiger Einführung eines amtlichen Devisentermingeschäftes eine derartige Grenzziehung des Kreises der Teilnehmer zu empfehlen, daß für sie dank ihrer Kapitalschwere oder der für sie übernommenen Bankgarantie eine Einschlußverpflichtung von vornherein als überflüssig anzusehen wäre. Mit oder ohne Anlehnung an die Zentralbank müßte es gleichsam den Rückhalt eines breiten (Kursicherungs- und etwaigenfalls auch Spekulations-)Marktes bilden können. Die Einforderung von Einschüssen usw. seitens der Teilnehmer ihrer

Kundschaft gegenüber würde sich trotz aller hiergegen oben geltend gemachten Bedenken wahrscheinlich nicht völlig vermeiden lassen. Sie müßte unseres Erachtens individuell behandelt werden. Nachschußforderungen von Im- und Export hätten allerdings weitestgehend zu unterbleiben.

IV. Die wesentlichsten Ergebnisse.

Da eine absolute Stabilität einer Valuta praktisch nicht in Frage kommt, gehen wir in folgendem zunächst von einer nur schwankenden Eigenwährung aus, d. h. einer solchen, in welcher einer Änderungen unterworfenen, dynamischen Kurslinie eine stabile statische Linie gegenübersteht. Wir greifen dabei als typische Fälle jene Lagenverhältnisse heraus, in welchen sich die Abweichungen von der Mittellinie entweder

1. in engen Grenzen halten oder
2. ein erhebliches Ausmaß erreichen.

Insbesondere solange die Inlandspreise von den geringen Kursschwankungen nicht sonderlich berührt werden, empfiehlt sich bei Abschluß von Geschäften auf ausländischer Basis das Eingehen von Kurssicherungsvereinbarungen. Ihre Ermöglichung dient der Belebung des Außenhandels und ist schon allein wegen der Erleichterung der Ausnutzung günstiger Augenblicksbedingungen grundsätzlich, und zwar auch unter währungspolitischem Gesichtswinkel (Zahlungsbilanz) zu befürworten. Soweit die Spekulation zur Schaffung von Gelegenheiten zu derartigen Abschlüssen beiträgt, ist ihr Eingreifen zu begrüßen. Daß sie nicht ein *Conditio sine qua non* für Terminverträge ist, wurde oben ausgeführt. — Ihr Auftreten ist übrigens, auch abgesehen von ihrer diesbezüglichen Aufgabe, so lange unbedenklich, wie sich die Ausschläge der Eigenwährung in engen Grenzen halten und durch eine notfalls einsetzende bankseitige Intervention Schwierigkeiten leicht aus dem Wege geräumt werden können. Die Ausnutzung der jeweiligen Kurslage mag zu einer gewissen Beruhigung der Kurskurve führen, zumal auch eine ganze Reihe mitunter mit der Geschäftsart oder doch mit gewissen Usancen (Nachschüsse u. a.) verbundener Nachteile hier mehr oder weniger ausfallen. Bei Auswüchsen der Spekulation, wie wir sie etwa in Deutschland im Frühjahr 1924 vorfanden, sind jedoch kurspolitische Gefahren auch für die stabile Währung nicht von der Hand zu weisen. In solchen Lagen können allerdings Sondermaßnahmen — völlige oder teilweise Termingeschäftsverbote — empfehlenswert erscheinen. Aber selbst in ruhigeren Zeiten lassen sich wie auf den anderen Terminmärkten auch hier Schritte zur Einschränkung derartiger Übertreibungen rechtfertigen.

Das Eingreifen der Notenbank muß grundsätzlich auf Einzelfälle beschränkt bleiben. Mit einem völligen Verbot können wir uns allerdings auch bei Nichtvorliegen internationaler Vereinbarungen nicht befremden. So wird man bei vorsichtiger Handhabung hier und da einem Einspringen, etwa zugunsten des Außenhandels, sehr wohl das Wort reden können. Eine Intervention dürfte sich ferner unter Umständen empfehlen zwecks Eindämmung spekulativer Auswüchse, ähnlich dem Vorgehen der Österreichisch-Ungarischen Bank in der Vorkriegszeit, oder auch zwecks Umschiffung irgendwelcher unerwartet auftretender Gefahren. So könnte sie etwa in Frage kommen bei einer plötzlich starken Steigerung einer bislang schwachen Auslandswährung, sofern gegen die Verlustgefahren, die mit der vorausgegangenen Entwertung letzterer verbunden waren, im weiten Ausmaße zurückgegriffen worden war auf die im Mittelpunkt unserer augenblicklichen Betrachtung stehende „stabile“ Valuta. —

Eine Verschärfung der Ausschläge führt eine Veränderung des Bildes in mehr als einer Hinsicht nach sich. Das gilt zunächst bezüglich der Kurssicherung. Auch jetzt noch kann das bisherige Vorgehen, d. h. die Kurssicherung in der Heimatwährung, zweckmäßig sein; es kann sich aber auch der entgegengesetzte Weg der Sicherung gegen die Wertveränderungen der eigenen Währung in einer ausländischen stabilen Valuta empfehlen. Bei Abschluß des Grundgeschäftes in der heimischen Währung ergibt sich das Risiko bei Unterlassen einer derartigen Sicherung aus den Verschiebungsmöglichkeiten ihres Inlandwertes, andernfalls aus jenen der Spannungsverhältnisse zwischen deren Außen- und Binnenwert. Entsprechendes gilt vice versa bei Stellung des Grundgeschäftes auf die stabile Auslandsgrundlage. Die Entscheidung, ob im Einzelfall zu einer Rücksicherung geschritten werden soll oder nicht, ist von den jeweils gegebenen Verhältnissen sowie von der Beurteilung der Weiterentwicklung abhängig zu machen. Spekulative Momente geben mehr oder weniger den Ausschlag. Sprechen bei der gegebenen Lage privatwirtschaftliche Momente für eine Sicherung in der einen oder anderen Richtung, wird man ihre Ermöglichung — allerdings nicht ausnahmslos — auch unter volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten begrüßen können. Die Gründe: Erleichterung des Handelsverkehrs mit dem Auslande, teilweise leichtere Erreichung mitunter erwünschter Auslandsdarlehen, ein wenn auch nur bedingter Anschluß an den internationalen Geldmarkt sind auch volks- und währungswirtschaftlich als Plus zu buchen. Allerdings darf auf der anderen Seite vor allem bei einer etwaigen Sicherung des Inlandes gegen die Währungsschwankungen der Heimatwährung nicht die Gefahr außer acht gelassen werden, daß damit die Währung immer mehr ihre Funktion als Wertvergleichungsmittel verliert. Dadurch aber* werden auf deren statische Kurslinie oft un-

liebsame Wirkungen ausgeübt, wie diese überhaupt durch starke Bewegungen der dynamischen Kurve allzu leicht in Mitleidenschaft gezogen werden mag!

Wesentlich einfacher und übersichtlicher als für die am Handel interessierten Kreise des Inlandes liegen die Verhältnisse für den mit Krankvalutarien arbeitenden Im- und Exporthandel des Auslandes. Sofern dieser in seiner festen Heimatwährung abschließt, kommt für ihn ein Deckungsgeschäft im Grunde genommen nicht in Frage; dient den Abschlüssen dagegen die kranke Währung als Basis, so ist eine Sicherung gegen deren Schwankungen das gegebene — wenn auch hier Einschränkungen im Hinblick auf das Verhalten der Konkurrenz geboten sein mögen¹. Die oben betonte weitgehende Rücksichtnahme auf die Inlandwert- und Spannungsrelationskurve ist in diesem Falle nicht erforderlich.

Wie bei der Frage der Sicherung hat man auch hinsichtlich des Eingreifens der Spekulation vorliegendenfalls zu scheiden zwischen jener des In- und des Auslandes. Auch hier liegen für die letztere die Verhältnisse klarer und übersichtlicher. Sie ist interessiert an den Schwankungen des Auslandswertes der Gegenvaluta. Die Inlandwertkurve und die Entwicklung der Spannungsrelationen sind für sie dagegen erst in zweiter Linie von Belang — und zwar lediglich als ein Anhaltspunkt für die Beurteilung der Weiterentwicklung der Dinge. Ganz anders die inländische Spekulation! Für diese gewinnt neben den Auslandswertschwankungen die Entwicklung der inländischen Preisgestaltung ganz erheblich an Bedeutung, wird doch durch sie das tatsächliche, wenn auch nicht nominelle Ergebnis außerordentlich stark berührt!

Die Entscheidung über das Für und Wider der Terminspekulation ist auch im vorliegenden Falle in erster Linie abhängig von ihrer Bedeutung für die Kursbeeinflussung. Sie zerfällt in 2 allerdings stark ineinander übergreifende Problemkreise:

Wie wird durch ihr Auftreten

1. die statische, wie
2. die dynamische Kurslinie berührt?

Solange erstere auf einer stabilen Höhe gehalten werden kann, d. h. solange eine Inflationsgefahr an sich nicht besteht, sind grundsätzliche Einwendungen gegen ihre Teilnahme am Terminhandel nicht zu erheben. Etwaigen stärkeren Ausschlägen, die — wie ausgeführt — sehr wohl im Bereiche der Möglichkeit liegen, wäre gegebenenfalls durch das Noteninstitut entgegenzutreten. Bei zunehmender Verungünstigung der Lage birgt ihr Eingreifen dagegen insbesondere im Hinblick auf die mögliche Erwirkung einer Inflation die größten Gefahren auch für die statische

¹ Vgl. oben S. 9.

Linie in sich. Ihr Verbot oder doch eine weitgehende gesetzliche Einschränkung wird unter diesen Umständen sehr wohl zu erwägen sein. Scheut man hiervor zurück, so wird auch auf diesem Markte die Zentralbank alles aufbieten müssen, um den Auswüchsen im In- und Auslande entgegenzutreten und die Gefahr abzuwenden. — Daß auf der anderen Seite gerade hier gegen das Eingreifen der Hüterin der Währung besondere Bedenken geltend zu machen sind, sei an dieser Stelle nur nochmals beiläufig erwähnt. Bei der Beurteilung der Spekulation muß auch hier ihre mögliche Verkoppelung mit dem Kurssicherungsgeschäft berücksichtigt werden, das durch ihr Eingreifen wenn auch nicht erst ermöglicht, so doch weitgehend erleichtert wird. Kurspolitisch birgt sie die Möglichkeit in sich, die Devisenterminnachfrage des Imports, die andernfalls mit Wahrscheinlichkeit durch das dort getätigte Gegengeschäft indirekt auf den Kassamarkt drücken würde, von diesem vorerst fernzuhalten.

Bei planloser Inflationspolitik ist das Verbot der Termindevisenspekulation grundsätzlich empfehlenswert. Die Kurssicherungen gegen die Bewegungen der Auslandwährungen scheiden mit zunehmendem Verfall immer mehr aus. Die Sicherung gegen die Eigenwährung ist privatwirtschaftlich unbedingt erwünscht. Währungspolitisch dürfen jedoch auch hier die mit dem steigenden Zurücktreten der Wertvergleichungs- und Zahlungsmittelfunktion verbundenen Gefahren für die Weiterentwicklung nicht übersehen werden. Für den Export empfiehlt es sich vorliegendenfalls dringend, seinen Geschäftsvereinbarungen die stabile Auslandwährung zugrunde zu legen. Für den Import kommt eine andere Preisbasis, so erwünscht sie den Einfuhrhäusern auch sein mag, kaum in Frage. Schließt der Export in seiner sinkenden Heimatwährung ab, so wird er, soweit sich eine entsprechende Möglichkeit zu annehmbaren Bedingungen bietet, unter allen Umständen zu Rücksicherungsverträgen schreiten¹. Die Zentralbank hat unter derartigen Umständen grundsätzlich dem Terminverkauf von Devisen — ein Terminkauf zu annehmbaren Bedingungen liegt auf die Dauer nicht im Bereiche der Möglichkeit — fernzubleiben. Nur bei allzu starkem Baisseansturm im Auslande dürfte es sich empfehlen, ihm mittelst eigenen Fonds oder auf Grund von Anleiheaufnahme entgegenzutreten.

Erst wenn auch in den anderen Sparten der Währungspolitik energische Maßnahmen zur Wiedergesundung ergriffen sind, oder wenigstens unmittelbar bevorstehen, nimmt die Situation ein völlig verändertes Bild an. Die verschiedensten Möglichkeiten der nunmehr einzuschlagenden

¹ Vgl. zur Frage der Exportfakturierung u. a. W. Prion: „Betriebswirtschaftliche Valutafragen“ in: Industrie- und Handelszeitung Nr. 201 vom 29. August 1921, und ferner: „Noch einmal: Die Frage der Fakturierung“ in: Die Leipziger Mustermesse Nr. 2 vom 17. Januar 1922.

Terminmarktpolitik sind, insbesondere soweit sie sich auf das Verhalten der Zentralbank beziehen, oben eingehend erörtert worden. — Im Gegensatz zu den Verhältnissen bei stabiler Eigenwährung liegt nunmehr das Schwergewicht des Terminhandels in seiner Kursbeeinflussungsfunktion. Doch tritt letztere mit zunehmender Stabilisierung wieder mehr und mehr in den Hintergrund. —

Welches ist nun die zweckmäßigste Organisation des Devisenterminmarktes? — Weitgehend ist hierfür die Funktion des einzelnen in Frage stehenden Geschäftsabschlusses entscheidend. Für die reinen Warenhilfsgeschäfte kann, wie bereits oben dargelegt, der Ultimoschluß nicht als Ideal angesehen werden. Dasselbe gilt, wenn auch nicht in dem gleichen Ausmaße, hinsichtlich der Ein-, Zwei-, Drei- usw. Monatsabschlüsse, läßt sich doch der genaue Tag des Zahlungseinganges wie auch der -leistung im Augenblick des Abschlusses des Grundgeschäftes nicht mit völliger Sicherheit übersehen. Nur Abrufs- und Andienungsvereinbarungen scheinen uns den Wünschen des Aus- und Einfuhrhandels betreffend Fälligkeitsfrist in ausreichendem Maße entgegenzukommen. Andere gleichfalls von uns weitgehend als berechtigt anerkannte Forderungen der an der Kurssicherung interessierten Kreise beziehen sich auf die Schlußsummen, sowie das Garantiesystem. Ersteren kann durch den Abschluß mit der Bankwelt in befriedigendem Umfange entsprochen werden, sei es nun, daß der Devisenterminverkehr sich auf einen solchen zwischen dem kurssichernden Handel und der Bankwelt beschränkt, die ihrerseits alsdann im allgemeinen Deckung auf dem Kassamarkt vornehmen mag, oder sei es, daß diese jedenfalls wirtschaftlich als Mittler zwischen dem Ex- und Import sowie dem Börsenterminmarkt auftritt. Den vom Standpunkt des Außenhandels gegen das Ein- und insbesondere Nachschußsystem geltend gemachten Bedenken müssen wir uns weitgehend anschließen. Insbesondere stehen wir den Nachschußforderungen an Ex- und Import ablehnend gegenüber. Den Unzuträglichkeiten, welche sich in Staaten stark schwankender oder auch einseitig liegender — vor allem abgleitender — Eigenwährung aus deren Wertbewegung in diesem Zusammenhang ergeben, kann in etwa durch Hinterlegung „wertbeständiger“ Papiere usw. begegnet werden. Allerdings liegt, wie wir gesehen haben, auch hierin keine ideale Lösung. Ist der Handel auf Deckung an der Börse angewiesen, so ist trotz Bedenken grundsätzlich einer Ersetzung des Einschuß- durch ein Bankgarantiesystem i. e. S. der Vorzug zu geben.

Jene Termingeschäfte, welche nicht in der Absicht einer derartigen Kurssicherung, sowie deren Ermöglichung abgeschlossen werden, spielen sich im allgemeinen entweder in der Form eines Medio-, Ultimo- usw.-Handels oder eines Ein-, Zwei-, Dreimonatsgeschäftes ab. Für die grundsätzliche Bevorzugung der einen oder anderen Abschlußart ist das Pro-

blem der Marktbreite von erheblicher Bedeutung. Wir haben gesehen, daß in dieser Hinsicht die Verhältnisse sich keineswegs voll und ganz mit jenen etwa auf dem Effektenmarkt decken. Würde sich der Handel in Devisen jedoch auf reine Spekulationsgeschäfte beschränken, so würde man auch hier ohne weiteres insbesondere aus Abwicklungs- und Prolongationsgründen, sowie wegen deren Auswirkung auf die Kursentwicklung den Ultimomarkt bezuziehen. Diese Voraussetzungen sind aber bekanntlich in praxi nicht gegeben. Vielmehr greifen, wenn einmal ein Devisenspekulationsinteresse vorhanden ist, beide Geschäfte: Kurssicherungs- und spekulative Abschlüsse weitgehend ineinander über, indem vielleicht die Bankwelt ihrerseits in großem Umfange ihre Deckung auf dem Spekulationsmarkt vornimmt. Letzterer mag sogar unter Umständen bereit sein zum Eingehen solcher Vereinbarungen, in welchen den nicht-spekulierenden Gegenkontrahenten eine vorzeitige Abrufs- und Andienungsmöglichkeit zugestanden wird. — Eher schon als eine Beschränkung der Devisenterminabschlüsse auf den Spekulationsmarkt liegt eine solche auf die Kurssicherungsgeschäfte im Bereich der Möglichkeit. Allerdings trifft das nur so lange zu, als die Bewegungen der beiderseitigen Valuten sich in verhältnismäßig engem Rahmen halten. Sobald diese jedoch, sei es auch nur auf einer Seite, ein solches Ausmaß erreichen, daß selbst für das Heimatgebiet der kranken Währung die direkte oder indirekte Übernahme der Sicherung ein Risiko bedeutet, lassen sich spekulative Momente nicht mehr ausschalten.

Im engsten Zusammenhang mit dem Organisationsproblem steht die Frage nach dem Charakter des Devisentermingeschäfts. Ist dieses als Waren- oder als Effektengeschäft anzusprechen? Auch diese Frage haben wir des öfteren angeschnitten. Wir konnten darauf hinweisen, daß die Börsengesetzgebung Devisen grundsätzlich als dem Effektenmarkt zugehörig behandelt, daß allerdings in Deutschland in der Nachkriegszeit jedenfalls hinsichtlich des Teilnehmerkreises eine zeitweise weitgehende Angleichung an die Bestimmungen des Warenterminhandels stattgefunden hat. Doch ist selbstredend mit derartigen juristischen Maßnahmen die Frage keineswegs der Entscheidung näher gebracht. Theoretisch braucht ein Handel in Waren auf der Grundlage des heutigen Effekterterminhandels, selbst wenn man die Zweckmäßigkeit dieser Organisation bestreiten würde, durchaus nicht als Ding der Unmöglichkeit angesehen zu werden. Wir würden ihn ja z. B. gegebenenfalls in der üblichen Regelung des Terminhandels in Devisen vor uns haben, dessen Warengeschäftscharakter, wie erwähnt, neuerdings seitens Göppert u. a. rückhaltlos anerkannt wird. — In der Literatur wird bei Untersuchung dieses Problems im allgemeinen nur auf die Kurssicherungsfunktion abgehoben. Dort liegt die nahe Verwandtschaft zum Warenverkehr klar zutage. Dabei sind durchaus nicht etwa alle Brücken zum

Effektenhandel als abgebrochen anzusehen. Denn in diesem spielt das Kurssicherungsmoment ebenfalls eine wenn auch untergeordnete Rolle. Zudem kann das Devisentermingeschäft gerade in seiner Eigenschaft als Mittel der Kurssicherung als Hilfgeschäft des internationalen Effektenverkehrs eine nicht zu unterschätzende Bedeutung erlangen.

Wie steht es nun, sofern wir von der zweiten von uns als wesentlich erkannten Funktion, der Kursbeeinflussung ausgehen? — Letzten Endes läuft die Aufgabe des Terminhandels, unter diesem Gesichtswinkel betrachtet, auf eine Stabilisierung der in Frage stehenden Währung hinaus. Diese aber bildet für eine große Reihe von Warenverträgen gleichsam die Basis. Insofern kann man auch diese Abschlüsse als Warenhilfgeschäfte ansehen. Soll man ihnen aber deswegen ohne weiteres den Charakter des Warengeschäftes zuerkennen, sie also, auch losgelöst von ihrer etwaigen Verkoppelung mit dem Sicherungsabschluß, als solches betrachten? — In Analogie mit den Verhältnissen im Warenterminhandel kann man dieses allenfalls bejahen. Denn auch dort macht man in der Nomenklatur keinen Unterschied zwischen den rein spekulativen Geschäften und jenen, welche lediglich der Preissicherung halber abgeschlossen werden. Trotzdem läßt sich nicht leugnen, daß hier wie dort die jeweiligen Funktionen den einzelnen Geschäften einen ganz verschiedenen Stempel aufdrücken. Äußerlich tritt das möglicherweise auf dem Devisenmarkt deutlicher hervor als etwa im Warenhandel, da sich je nach der Präponderanz der einen oder anderen Funktion eine ganz verschiedene Handelsregelung ergeben mag. — Technisch erinnert das zweckmäßig organisierte Kursbeeinflussungsgeschäft in mehr als einer Hinsicht stärker an den Effekten- als an den Warenhandel. Will man die übliche Zweiteilung des Terminmarktes in Waren- und Effektenhandel aufrechterhalten, so würde man den Kurssicherungshandel dem ersteren einverleiben. Das gleiche gilt hinsichtlich jenes spekulativen Handels, der einzig und allein zur Erleichterung desselben getätigt würde. Für beide muß anstelle des starren Liquidationstermins eine Fälligkeitsregelung, wie oben¹ vorgeschlagen, treten. Die andere große Gruppe reiner Devisenterminabschlüsse weist dagegen einen stark effektenhandelsähnlichen Charakter auf. Zweckentsprechend spielt sie sich auf dem Ultimomarkt oder per einen bestimmten Tag ab. Zu dieser Gruppe gehören auch die gleichfalls auf dem Ultimomarkt abzuschließenden Sicherungsgeschäfte für den Terminhandel in auf ausländische Währung lautenden Papieren. Als Bindeglied zwischen dem waren- und effektenähnlichen Devisenterminhandel können die verschiedensten oben zur Sprache gebrachten Zwischengeschäfte wie kurzfristige Lombardierungen, Reportierungen usw. dienen. — Daß diese Eingruppierung bei der starken Verkoppelung beider Geschäftsarten nicht völlig befriedigt, soll durch-

¹ Vgl. oben S. 11 ff.

aus nicht bestritten werden. Als geeigneter Ausweg würde unseres Erachtens eine Ersetzung der bisherigen Zwei- durch eine Dreiteilung, nämlich in Effekten-, Devisen- und Warenmarkt in Erwägung zu ziehen sein. Ansätze zu einer derartigen Gegenüberstellung finden sich heute bereits verschiedentlich. So stellt beispielsweise Prion¹ dem Handel in Wertpapieren und Waren als dritte Gruppe jenen in Zahlungsmitteln zur Seite. Auch uns scheint dieses Vorgehen durchaus zweckdienlich, um bei Anerkennung aller übereinstimmenden Züge des Devisenterminhandels mit jenen beiden anderen Märkten auch das trennende, das ihm eigentümliche, das uns in unseren Ausführungen immer wieder begegnet ist, mit genügender Deutlichkeit hervorzukehren.

Literaturverzeichnis.

- Casamajor, J.: Le marché à terme des changes en France. 2. Aufl. Paris 1925.
 Keynes, J. M.: A tract on monetary reform. London 1923. Deutsche Übersetzung von Ernst Kocherthaler. München 1924.
 Krawinkel, M.: Die Abwicklung des Devisengeschäftes im Bankbetrieb. Berlin 1924.
 Mahlberg, W.: Der Kurs des Frankenwechsels. Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung Jg. 4, S. 397ff. Leipzig 1907/08.
 — Der Preismechanismus der Kurz-lang-Spannung am Devisenmarkt. Ebenda Jg. 13, S. 357ff. Leipzig 1919.
 — Über asiatische Wechselkurse. 2. Aufl. Leipzig 1920.
 — Bilanztechnik und Bewertung bei schwankender Währung. 3. Aufl. Leipzig 1923.
 — Goldkreditverkehr und Goldmarkbuchführung. Berlin 1923.
 Reitler, A.: Devisenverkehr und Devisenpolitik unter besonderer Berücksichtigung der Kriegereignisse bis 31. Dezember 1916. Zürich 1917.
 Schmalenbach, E.: Der Kurs des Pfund-Sterling-Wechsels. Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung Jg. 3, S. 241ff. Leipzig 1906/07.
 Schmaltz, K.: Das Valutarisiko im deutschen Wirtschaftsleben und seine Bekämpfung. Stuttgart 1921.
 Schmidt, Fr.: Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse. 2. Aufl. Leipzig 1922.
 — Zur Theorie der Wechselkurse. Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung Jg. 11, S. 93ff. Leipzig 1916/17.
 v. Schultze-Gaevernitz, Gerhard: Volkswirtschaftliche Studien aus Rußland. Leipzig 1899.
 Sozialisierungskommission, Verhandlungen der ... über die Reparationsfragen Bd. 3. Berlin 1922.
 v. Sztankovits: Preisbildungstheorie der Zeitdevisen. Österreichische Handelsschul-Zeitung, Neue Folge, Jg. 1, S. 479ff. Wien 1909.
 Vehse, A.: Der Devisenterminhandel in Deutschland nach dem Kriege. Freiburger Dissertation, als Manuskript gedruckt. Freiburg 1921.
 Vogel, J.: Das Devisentermingeschäft. Berlin 1924.
 Neben den hier genannten Abhandlungen wurden in erster Linie die weiter in den Fußnoten angeführten Bücher und Aufsätze verwandt.

¹ Börsengeschäfte S. 1037.

Namenverzeichnis.

(Bei aufgeführten anonymen Artikeln und Aufsätzen ist auf die betreffenden Zeitschriften usw. verwiesen worden.)

- Bachmann, H. S. 78.
Bayerdörffer, A. 32.
Benfey, Fr. 56.
Bonn, M. J. 59.
Börsen-Enquete-Kommission 8, 28, 31, 36, 87.
Casamajor, J. 7, 38, 40, 81, 82.
Cassel, G. 73.
Cohn, G. 29.
Feuchtwangler, H. 38.
Fisher, I. 71.
Fröchtling 32.
Fuchs, C. J. 32, 84.
Fürst, M. 43.
Genua, Konferenz von, 1922 57, 68ff.
Göppert, H. 2, 12, 25ff., 31, 97.
Hahn, A. 50.
Heyn, O. 72.
Hirschstein, H. 73.
Kantorowicz, M. 29.
Katz, M. 36.
Keynes, J. M. 7, 29ff., 41, 56, 68, 69, 71ff., 77, 78.
Kienböck, V. 38, 70.
Koch, R. 1, 61.
Koranyi, K. 24, 30.
Kramar, K. 24.
Krawinkel, M. 1, 83.
Lange, L. 56.
Lichtenhain, M. 89.
Machlup, Fr. 72.
Mahlberg, W. 27, 41ff.
Neurath, O. 68.
Österreichische Nationalbank, Generalrat der, 38, 70.
Ostertag, P. 6.
Plenge, J. 75.
Pohl, R. 86, 87.
Prion, W. 5, 28, 31, 32, 34, 43, 46, 78, 95, 99.
Reitler, A. 9.
Rosendorff, R. 56.
Salin, E. 73.
Saling 43, 45.
Schacht, H. 1ff.
Schanz, G. v. 11, 84, 86.
Schär, J. F. 27.
Schmalenbach, E. 27, 41.
Schmaltz, K. 6, 16.
Schmidt, Fr. 41, 42, 62.
Schultze-Gaevernitz, Gerhard v. 6ff., 22, 24, 26, 34ff., 37, 51, 77.
Schumacher, H. 35, 86.
Schumpeter, J. 73.
Sombart, W. 30.
Sommerfeld, H. 43.
Sozialisierungskommission 8, 59, 63.
Stein, W. 6.
Strasser, K. 56.
Suntych, Fr. 14.
Tismer, A. 73.
Vehse, A. 84, 86.
Verband Sächs. Industrieller 16.
Vogel, E. 38.
Vogel, J. 1, 15, 39, 43, 52ff., 54, 83.
Walb, E. 14.
Weber, M. 5, 8, 31, 42, 77.