

**BETRIEBSWISSENSCHAFTLICHE  
FORSCHUNGEN DES WIRTSCHAFTSVERKEHRS**

HERAUSGEGEBEN VON  
PROF. DR. K. OBERPARLEITER UND PROF. DR. F. FINDEISEN

---

HEFT 21

---

**DIE STELLUNG DER BANK  
IM  
DEVISENTERMINGESCHÄFT**

VON  
**DR. ALBIN PUHR**



---

VERLAG VON JULIUS SPRINGER IN WIEN / 1938

---

**BETRIEBSWISSENSCHAFTLICHE  
FORSCHUNGEN DES WIRTSCHAFTSVERKEHRS**

HERAUSGEGEBEN VON

PROF. DR. K. OBERPARLEITER UND PROF. DR. FINDEISEN

---

---

HEFT 21

---

---

**DIE STELLUNG DER BANK  
IM  
DEVISENTERMINGESCHÄFT**

VON

**DR. ALBIN PUHR**



---

---

VERLAG VON JULIUS SPRINGER IN WIEN / 1938

**ISBN 978-3-7091-5868-5            ISBN 978-3-7091-5918-7 (eBook)**  
**DOI 10.1007/978-3-7091-5918-7**

**ALLE RECHTE, INSBESONDERE DAS DER ÜBERSETZUNG  
IN FREMDE SPRACHEN, VORBEHALTEN  
PRINTED IN AUSTRIA**

# Inhaltsverzeichnis.

	Seite
Einleitung . . . . .	7
<b>I. Das Valutarisiko aus dem Devisentermingeschäft und seine Ausschaltung . . . . .</b>	<b>12</b>
1. Das Valutarisiko . . . . .	12
A. Gold(standard)währung . . . . .	13
B. Agiowährung . . . . .	14
C. Die reine Papierwährung . . . . .	17
2. Termingeschäft — Termingeschäft . . . . .	19
a) Technik . . . . .	21
3. Termingeschäft — Kassageschäft . . . . .	22
A. Die Bank als einseitiger Termindevisenkäufer . . . . .	23
a) Technik . . . . .	25
B. Die Bank als einseitiger Termindevisenverkäufer . . . . .	28
a) Technik . . . . .	29
C. Die Bank als Termindevisenan- und verkäufer . . . . .	30
a) Technik . . . . .	36
4. Termingeschäft — Kassakostgeschäft . . . . .	39
a) Kostgeschäft (Geschichte, Wesen, Terminologie, Markt) . . . . .	39
b) Technik . . . . .	45
<b>II. Die Theorie des Devisentermingeschäftes . . . . .</b>	<b>47</b>
1. Der Terminsatz beim Termin-Kassageschäft . . . . .	47
A. Die Zinsdifferenz als richtunggebender Faktor . . . . .	47
a) Die Bank als Termindevisenverkäufer . . . . .	48
1. Der Zinssatz über pari . . . . .	48
2. Der Zinssatz al pari . . . . .	49
3. Der Zinssatz unter pari . . . . .	49
b) Die Bank als Termindevisenkäufer . . . . .	50
1. Der Zinssatz über pari . . . . .	50
2. Der Zinssatz al pari . . . . .	50
3. Der Zinssatz unter pari . . . . .	50
B. Der Einschufßbetrag . . . . .	52
1. Die Bank als Termindevisenverkäufer . . . . .	53
2. Die Bank als Termindevisenkäufer . . . . .	53
C. Sonstige Kalkulationsfaktoren (Risikoprämie — Gewinnmarge — Kosten) . . . . .	55
D. Zusammenfassung . . . . .	58
2. Der Zinssatz beim Termin - Termingeschäft . . . . .	61

	Seite
3. Der Terminsatz beim Kassa - Kostgeschäft . . . . .	63
A. Der Kossatz . . . . .	63
B. Die Bank als Termindevisenkäufer . . . . .	67
a) Der Zinssatz sei im Inland höher . . . . .	67
b) Der Zinssatz sei im Ausland höher . . . . .	68
C. Die Bank als Termindevisenverkäufer . . . . .	68
a) Der Zinssatz sei im Inland höher . . . . .	68
b) Der Zinssatz sei im Ausland höher . . . . .	69
D. Zusammenfassung . . . . .	69
<b>III. Die Praxis des Devisentermingeschäftes . . . . .</b>	<b>70</b>
1. Die Wechselwirkung zwischen Kassa- und Termin- kursen . . . . .	71
Die am Devisentermingeschäfte beteiligten Personen	71
A. Ein- und Ausführer . . . . .	72
B. Die Banken . . . . .	74
a) Exkurs: Vergleich mit der Wechselwirkung zwischen Kassa- und Zeitdevisen . . . . .	77
C. Die Spekulation . . . . .	82
D. Die Arbitrage . . . . .	90
2. Versuch einer Lösung des Problems . . . . .	91
<b>Ergebnis . . . . .</b>	<b>93</b>
<b>2 Tafeln . . . . .</b>	<b>99</b>

## Einleitung.

Ein Kaufmann, der Waren auf Ziel in ausländischer Währung verkauft, ist nicht am Kassakurs der betreffenden Devisen interessiert, sondern er nimmt hauptsächlich Bedacht auf den Kurs, der am Tage der Erfüllung seines Kontrahenten herrscht. Je größeren Schwankungen seine eigene, die seines Kontrahenten oder beide Währungen unterworfen sind, umso größer ist auch die Möglichkeit einer Entwertung, allerdings auch einer Aufwertung seiner offenen Buchforderung. Aber seine Leistungserstellung besteht primär (vielleicht) in der Erfüllung der räumlichen Funktion des Handels und nicht in der Tragung des Valutarisikos. Genau in derselben Lage befindet sich der Importeur, der aus dem Auslande Güter, zahlbar in ausländischer Währung, einführt und Gefahr läuft, durch Schwankungen des Wechselkurses eine ihm ungünstige Wertentwicklung seiner offenen Buchverpflichtung zu erfahren.

Beiden, Importeur wie Exporteur, bieten sich jedoch mehrere Wege<sup>1)</sup>, das Valutarisiko auf die Schultern anderer abzuwälzen; hier sei nur eine Möglichkeit, in der Form eines Terminkontraktes, herausgefaßt und zum Gegenstand dieser Arbeit erhoben. Wir haben als Partner dieser Art von Geschäft einzig und allein die Bank unterstellt, obwohl selbstverständlich auch andere Betriebe (i. e. selbständige Devisenhändler) als Kontrahenten am Markte auftreten. Maßgebend für diese Isolierung war die Tatsache, daß zur heutigen Zeit fast der ganze Devisenhandel eine Verlagerung von der Börse in die Hände der Banken erfahren hat, die untereinander im ständigen Verkehr stehend, durch ein dichtes Netz von Korrespondenten mit dem wichtigen Ausland verbunden, Angebot

---

<sup>1)</sup> Nach Friedrich L e i t n e r: Bankbetrieb und Bankgeschäfte, 6. Auflage, Frankfurt a. M., 1923, S. 524, folgende:

1. Kurssicherung durch Verkauf des ungefähren Rechnungsbetrages seiner Exportware am Tage des Einkaufs der Rohstoffe auf Termin, wobei die Durchlaufzeit der Rohstoffe berücksichtigt werden muß.
2. Verkauf einer Kurssicherungstratte auf den Zahlungsort des Käufers, bezw. die Hauptstadt seines Landes in Höhe des ungefähren Verkaufserlöses; solche Tratten, vom Exporteur ausgestellt, werden nicht dem Bezogenen eingeschickt, sondern am Verfalltag vom Aussteller bei der Bank eingedeckt.
3. Beschaffung von Auslandskrediten in fremder Währung für die Zeit von der Hereinnahme der Rohstoffe bis zum Export.
4. Verkauf, bezw. Kauf von Termindevisen.

und Nachfrage am Devisenmarkt regeln. Dies ist das Schaubild, wie es sich am deutschen Markte darstellt, oder besser seit Einführung der Devisenverkehrsbeschränkungen, wodurch diese Arbeit sozusagen historischen Charakter erhält, darstellte<sup>2)</sup>.

Es ist demnach die Bank, die mit dem Importeur oder Exporteur und naturgemäß auch anderen Interessenten einen Kontrakt derart eingeht, daß sie sich verpflichtet, einen gewissen Betrag ausländischer Währung zu einem am Geschäftsabschlußtage vereinbarten Kurse an einem späteren Termin zu übernehmen, bezw. zu liefern. Wir können demnach das Devisentermingeschäft, in der Folge DTG genannt, definieren: als einen Verkauf oder Kauf von Devisen auf Termin, i. e. mit auf einen bestimmten späteren Tage hinausgeschobener Erfüllung, wobei Lieferung und Zahlung des Gegenwertes an demselben Tag erfolgen<sup>3)</sup>.

Das Bestehen einer derartigen Kurssicherungsmöglichkeit bietet zwar Gelegenheit zur Tätigkeit von Handelsgeschäften in der kranken Gegenvaluta, aber es darf nicht außer Augen gelassen werden, daß sie gegen gleichzeitige Geldwertschwankungen der eigenen Währung keinen Schutz gewährt. Dieser Tatsache wird bei der im großen und ganzen herrschenden günstigen Beurteilung des DTG selten Erwähnung getan. Ein Importeur etwa, der von einer Kurssicherung absieht, indem er seine Devisenverpflichtung nicht vorkauft, läuft das Risiko, am Tage der Erfüllung einen höheren inländischen Währungsbetrag aufwenden zu müssen, als er als Basis seiner Kalkulation zugrunde legte. Die Höhe des Verlustes ergibt sich aus der Differenz der von ihm nunmehr zu leistenden Zahlung und der Summe, welche er bei einem Vorkauf aufzuwenden gehabt hätte. Dies ist aber nur dann richtig, wenn die bezügliche Ware auch auf den entsprechenden Termin vorverkauft war. Für die Beurteilung der als Verlust zu buchenden Differenz bleibt aber zu bedenken,

---

<sup>2)</sup> Mit Bezug auf den weitaus wichtigsten, den Londoner Devisenmarkt bemerkt Robert H. King in Principles of Banking, Currency and Foreign Exchange, London 1930, S. 123: „Up to 1920 a regular market for bills on all foreign centres used to be held on Tuesdays and Thursdays at the Royal Exchange, London, where varying types of foreign remittance were bought and sold. This method of foreign business . . . . has now become obsolete here . . . . Nowadays the banks have a practical monopoly of the business and no open market exists. The foreign exchange is now composed of a number of banks, brokers and some outside dealers who do business among themselves usually by telephone.“ (Sperrungen von uns.)

<sup>3)</sup> Abweichungen von dieser Grundform werden im Laufe der Arbeit berücksichtigt werden.

daß die ihre Errechnung zugrunde liegende Werteinheit eine andere (geworden) ist, als die im Augenblick des Geschäftsabschlusses. Es ist selbstverständlich, daß dieselben Erwägungen auf den Exporteur zutreffen.

Außerdem ist zu bedenken, daß solche Waren, die im Preise möglichst genau und rasch den Devisenkursen folgen (reine Auslandswaren, ferner viele aus Auslandsrohstoffen hergestellte Waren, z. B. Margarine) eine Sicherung in unserem Sinne (TDKf) nicht erlauben, denn da „liefert, wenn man von Goldpreisänderungen am Spezialmarkte absieht, der Verkauf zum Inlandspreise jeweils die Deckung für die mittlerweile verteuerte oder verbilligte Auslandsschuld in einem um die Kurssteigerung höherem oder um die Kurssteigerung niedrigeren Erlöse“<sup>4)</sup>. Die Anschaffung der ausländischen Zahlungsmittel hätte dann allerdings jeweils unmittelbar den einzelnen Verkäufen der Ware zu folgen.

Es ist zweifellos verständlich, daß der Charakter dieses Geschäftes der in der Öffentlichkeit weitverbreiteten Meinung Anlaß gibt, dieses als Spekulation zu verdammen — und jüngste Ereignisse scheinen diese Ansicht nur zu sanktionieren. Ohne uns mit den Mißbräuchen, die mit dieser Institution getrieben werden, jetzt schon einzulassen, sei hier lediglich darauf hingewiesen, daß Mißbräuche eben in jedem Bereich des menschlichen Lebens vorkommen können, ohne daß darunter der Charakter der Sache selbst verantwortlich zu machen ist. Der Mißbrauch darf keineswegs dazu führen, den Gebrauch selbst zu diskriminieren. Es ist für einen Baumwollspinner in Liverpool oder Manchester keinesfalls Spekulation, durch hedging am Terminmarkt zu Liverpool seine Baumwollkäufe zu sichern; Spekulation ist vielmehr die Unterlassung dieser Manipulation. Das analoge gilt vom DTG. Wer in schwankender Valuta Geschäfte abwickelt, wird zum Spekulanten, wenn er sich nicht sichert, und dies umsomehr, je größer die betreffenden Schwankungen sind. Soweit es sich jedoch um eine Währung handelt, deren Kursfluktationen schon im voraus auf eine bestimmte Amplitude beschränkt sind, wird man, wie später noch darzulegen sein wird (S. 13 ff.), „von Sicherungsgeschäften ebenso absehen können, wie von einem auch angesichts der Konkurrenz problematischen Zuschlage einer Risikoprämie zum Verkaufspreise“ (bei Risikoselbstbehalt)<sup>5)</sup>.

Für die Unkenntnis, die das DTG auch heutzutage noch in einen dichten Schleier von Undurchsichtigkeit hüllt, ist zum

---

<sup>4)</sup> Karl Oberparleiter: Funktionen- und Risikenlehre des Warenhandels, Berlin und Wien 1930, S. 195.

<sup>5)</sup> Karl Oberparleiter: Funktionen- und Risikenlehre des Warenhandels, Berlin und Wien 1930, a. a. O. S. 193.



guten Teile das vor dem Kriege allgemein adoptierte System der Goldwährung verantwortlich zu machen, welches die Wechselkursschwankungen auf eine zahlenmäßig errechenbare Zone beschränkte und so eine Kurssicherung überflüssig machte. Nur im Nahverkehr mit jenen Ländern, deren Währung unsicher war, wie im Überseehandel mit China und einigen südamerikanischen Staaten, war sie gebräuchlich, wie das englische Schrifttum darlegt. Von europäischen Währungen ist zunächst die russische zu nennen, so daß sich, wie Leist<sup>6)</sup> berichtet, in Berlin ein „regelmäßiger Handel in Zahlung Petersburg mit Lieferung in einem Jahre, im nächsten Monat, oder Lieferung mehrerer Monate, wobei meist die Wahl dem Verkäufer von Auszahlung zusteht, wenn er nach Rußland exportiert, dagegen dem Käufer von Auszahlung, wenn er aus Rußland exportiert“ entwickelte. Aber auch in Österreich-Ungarn, dessen Währungsgeschichte allein einen eindringlichen Beweis österreichischer Verwaltungskunst erbringt, hatte sich ein recht schwunghafter Terminhandel besonders auf Berlin, London und Paris herausgebildet, wie uns Lotz<sup>7)</sup> dartut. Während der Berliner Terminmarkt aber eine Sicherungseinrichtung gegen Rußland und Österreich bot, verkörperte der Wiener eine Sicherheit gegen die Unsicherheit der eigenen Währung. Wieviel Werte dadurch verloren gingen, ist nicht abzuschätzen; soviel steht jedoch fest, daß die alte Monarchie am internationalen Kapitalmarkt ob ihrer Währungsverhältnisse niemals die Stellung auch nur annähernd erreichen konnte, die etwa das Deutsche Reich sich erworben hatte.

Auf der Wiener Börse war das DTG ein „eigener Geschäftszweig“ geworden, wobei „als regelmäßige Abnehmer von Golddevisen auf Zeit der österreichische und ungarische Fiskus, welche ihre Goldrentencoupons decken, ferner die österr. Südbahn und die Staatsbahngesellschaft, sowie andere Transportunternehmungen, welche bedeutende Goldprioritäten zu verzinsen haben, außerdem der Einfuhrhandel, soweit er nicht in ausländischen Händen liegt“, auftraten. „Auf der anderen Seite als Abgeber in Goldwerten kommen vor allem die Exporteure in Betracht.“

In der Nachkriegszeit ändert sich das Bild durchgreifend. In England beginnt der Pfund-Dollarkurs durch die Auflösung der künstlichen Bindung erratisch zu schwanken, der Franken und die Mark, um nur die wichtigsten Geldeinheiten heraus-

---

<sup>6)</sup> Leist: Der internationale Kredit- und Zahlungsverkehr, Leipzig 1914, S. 31.

<sup>7)</sup> Walther Lotz: Die Währungsfrage in Österreich-Ungarn und ihre wirtschaftliche und politische Bedeutung, Leipzig 1889, S. 30.

zugreifen, sind inflationiert, und machen Sprünge mit, wie sie die Geschichte noch nie zuvor gesehen hat. Jetzt beginnt man auch dem Termingeschäft allgemeine Aufmerksamkeit zuzuwenden, sodaß Keynes<sup>8)</sup> mit Recht sagen kann, daß es nur diesem Umstande zu verdanken sei, wenn zumindest das Wort Termingeschäft in die Öffentlichkeit dringt, ohne daß aber sein Wesen selbst verstanden würde. Nach dem Abflauen der Inflation und mit der Wiederherstellung geordneter Währungsverhältnisse gerät es aber langsam wieder in Vergessenheit, um nur von Zeit zu Zeit grell ins Rampenlicht der Publizität gerückt zu werden.

London veröffentlicht neben New-York noch Paris, Berlin und ein paar andere wichtige Währungen, und dasselbe gilt für das Deutsche Reich. Aber gerade dort, wo eine zuverlässige Notierung der Terminkurse am angezeigtesten wäre, wie dies z. B. bei den Balkan- und osteuropäischen Währungen der Fall ist, wird von auch der breiteren Öffentlichkeit zugänglichen Veröffentlichungen abgesehen, was unseres Erachtens nur einen weiteren Beweis der Unkenntnis oder der Desinteressiertheit der am Zwischenhandel interessierten Kreise oder zumindest der überwiegenden Mehrheit darstellt. Dementsprechend wurde das DTG im Schrifttum, im deutschen wie im englischen, recht stiefmütterlich behandelt: neben dem schon vorerwähnten, mehr ins didaktische ausgerichteten Traktat Keynes', bestehen unseres Wissens nach nur zwei Arbeiten, deren eine, aus der Feder Joachim Vogels<sup>9)</sup> stammend, sich mehr mit der risikopolitischen Seite des Problems befaßt, während sich die Abhandlung Carl Fischers<sup>10)</sup> eine Erörterung des Einflusses des DTG auf die Währung im allgemeinen zur Aufgabe macht. Und so lag es denn nahe, die Stellung der Bank als den hervorragendsten Kontrahenten im DTG zum Gegenstand einer Untersuchung zu machen, in der Hoffnung, damit eine nicht unwesentliche Lücke ausgefüllt zu haben. Von dieser Zwecksetzung geleitet, haben wir uns bemüht, das ganze Problem vom Gesichtsfelde der Bank aus betrachtet aufzurollen; demgemäß auch die Dreiteilung der Arbeit in einen risikopolitischen, theoretischen und einen praktischen Abschnitt. Der risikopolitische erörtert das Kursrisiko, das der Bank als Kontrahent erwächst und seine Ausschaltung, der theoretische die Kostenstruktur des Terminsatzes, den die Bank zur Anrechnung bringt, während der

---

<sup>8)</sup> John Maynard Keynes: A Tract on Monetary Reform, London 1923.

<sup>9)</sup> Joachim Vogel: Das Devisentermingeschäft, Berlin 1924.

<sup>10)</sup> Carl August Fischer: Das Devisentermingeschäft in seinen Beziehungen zur Währung und Wirtschaft, Berlin 1928.

praktische die logische Schlußfolgerung aus der Erkenntnis der beiden ersten Teile in ihrem Zusammenhang mit der Wirklichkeit darstellt. Es ergab sich leider die Notwendigkeit, einige Begriffe neu einzuführen, wie wir überhaupt gezwungen waren, uns das Rüstzeug infolge Spärlichkeit des uns zugänglichen Schrifttums selbst zu zimmern. Dies sei nur ein Opfer, das der Deutlichkeit und Konsequenz dieser spezifischen Arbeit gebracht werden mußte, und darf keineswegs Anspruch auf Dauer erheben. So sind denn z. B. unter Termindevisen: in der Zukunft fällige offene Buchforderungen in ausländischer Währung zu verstehen, zum Unterschied von Zeitdevisen, die langfristige, auf ausländische Währung lautende Wechsel darstellen. Dementsprechend ist auch der Zeitkurs vom Terminkurs zu trennen. Warum uns gerade diese Scheidung notwendig war, wird aus der Lektüre der vorliegenden Arbeit hervorgehen.

## **I. Das Valutarisiko aus dem Devisentermingeschäft und seine Ausschaltung.**

Wir hoffen, aus dem Vorhergehenden klar gemacht zu haben, daß die Bank in ihrer Eigenschaft als Kontrahent genau dasselbe Valutarisiko übernimmt, dessen sich ihr Kunde entledigt. Die erste Frage, die aufzuwerfen ist, wird die nach der Größe des Valutarisikos sein, der sich dann die Erörterung der Kompensationsmöglichkeiten der Bank anschließen werden.

### **I. Das Valutarisiko.**

Unter Valutarisiko, auch Wechselkursrisiko oder Kursrisiko genannt, verstehen wir mit Schmidt<sup>1)</sup> „die Gefahr, welche bei internationalen Geldkreditgeschäften dadurch entsteht, daß die Rückzahlung des Kredites zu einem ungünstigeren Kurs erfolgen kann als die Hingabe“. Das Valutarisiko ist bestimmt und bedingt durch Wechselkursschwankungen, folglich liegen auch seine Grenzen da, wo die Grenzen jener sind. Ohne auf die Gründe, wieso intervalutarische Kursschwankungen überhaupt auftreten, näher einzugehen, wollen wir uns hier damit begnügen, die Grenzen der Kursschwankungen theoretisch zu untersuchen. Es ist hier gleich vorwegzunehmen, daß sich unsere Ausführungen auf den ihnen im Rahmen dieser Arbeit zugewiesenen knappen Umfang beschränken müssen, da sie für uns von sekundärer Wichtigkeit sind. Im übrigen verweisen wir auf die äußerst umfangreiche Spezialliteratur.

---

<sup>1)</sup> Fritz Schmidt: Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse, 2. Auflage, Leipzig 1922.

Es sind hier drei denkbar mögliche Fälle zu scheiden, und zwar:

1. das Valutarisiko im Verkehr mit Ländern mit Gold-(standard)währung,
2. das Valutarisiko im Verkehr mit Ländern mit Agio-währung und
3. das Valutarisiko im Verkehr mit Ländern mit Papier-währung.

#### A. Gold(standard)währung.

Bei der reinen Goldwährung mit allen ihren Spielarten liegen die Grenzen der Wechselkurse im allgemeinen dort, wo an Stelle der Wechsel-Scheck usf. Zahlung die Goldsendung benutzt wird. Diese (Gold) Punkte sind infolge der veränderlichen und im Einzelfalle verschiedenartigen Kosten des Goldtransports der Versicherung und des Zinsenverlustes für die Dauer des Transports<sup>2)</sup> nicht ganz einheitlich, aber wir kennen doch Durchschnittssätze, die uns erlauben, mit einer gewissen Exaktheit zu rechnen. Schmalz spricht deshalb auch nicht von Grenzpunkten, sondern von Grenzzonen<sup>3)</sup>.

Das Valutarisiko ist also für die Goldwährungsländer nicht sehr groß. Es ist im Maximum gleich dem doppelten Kostengesamt für die Versendung von Gold.

Prüfen wir nun im Anschluß an Weill's<sup>4)</sup> und Suntych's<sup>5)</sup> Ausführungen an einem Beispiel die spezifische Gestaltung des Valutarisikos. Außer den Wechselkursschwankungen ist es abhängig von der Dauer, für die Gelder im Auslande angelegt werden, d. h. die gleichbleibende Gefahr des an sich möglichen höchsten Kursverlustes trifft eine Geldverschiebung von einmonatiger Dauer anders als eine solche für Dreimonats- oder Jahresfrist.

Die obere Grenze des deutsch-englischen Wechselkurses liege bei 20,495, die untere bei 20,335 M. Die Differenz von 0,16 oder  $\frac{4}{5}\%$  ist der Spielraum, innerhalb dessen der Wechselkurs schwanken kann. Wenn es nun bei einem Wechselkurse von 20.495 einem deutschen Bankier vorteilhaft erscheint, London Wechsel zum Zwecke des Genusses eines höheren Diskontsatzes zu kaufen, so muß er in Rechnung ziehen, daß er das Risiko eingeht, für jedes L.-Sterling, für

---

<sup>2)</sup> Hiezu kommen manchmal noch Gebühren, die die Zentralbanken bei tatsächlicher Abgabe von Gold einheben.

<sup>3)</sup> Kurt Schmalz: Das Valutarisiko im deutschen Wirtschaftsleben und seine Bekämpfung, Stuttgart 1921, S. 6 ff.

<sup>4)</sup> N. E. Weill: Die Solidarität der Geldmärkte, Frankfurt a. M. 1903, S. 66 ff.

<sup>5)</sup> Fritz Suntych: Die Technik der Wechselpensionen, Leipzig 1911, S. 4 ff.

das er 20,495 gezahlt hat, am Tage der Fälligkeit des Wechsels nur 20,335, i. e. 0,80% des gezahlten Betrages weniger zu erhalten. Auf drei Monate umgerechnet beträgt dieses Risiko 3,20%. Es ist wohl selbstverständlich, daß der deutsche Bankier nur dann dieses Risiko eingehen wird, wenn der ihm winkende Gewinn aus dem Geschäfte, der in London herrschende höhere Diskontsatz ihm einen entsprechenden Ersatz, also mindestens 3,20% verspricht.

Läge der Kurs umgekehrt auf der Untergrenze, i. e. auf 20,335, so könnte sich jede Kursänderung während der Dauer der Anlage nur als Gewinn auswirken. Wir sehen also, daß das Valutarisiko ein Faktor des tatsächlichen Wechselkurses ist, daß seine Grenzen umrissen sind. Aber damit sei keinesfalls behauptet, daß ein theoretisches Kursrisiko auch von den Praktikern als solche angesehen wird. „Es ist nachgewiesen, führt Schmidt aus, „daß die Wechselkurse auf die Goldländer gewissen Schwankungen unterworfen sind, die von einer zeitweiligen Einseitigkeit der Zahlungsbilanz bedingt sind . . . Die Geldverschiebungen können schon vor Eintritt einer günstigeren Marktzinsdifferenz einsetzen, einzig, um den Kursgewinn einzustreichen.“<sup>6)</sup>

## B. Die Agiowährung.

Aus den Darlegungen über die Goldwährung war ersichtlich, daß die Schwierigkeiten des internationalen Geld- und Kreditverkehrs in den Goldwährungsländern am vollkommensten behoben sind. Das Valutarisiko ist auf ein Minimum beschränkt. Das entgegengesetzte Extrem ist die reine Papierwährung; ehe wir uns derselben zuwenden, sei noch auf eine besondere Art von Währung eingegangen, die Schmaltz Agiowährung nennt<sup>7)</sup>.

Er sieht ihr Wesen darin „daß in einem Lande, in dem die Noteneinlöschungspflicht der Notenbank aufgehoben ist, für das noch zur Ausprägung gelangende und im Umlauf sich befindliche Edelmetall ein in seiner Höhe schwankendes Aufgeld oder Agio gezahlt wird“<sup>8)</sup>.

Da die freie Prägbarkeit aufrecht erhalten wird, bleibt die Untergrenze für den Goldpreis weiter bestehen; aber eine

---

<sup>6)</sup> Fritz Schmidt: a. a. O. S. 203.

<sup>7)</sup> Kurt Schmaltz: a. a. O. S. 7.

<sup>8)</sup> Im vorigen Jahrhundert haben verschiedene Länder Agiowährung gehabt, so England während der sogenannten Bankrestriktion von 1797 bis 1821, Rußland vom Ende des 18. Jahdt. mit kurzen Unterbrechungen bis 1899, Österreich-Ungarn von 1848 bis 1879 mit kurzen Unterbrechungen in den Jahren 1858 und 1865 und die südamerikanischen Republiken gegen Ende des 19. Jahrhunderts.

obere Grenze gibt es nicht mehr, sodaß der Goldpreis beliebig steigen kann. Die Höhe dieses Agios ist also Gradmesser sowohl des Vertrauens, das die Allgemeinheit in das mit Zwangskurs ausgestattete Papiergeld setzt, wie auch der Menge des ausgegebenen Papiergeldes. Von der Geldseite her betrachtet, ist die Parität zwar noch immer Kaufkraftverhältnis des Geldes zweier Länder gegenüber Gold. Beseitigt ist nur die gesetzliche Festlegung der Kaufkraft des Geldes gegenüber Gold, die Bindung zwischen Geldwert und Goldwert ist gelöst, die Parität ist keine unveränderliche Größe mehr.

Zwischen einem Lande A mit Gold- und einem Lande B mit Agiowährung wird demnach die Parität das Verhältnis des gesetzlich festgelegten Goldpreises im Lande A zum gesetzlich festgelegten Goldpreise des Landes B zuzüglich des Agios sein.

$$\text{Parität} = \frac{\text{gesetzlicher Goldpreis A}}{\text{gesetzlicher Goldpreis B} + \text{festgesetztes Agio.}}$$

Im Verkehr zweier Länder mit Agiowährung wird demgemäß auch die andere Seite der Gleichung die Größe Agio aufweisen und die Parität wird sich demnach nach der Formel

$$\frac{\text{Goldpreis} + \text{Agio A}}{\text{Goldpreis} + \text{Agio B}}$$

errechnen lassen. Das Agio selbst ist

selbstverständlicherweise eine fließende Größe und dauernd Veränderungen unterworfen. So schwankte nach Schmaltz<sup>9)</sup> die Parität zwischen Österreich und Rußland, beide Länder mit Agiowährung, in der Zeit von 1848—1879 von 4—40%<sup>10)</sup>.

Wenn wir einmal die Parität zweier Länder als das Augenblicksbild erkannt haben, so wird es nun nicht allzu schwierig sein, das mögliche Zeitbild, i. e. ihre Schwankun-

<sup>9)</sup> Kurt Schmaltz: a. a. O. S. 10.

<sup>10)</sup> N. E. Weill, a. a. O. S. 33, ist etwas ausführlicher und nennt beide Länder Papierwährungsstaaten. „Im Verkehr zwischen zwei Papierwährungsländern, z. B. während der 80er Jahre zwischen Wien und St. Petersburg, lagen die Grenzen der Schwankungen der Wechselkurse soweit von ihrem tatsächlichen Niveau entfernt, daß sie kaum in Betracht gezogen werden konnten. Je größer im Verhältnis zur Nachfrage in Wien das Angebot von Wechseln auf Rußland, d. h. je relativ größer die Zahlungsverpflichtungen Rußlands an Wien, desto niedriger war der Preis in Wien. Dieser Preis konnte soweit sinken, bis es sich bezahlt machte, zur Tilgung der Schulden in Wien russische Metallmünzen von Rußland nach Wien zu verkaufen; da Rußland außer dem Papiergelde nur metallische Münzen besaß, deren Nominalwert ihren Metallwert weit überstieg, so war der sinkenden Bewegung des Wechselkurses ein äußerst großer Spielraum belassen. Die Grenze der Schwankungen des Wechselkurses nach oben war bedingt durch die gesetzlich aufgestellte Parität, welche zwischen der Bewertung der emittierten Noten und der Bewertung der gesetzlich fixierten Edelmetallmünzen bestehen sollte.“

gen zu untersuchen. Bei der Goldwährung waren diese, wie wir gesehen haben, auf das Kostengesamt beschränkt, auf die sogenannten Goldpunkte. Auch für die Agiowährung gilt, daß allgemein Grenzzonen dann in Erscheinung treten, wenn es für den Importeur vorteilhafter wird, seine Schulden im Ausland mit Gold statt mit Devisen abzugleichen (Grenzkurs nach oben), oder wenn es für den Exporteur vorteilhafter ist, Gold statt Devisen aus dem Ausland kommen zu lassen (Grenzkurs nach unten).

Sie sind also genau wie bei der Goldwährung von der Parität entfernt um die Versendungsunkosten von Gold, nach oben und nach unten. Da aber die Versendungsunkosten in Ländern mit Agiowährung in Papiergeld bezahlt werden, wachsen auch diese und betragen deshalb:

Versendungsunkosten von Gold, umgerechnet auf  
Papier + Agio.

Die Grenzzonen liegen also weiter von der Parität ab und umso weiter, je größer das Agio. Da aber die Parität selbst eine veränderliche Größe ist, abhängig von der Größe des jeweiligen Agios, so muß sich auch die Lage der Grenzzonen verändern, und zwar in gleicher Richtung aber nicht parallel mit der Parität.

Wir sehen hier also den zweifachen Einfluß des Agios: einerseits bewirkt es eine Vergrößerung, bzw. Verkleinerung der Spannung zwischen den Grenzzonen selbst und damit eine Verbreiterung, bzw. Verengung des Feldes der Kursschwankungen, weil die Versendungsunkosten mit dem Agio wachsen, bzw. sinken, andererseits kann die Veränderung des Agios eine Verschiebung des gesamten, von den Grenzzonen eingeschlossenen Schwankungsfeldes nach oben oder nach unten herbeiführen, weil die Parität sich verschiebt. Für die jeweilige Lage der Parität ist aber nicht nur das Agio eines Landes, sondern das von zwei Ländern maßgebend, worin zugleich eine Verminderung und eine Verstärkung der Schwankungsmoglichkeiten liegt.

Um nun das Ausmaß des Valutarisikos feststellen zu können, brauchen wir nunmehr lediglich die Ergänzung vorzunehmen, aus dem Gesagten die logischen Folgerungen zu ziehen. Wenn nämlich einerseits der jeweilige Kurs das Verhältnis aus Parität + Agio ist, so ergibt sich das Valutarisiko aus dem Valutarisiko von früher (der gesetzlichen Goldparitat) zuzüglich dem Agio. Da aber das Agio selbst eine bewegliche Größe ist, so ist diese Summe noch um einen Betrag, der die Möglichkeiten der Agioschwankungen zum Ausdruck bringt, zu vergrößern. Wir nennen ihn mit Schmaltz das Agiorisiko. Dieses Agiorisiko ist demnach eine Größe, die sich

ziffernmäßig nicht feststellen läßt, sondern jeweils von der gesamten wirtschaftlichen und politischen Lage des bezüglichen Landes abhängt, deshalb mehr oder weniger gefühlsmäßig zu bestimmen ist. Hierbei ist jedoch zu beachten, daß das Ausmaß des Agios an sich keine Richtlinie für die Bemessung des Agiorisikos abgibt, denn eine Währung mit 100% Agio kann stabiler sein als eine andere mit nur 10%.

Das Valutarisiko ist demnach im Maximum:

Goldparitätsrisiko + Agio + Agiorisiko.

### C. Die reine Papierwährung.

Auf Seite 181 seines Werkes: „Money and Foreign Exchange after 1914“ sagt Gustav Cassel: „The reason why bills on B are in demand in the country A is that they represent purchasing power on B's market. This purchasing power will obviously be valued higher, on the hand, the lower the general price level stands in the country B — in other words, the higher the value of money is in that country — and, on the other hand, the higher the general price level stands in A itself.“

Wenn wir bisher die Paritäten als Goldpreisparitäten erklärt haben, so geschah dies deshalb, weil bei Goldwährungsländern die Kaufkraft des Geldes gegenüber den Waren mit der Kaufkraft der Ware Gold fest verbunden ist. Bei der reinen Papierwährung fällt aber diese Bindung weg. Während also die Parität zwischen zwei Goldwährungsländern einerseits das Kaufkraftverhältnis ihrer Geldeinheiten gegenüber Gold und damit andererseits zugleich das Kaufkraftverhältnis der Geldeinheiten dieser Länder gegenüber sämtlichen Waren feststellt, weil der Wert des Goldes für den Wert des Geldes maßgebend ist, so drückt die Parität zwischen reinen Papierwährungsländern nur mehr die Kaufkraftparität der bezüglichen Geldeinheiten von der Geldseite her gesehen, die Warenpreisparität von der Wareseite her gesehen aus. Während es früher die Goldpreise waren, sind es nunmehr die Warenpreise, die die Parität bestimmen<sup>11)</sup>.

Ohne den Begriff Kaufkraftparität noch näher erläutern zu wollen, wollen wir hier noch bemerken, daß ihre exakte

---

<sup>11)</sup> Gustav Cassel: Money and Foreign Exchange after 1914, London 1922, S. 141: „In the system of independent paper currencies now in practice the normal rates of exchange are determined by the purchasing power parities . . .“

S. 143: „. . . It is evident, that the exchange rate between two countries must always fix itself in accordance with the price level in either country, so that a certain amount of trade between them is quite possible.“



Errechnung naturgemäß mit großen Schwierigkeiten verbunden ist. Hiezu müßte man vorerst die Kaufkraft des Geldes in den betreffenden Ländern selbst kennen. Je größer nun die Zahl der zum Vergleich herangezogenen Waren ist, umso größer auch die Ungenauigkeiten, die sich ganz abgesehen von konjunkturellen, saisonalen und anderen Einflüssen aus dem verschiedenen Grade ihrer Wichtigkeit ergeben.

Haben wir einmal erkannt, daß die Parität das Verhältnis der Kaufkräfte zweier Länder ist, so können wir nun auch die für uns wesentliche Frage nach den Grenzen der intervalutarischen Kursschwankungen, nach der Größe des Valutarisikos, beantworten. Denn da wir wissen, daß den Bewegungen des Geldwertes die Fesseln seiner Bindung an den gesetzlichen Goldwert abgestreift sind, können wir auch die Kaufkraft des Geldes als den letzten Bestimmungsgrund für den intervalutarischen Kurs, den Wert des Geldes im Auslande, ansehen. Somit kann theoretisch der Geldwert im Auslande auf den Nullpunkt herabsinken, wie praktisch der Rubel diese Untergrenze in der Nachkriegszeit tatsächlich erreichte, andererseits über den vor Einführung der Goldwährung bestandenen gesetzlichen Goldpreis sich erheben. (Die neutralen Staaten während des Krieges, insbesondere Schweden.)

Wir können daher sagen: die Warenpreise bestimmen die Grenzen der Kursschwankungen für die reine Papierwährung. Gegenüber der Goldwährung hat sich demnach nur das eine geändert, daß an Stelle der einen Ware Gold sämtliche Waren getreten sind. Da aber nie alle Waren Gegenstand des zwischenstaatlichen Verkehrs sein werden, können wir jenen Begriff auf die wichtigsten Import- und Exportwaren einschränken.

Mit dem Hinweis darauf, daß Warenpreisänderungen nicht nur von Geldwertschwankungen, sondern auch von der Warenaufseite selbst infolge technischer, organisatorischer und anderer Fort-, bzw. Rückschritte hergeleitet werden, können wir nun die Grenzen des Valutarisikos als jene Größe definieren, die sich zusammensetzt aus

Warenpreisparität + Preisrisiko + Versandkosten der wichtigsten Import- und Exportwaren.

Und entsprechend den Goldexport- und Importzonen könnte man von Warenimport- und Warenexportzonen sprechen. Die obere Grenze liegt dort, wo die Importmöglichkeit größer wird als die Exportmöglichkeit, und die untere Grenze dort, wo die Exportmöglichkeit größer wird als die Importmöglichkeit. Die Spannung zwischen den Grenzen wird

durch die doppelten Versendungskosten der wichtigsten Import- und Exportwaren bestimmt.

Wir können daher mit Schmidt<sup>12)</sup> sagen, daß die Grenzen der Wechselkurse in Ländern mit Papierwährung außerordentlich weit und dehnbar sind, sodaß sich weder Ober- noch Untergrenze mit Bestimmtheit angeben lassen. „Also ist auch bei ihnen häufig jede irgendwie sichere Kalkulation ausgeschlossen und damit schwindet die Grundlage für kurzfristige Kreditgeschäfte zwischen zwei Ländern, die nicht beide stabile Wechselkurse besitzen.“<sup>13)</sup>

## 2. Termingeschäft — Termingeschäft.

Schließt nun eine Bank einen Termindevisenkauf ab, so wäre wohl der einfachste Weg, sich des sich daraus ergebenden Valutarisikos durch einen in gleicher Höhe zu gleichem Verfallstage durchgeführten Termindevisenverkauf zu entledigen. Dieser Art von Gegengeschäft treten allerdings vielerlei unten ausgeführte Schwierigkeiten entgegen, die oft an seiner Durchführbarkeit zweifeln lassen. Wir müssen hier zweifellos die Organisation des Terminmarktes in Betracht ziehen; so kommt es, daß insbesondere mit Bezug auf den Londoner und New-Yorker Markt einige englische Theoretiker behaupten können, daß die Majorität der Termindevisenoperationen und besonders jene, deren Betrag beträchtlich ist, durch Gegentransaktionen desselben Betrages abgedeckt werden, da der Termindevisenmarkt in den bedeutendsten Währungen so hoch entwickelt sei, daß genugsam Material für solche Abdeckungen reichlich und ständig zur Verfügung stehe. So behauptet E. Thomas<sup>14)</sup>: „These objections were overcome by the virile growth of the market in forward currencies, which made it possible for the banks to „marry“ their forward transactions, i. e. to match or set off forward purchases with forward sales, and vice versa. If a dealer who had sold currency forward could not find a forward buyer among his own customers, he could find one without difficulty by resorting to the forward exchange market through the intermediary of one of the many brokers with whom he is in constant touch. Thus it became the general practice to cover

---

<sup>12)</sup> Fritz Schmidt: a. a. O. S. 201.

<sup>13)</sup> Sperrung von uns.

Allerdings liegt es im Interesse aller zivilisierten Staaten, ihre Wechselkurse durch mannigfaltige Maßnahmen stabil zu halten.

<sup>14)</sup> S. Evelyn Thomas: The Principles and Arithmetic of Foreign Exchange, London 1929, S. 216.

all important forward operations immediately by corresponding transactions in the opposite direction, such covering transactions being effected, in the great majority of cases, on the dealers own market."

Derartige Behauptungen mögen wohl in besonderen Fällen richtig sein, doch bezweifeln wir, daß sie allgemein zutreffen. Es ist leicht denkbar, daß in Märkten wie London, Paris oder New-York Gegengeschäfte dieser Art reibungslos abgeschlossen werden können, solange es sich speziell um große runde Beträge und um bekannte Währungen handelt. Anders liegt jedoch der Fall dort, wo Termingeschäfte entweder in wenig gehandelten Devisen, oder in kleinen Beträgen abgeschlossen werden. In London, wo seit dem Kriege der gesamte Devisenhandel in den Händen der foreign exchange brokers liegt, von denen die Banken kaufen und an die sie verkaufen, muß sich naturgemäß eine ganz andere Sachlage ergeben als z. B. im Deutschen Reiche, wo der Devisenhandel, zwar ursprünglich auf die Börsen angewiesen und demgemäß, wenn auch in beschränktem Maße zentralisiert, seit dem Kriege jedoch fast vollständig in die Hände der Banken überging, also weitgehendst dezentralisiert wurde. Hier fehlt also einerseits die berufsmäßige Börsenspekulation, die das Kursrisiko bis zum Ultimo auf sich nimmt, und andererseits besteht im Bank- zu Bankverkehr insofern ein geringeres Interesse für Terminabschlüsse, die ihrerseits aus Gegengeschäften per Termin herühren, weil die Provisionen untereinander minimal sind und der Nachmann auch nur meist die Möglichkeit für ein seinerseitiges Gegengeschäft per Kasse besitzt. Zudem ist festzustellen, daß sich für das DTG bestimmte Normen für Betragshöhen und Fälligkeitstage kaum festlegen lassen, da es ja aus den Bedürfnissen des Warenhandels und nicht wie etwa das Effektermingeschäft aus denen der Spekulation erwachsen ist. Vielmehr muß der Kaufmann die Möglichkeit haben, beim Abschluß des Geschäftes den Fälligkeitstag und -Betrag nach Maßgabe des für ihn den eigentlichen Zweck der Transaktion bildenden Warengeschäftes zu bestimmen. Dies hat zur Folge, daß nicht nur die Fälligkeitstage des DTG über den ganzen Monat verstreut liegen, sondern auch Beträge gehandelt werden, die zu kompensieren fast unmöglich ist. So sehr eine Normierung hinsichtlich Betrag und Fälligkeitstag an sich erwünscht wäre, so darf doch nicht außer Acht gelassen werden, daß das DTG dem Kaufmann in erster Linie ein Mittel ist, sich des Kursrisikos zu entledigen. Und wenn man vom Kursrisiko spricht, so schließt dieser Begriff die Gesamtheit dieses Risikos ein. Eine Normierung jedoch würde diese Möglichkeit der Abwälzung nur auf einen bestimmten Betrag und Zeitpunkt begrenzen. Alles, was darüber hinaus oder darunter

geht, wäre ungeschützt, und aus diesem Gesichtspunkte wäre die Ergreifung derartiger Maßnahmen wohl zu überlegen<sup>15)</sup>.

Wir kommen also zu der grundlegenden Feststellung, daß sich ein DTG im allgemeinen durch ein anderes nicht, oder zumindest nicht überall und zu jeder Zeit abdecken läßt. Nur dort, wo ein materialreicher und entsprechend organisierter Markt, wie etwa London, vorhanden ist, kann und wird es vorkommen, daß ein derartiger Weg eingeschlagen wird, falls alle obigen Voraussetzungen, nämlich runder und großer Betrag in einer sehr gangbaren Währung und entsprechender Fälligkeitstag, erfüllt werden. Tritt eine derartige Möglichkeit ein, dann allerdings ergeben sich für die Bank bemerkenswerte Vorteile. (Siehe S. 61 ff.)

#### a) Technik.

Nehmen wir folgenden theoretischen Fall: Bank A in Frankfurt a. M. verkauft ihrem Kunden Müller Ff. 10.000.— 3 Monate Termin und konnte sich bei der Frankfurter Bank B durch ein gleichartiges Gegengeschäft am selben Tage eindecken. Zum Zeitpunkt der Geschäftsabschlüsse werden Kaufs-, bezw. Verkaufsnoten einerseits zwischen den beiden Banken, und außerdem zwischen der Bank A und Müller ausgetauscht, und dieser wird außerdem noch aufgefordert, irgendwelche Sicherheiten zu hinterlegen, um seine Erfüllung zu verbürgen.

Geld passiert zwischen irgend einer der in Betracht kommenden Parteien bis zum Erfüllungstage nicht. Dann jedoch, oder einige Tage vorher, überweist Bank A an Bank B den am Geschäftstage vereinbarten Markkaufbetrag und erhält dafür den Frankenbetrag in Form eines Schecks oder einer Überweisung. (Es wäre selbstverständlich auch irgend eine andere Form der Überweisung denkbar, z. B. ein Sichtwechsel). Wird ein Scheck übermittelt, so wird er sofort von der Bank A an ihren Korrespondenten in Paris zum Inkasso gesandt. Im Falle einer Überweisung wird die Bank B ihren Korrespondenten in Paris auffordern, dem Pariser Korrespondenten der Bank A den Betrag von Ff. 10.000.— gutzuschreiben.

---

<sup>15)</sup> C. A. Fischer a. a. O. bemerkt hiezu S. 11, „daß die deutschen Privatbanken in den Jahren, während welcher das DTG in der Inflationszeit eine größere Rolle gespielt hat, die Zahl der Fälligkeitstage durch Normierung jedes durch fünf teilbaren Monatstages zu einem solchen erheblich erhöhten. Als sechster Fälligkeitstag galt jeweils der Ultimo des Monats. Heute werden seitens der Großbanken DTG auf jeden beliebigen Tag getätigt“. Im Gegensatz hiezu Georg Obst: Das Bankgeschäft, 9. Auflage, Stuttgart 1930, Bände, S. 223/I, . . . „es können die Monatsanfänge, die Monatsenden oder ganz beliebige Tage gewählt werden. Einheitliche Bräuche wie beim Termingeschäfte in Effekten bestehen nicht.“

Das gleiche geschieht im Falle einer telegraphischen Überweisung. Welche Methode immer vorgenommen wird, die Bank A hat ihrem Kunden Müller den angekauften Betrag zur Verfügung gestellt, der nun seinerseits an diese den am Geschäftsabschlußstage vereinbarten Markkaufbetrag bezahlt und seine Sicherstellung zurückerhält.

Hieraus ergeben sich für uns zwei wichtige Feststellungen: zunächst die, daß bei dieser Art von Gegengeschäft die Bank keine wie immer gearteten Barauslagen bis zum tatsächlichen Fälligkeitstermin zu leisten hat. Andererseits ist jedoch die Bank berechtigt, ihrem Kunden den normalen im Termingeschäft gebräuchlichen Kurs, Provision usf. zu berechnen. Daraus folgt, daß ungleich dem Kassageschäft, bei dem, wie wir unten sehen werden, die Bank gezwungen ist, den Gegenbetrag für die Dauer der Laufzeit des Geschäftes festzulegen, die Bank einen höheren Gewinn erzielt, dessen Ausmaß die Zinsenkosten im Heimatlande abzüglich der im Valutalande herrschenden (die aber auch höher liegen können, was in diesem Falle allerdings Gewinn bedeutet) beträgt.

Hiezu kommt noch, daß der Bank ein Valutarisiko in keiner Form erwächst, wenn wir von dem naturgemäß seltenen Risiko der Nichterfüllung des Kontrahenten absehen, das sich im gegebenen Falle einer Nichterfüllung allerdings auch als Valutarisiko auswirken würde.

### 3. Termingeschäft — Kassageschäft.

Bei weitem am häufigsten wird ein DTG durch ein Kassagegengeschäft abgedeckt: bei einem Termindevisenankauf verkauft die Bank einen gleichen Valutabetrag per Kassa, bei einem Termindevisenverkauf tritt sie als Kassakäufer auf. Das heißt, daß die Bank bei einem Devisenankauf auf Termin im Betrage von  $x$  und  $y$  Tage Termin eine Summe gleicher Höhe zu verkaufen sucht, und umgekehrt, bei einem Devisenverkauf auf Termin eine gleichartige Summe per Kassa zu kaufen trachtet. Ein Kassaverkauf setzt irgendwo entweder ein Guthaben oder ein Kreditverhältnis voraus. Auf diese für uns wichtige Feststellung wird später noch zurückgekommen werden. Ein Kassaankauf schafft ein solches.

Währungsguthaben (nach Krawinkel)<sup>16)</sup> im Auslande entstehen in der Weise, daß die Bank Schecks, Wechsel, oder Valutakupons, die sie selbst von ihrer Kundschaft übernommen, oder an der Börse gekauft hat, dem Korrespondenten zur Gutschrift unter Aufgabe einsendet, daß sie sich Beträge

---

<sup>16)</sup> Max Krawinkel: Die Abwicklung des Devisengeschäftes im Bankbetrieb, Berlin 1924.

fremder Währung bei anderen Banken des In- oder Auslandes kauft und sie auf brieflichem oder telegraphischem Wege durch diese anderen Banken an ihre Korrespondenten überweisen läst und daß sie endlich ihre Kundschaft anweist, sich Wahrungsbetrage von ihren ausländischen Schuldnern unmittelbar an die eigenen Korrespondenten vergüten zu lassen.

Umgekehrt entstehen Verbindlichkeiten im Auslande durch eigene Scheckausschreibungen und Wechselbeziehungen auf den Korrespondenten, durch brieflich oder telegraphisch erteilte Auszahlungs- oder uberweisungsauftrage über Währungsguthaben, bzw. über deren Höhe hinaus, wenn beispielshalber ein ausländischer Gläubiger der Kundschaft durch die Bank bezahlt wird, oder aber ein Devisenverkauf mit einer anderen Bank des Inlandes abgeschlossen wurde.

Um auf die theoretischen Erorerungen, die hinsichtlich des Kursrisikos angestellt werden müssen, überzugehen, wollen wir eine Dreiteilung der Stellung der Bank vornehmen:

Fall A: Die Bank betätige sich einseitig als Termindevisenkufer;

Fall B: Die Bank betätige sich einseitig als Termindevisenverkufer;

Fall C: Die Bank betätige sich doppelseitig als Termindevisenan- und -verkäufer.

#### **A. Die Bank als einseitiger Termindevisenkufer.**

Kauft die Bank eine Termindevisen, so besteht die Gefahr eines Verlustes durch ein Fallen des Kurses in der Zeit bis zum Abrufttage, dessen Größe sich aus der Differenz des am Geschaftabschlustage herrschenden und dem am Abrufttage bestehenden Kurse, multipliziert mit dem Betrage, ergibt. Dieser Gefahr geht die Bank durch Abschluß eines Kassa-gengeschaftes aus dem Wege. Da der Kursfall sofort nach Abschluß des Termingeschäftes eintreten kann, ist es wesentlich, wenn oft auch nicht möglich, das Gegengeschäft sofort zu tätigen. Wird dieses Gebot nicht befolgt, oder kann es nicht befolgt werden, wird das Gegengeschäft erst später oder überhaupt nicht abgeschlossen — und die Geschichte liefert hiezu hinreichend Illustrationen, so wird die Tätigkeit der Bank eine spekulative und hiemit Trägerin aller der damit verknüpften Gefahren, die nur zu oft den Zusammenbruch auch angesehener Häuser verursacht haben.

Ein Termindevisenankauf erfordert einen Kassaverkauf. Ein solcher setzt, wie schon oben erwähnt, entweder ein Guthaben beim oder ein Kreditverhältnis mit dem Korrespon-

dentem voraus<sup>17)</sup>). Hätte die Bank ein Guthaben beim Korrespondenten, das nicht besonderen Zwecken diene (so wäre dieses a priori schon Träger des Valutarisikos und fällt deshalb aus dem Rahmen unserer Betrachtung heraus.

Demnach bleibt nur das Kreditverhältnis zwischen Bank und Korrespondent, das der Bank ermöglicht, Kassa-blancoverkäufe gegen ihren Korrespondenten vorzunehmen. Krawinkel<sup>18)</sup> nimmt hiezu Stellung, indem er ausführt, der Korrespondent führte Verkaufsaufträge durch, ohne zu prüfen, ob für die auszuführende Ueberweisung auch Deckung auf dem Konto der Bank vorhanden ist. Diese sehr vorsichtige Fassung erklärt sich daraus, daß sich Krawinkel hiebei auf die doppelseitige Tätigkeit der Bank als Termindevisenan- und -verkäufer bezieht. Wir jedoch müssen bei unserer spezifischen Betrachtung feststellen, daß die Bank Blankoverkäufe per Kassa und nur diese durchführen muß, da diese von den drei oben angeführten Möglichkeiten den einzigen Weg zur wirksamen Risikoausschaltung darstellen. Dies soll nun näher erklärt werden:

a) Steigen des Kurses: Schließt die Bank ein DTG auf Kauf ab und steigt der Kurs in der Zeit zwischen dem Geschäftsabschluß- und dem Erfüllungstag, so wird der Bank aus dieser Tatsache deshalb kein Verlust erwachsen, da sie ja den zu übernehmenden Devisenbetrag, obwohl sie ihn am Geschäftsabschlußstage zu dem damals herrschenden niedrigen Kurs per Kassa verkauft hatte, am Erfüllungstage vom Kunden zu dem am Geschäftsabschlußstage vereinbarten, folglich niedrigeren Kurse überwiesen erhält. Die am Erfüllungstage

---

<sup>17)</sup> Würde sich die Bank jedoch erst zum Zeitpunkte des Termingeschäftes ein solches schaffen, nur zum Zwecke, gegen dieses den Kassaverkauf vorzunehmen, so würde dies nichts anderes als einen Kassakauf mit darauf folgendem Kassaverkauf bedeuten, welche Operationen sich selbstverständlich gegenseitig aufheben und das Termingeschäft dem Valutarisiko voll ausgesetzt lassen würden.

<sup>18)</sup> M. Krawinkel: a. a. O. S. 30: „Umgekehrt erfolgt der Weiterverkauf der von einem Exporteur per Termin übernommenen Devisen in der Weise, daß die Bank sofort beim Abschluß einen entsprechenden Währungsbetrag am Fernsprecher oder telegraphisch an eine andere Bank veräußert und ihrem Korrespondenten je nach Vereinbarung brieflichen oder telegraphischen Auszahlungsauftrag zugunsten dieser Bank oder deren Korrespondenten erteilt, also vorverkauft. Der Korrespondent führt den Auftrag wie generell alle Aufträge der Bank aus, ohne zu prüfen, ob für die auszuführende Ueberweisung auch Deckung auf dem Konto der Bank vorhanden ist. Die Bank ihrerseits weiß natürlich genau, daß die Deckung erst angeschafft wird, wenn der Verkäufer die geschuldeten Devisen liefert. Die entstandene Debetposition trägt vom Augenblick der Verfügung bis zur Anschaffung der Deckung Debetzinsen. Die Bank hat Interesse daran, die Verbindlichkeit bei dem Korrespondenten möglichst bald zu erhalten.“

erhaltenen Devisen verwendet sie zur Abdeckung ihres zum niederen Kurse vorgenommenen Blankoverkaufes beim Korrespondenten.

b) **Fallen des Kurses:** Umgekehrt jedoch liegt der Fall, wenn der Kurs zwischen Geschäftsabschluß- und Erfüllungstag sinkt. Die Bank hat zwar am Erfüllungstag den Devisenbetrag zu dem am Geschäftsabschlußtage herrschenden hohen Kurs zu übernehmen, andererseits aber deckt sie damit den am Geschäftsabschlußtage zu dem damals herrschenden hohen Kurse vorgenommenen Blankoverkauf beim Korrespondenten ab. Hätte die Bank diesen Kassaverkauf aus einem beim Korrespondenten schon bestehenden Valutenguthaben vorgenommen, so würde diese Maßnahme insofern keine Ausschaltung des Kursrisikos zur Folge haben, als dem ersten Teil, mit Verlust verbundenen Teil der Transaktion (Termindevisenankauf) kein Gegengeschäft gegenüberstünde, das einen Gewinn gleicher Höhe realisierte.

Wir sehen, daß unter der Voraussetzung einer einseitigen Tätigkeit der Bank im Ankauf von Termindevisen das Kassagegengeschäft nur Blanko abgeschlossen werden muß und nicht etwa aus einem bereits bestehenden oder hiezu erst geschaffenen Guthaben beim Korrespondenten.

Wir sehen ferner, daß das Gegengeschäft sofort zum Zeitpunkte des Geschäftsabschlusses vorgenommen werden muß. Dies ist aber nicht immer möglich und kleine Beträge werden in der Praxis überhaupt nicht sofort abgedeckt. Hier muß also ein Zeitpunkt — gewöhnlich der Abend eines Geschäftstages — abgewartet werden, zu dem sich eine Verkaufsmöglichkeit ergibt. In unsicheren Zeiten, wie Inflation, Kriegsgefahr, politische Unruhe usf., kann diese Handhabung jedoch sehr gefährlich werden — und die Bank sollte deshalb, im besonderen bei großen Beträgen, immer danach streben, das Kassageschäft sogleich abzuschließen.

#### a) Technik.

Um die einzelnen Geschäftsvorfälle bei der Ausführung der Terminaufträge insgesamt übersehen zu können, seien im folgenden ein Terminkauf und ein Terminverkauf von Seiten der Bank durch ein Beispiel und gleichzeitig in schematischer Form dargestellt. Folgende Personen und Bankfirmen mögen abwechselnd dabei beteiligt sein<sup>19)</sup>:

A erste Bank im Inlande (London).

B zweite Bank im Inlande (London).

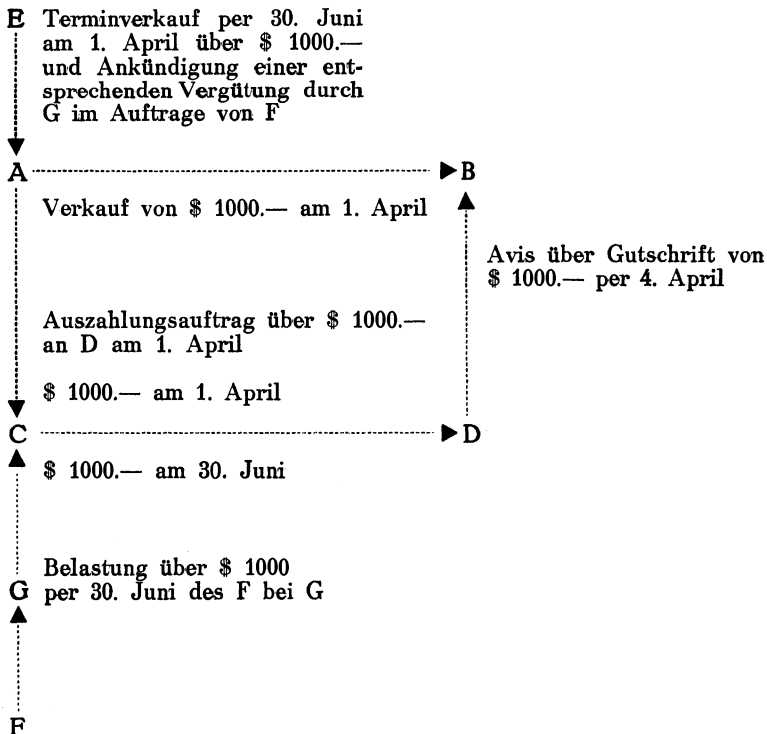
---

<sup>19)</sup> Die beiden Beispiele sind ihrer Idee nach dem Werke M. Krawinkels, a. a. O. S. 34—37, entlehnt.



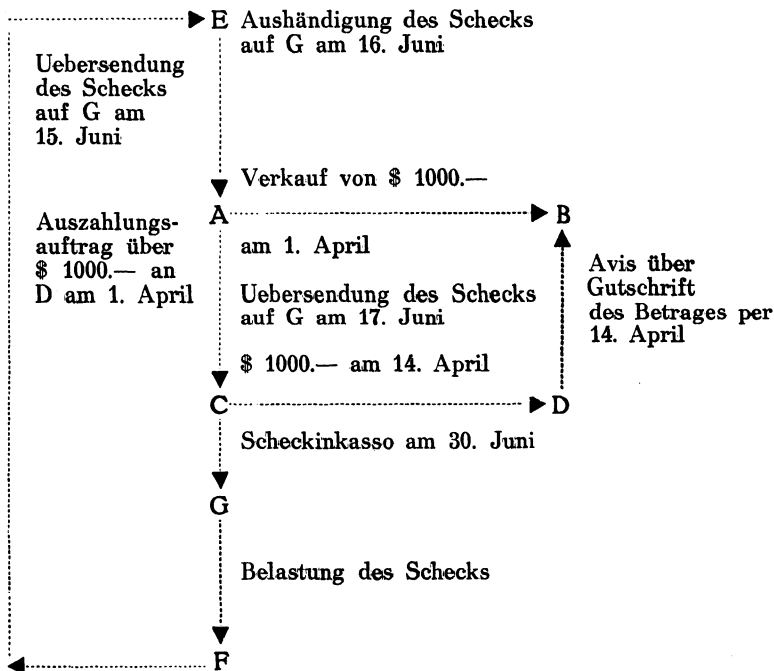
- C Korrespondent von A in New York.
- D Korrespondent von B in New York.
- E Kunde bei A.
- F Geschäftsfreund von E in New York.
- G Bank von F in New York.

E verkauft an A am ersten April per 30. Juni \$ 1000 unter Gutschrift in laufender Rechnung, welchen Betrag er zu diesem Termin durch F bei C anzuschaffen verspricht. E benachrichtigt F unmittelbar darüber, daß dieser die \$ 1000 an C rechtzeitig vergütet, die F selbst als Gegenwert eines Exports von E schuldet. Der Verkauf zwischen E und A ist ein Termingeschäft, dem der am 1. April im Augenblick des Abschlusses gezahlte Terminkurs von \$  $4,86\frac{1}{24}$  für Dreimonatedollars zu Grunde gelegt wird. E wird also am 30. Juni einen Betrag von £ 205,14,11 erhalten. A schließt ihrerseits in Ausführung des Verkaufsauftrages per Termin folgendes Gegengeschäft per Kassa mit B ab. Sie verkauft unmittelbar im Zusammenhang mit dem Abschluß mit E an B \$ 1000. B wünscht Überweisung dieses Betrages an D. A erteilt C, noch ohne Deckung zu besitzen, am 1. April telegraphischen Zahlungsauftrag über \$ 1000 an D. Die Vergütung der \$ 1000



von C an D vollzieht sich am 4. April im New Yorker Clearinghaus. Bei C wird A zwischen dem 4. April und 30. Juni mit Debetzinsen über \$ 1000 belastet. Am 30. Juni trifft bei C eine Vergütung von \$ 1000 durch G im Auftrage von F ein, womit die Debetposition der A bei C ihr Ende findet. In ein Schema gefaßt ergibt das Geschäft in seinen Grundzügen folgendes Bild: (Siehe Seite 26).

Läßt sich E durch F einen Scheck übersenden, so wird der Dollarbetrag durch A an B in genau der gleichen Weise durch Vergütung von C an D verkauft. Der Scheck auf G, den F an E sendet, wird C übermacht zur Abdeckung der Debetposition der A bei C per 30. Juni. Dieses Geschäft ergäbe schematisiert folgende Gesichtspunkte:



In beiden Geschäftsfällen ist als wesentlich festzuhalten, daß im ersten Falle ein Währungsguthaben zwischen Abschluß und Fälligkeit des Termingeschäftes zwischen E und A bei C zugunsten A besteht, während im zweiten Falle eine entsprechende Währungsverbindlichkeit bei C zu Lasten von A unterhalten wird. Die verschiedenartigen Zahlungsmöglichkeiten besitzen gegenüber dieser, für die Ausführung der Terminaufträge der Kundschaft wichtigen Tatsache vergleichsweise untergeordnete Bedeutung.

## B. Die Bank als einseitiger Termindevisenverkäufer.

Verkauft die Bank eine Termindevisen, so besteht die Gefahr eines Verlustes durch Steigen des Kurses in der Zeit bis zum Abrufstage. Die Größe des Verlustes errechnet sich aus der Differenz zwischen dem am Geschäftsabschlußtage herrschenden und den am Abrufstage bestehenden Kurs multipliziert mit der Verkaufssumme in inländischer Währung. Die Bank kompensiert dieses Risiko durch Abschluß eines Kassagegengeschäftes — in diesem Fall durch einen Devisenkauf per Kassa in gleicher Höhe, den die Bank aus den schon oben angeführten Gründen womöglich gleichzeitig vornehmen sollte. Zu diesem Zweck kauft die Bank, wie im gewöhnlichen Kassageschäft am Fernsprecher oder telegraphisch, einen entsprechenden Währungsbetrag bei einer anderen Bank, den diese ihrem Korrespondenten vorgibt. Dort wird der Währungsbetrag auf dem Konto der Bank zwischen Abschluß und Abruf, bezw. Fälligkeit im Kredit verzinst.

Wir sehen also hier den grundlegenden Unterschied zwischen Ankaufs- und dem Verkaufsgeschäft in Termindevisen. Während das erste eine Verbindlichkeit im Auslande und ein Guthaben im Inlande schafft, zwingt das zweite die Bank einen umgekehrten Weg einzuschlagen, nämlich im Auslande ein Guthaben zu schaffen, im Inlande aber eine Verbindlichkeit einzugehen. Die hieran sich knüpfenden Erwägungen, wie Zinsdifferenz zwischen den in Frage kommenden Ländern, Geldknappheit usf. werden weiter unten einer ausführlichen Untersuchung unterzogen werden. Hier genügt festzustellen, daß in unserem spezifischen Falle die Bank bei in Größe, Laufdauer und Zahl wachsenden Devisenverkäufen am Terminmarkt ein im Auslande in allen diesen Belangen korrespondierendes Guthaben schaffen muß, das, wie Krawinkel ausführt, Zinsen tragen kann, aber nicht muß, ein anlässlich der Bestimmung des Terminsatzes wichtiges Moment. Selbstverständlich ist es aber auch der Bank anheimgestellt, über die einzelnen Posten des Auslandsguthabens in der Zeit zwischen Anschaffung und Verfall in anderer Weise zu verfügen. Arbitrage, kurzfristige Anlage etwa am dortigen Effektenmarkt usf. bieten der Bank genügend Gelegenheit, die dem heimischen Geldmarkt entzogenen Mittel im Auslande fruchtbringend anzulegen<sup>20)</sup>. Selbstverständlich muß die Bank auf die Liquidität der einzelnen Guthabensposten größten Wert legen. Ein Ver-

---

<sup>20)</sup> Anders Vogel, a. a. O. S. 15, der der Meinung ist: „daß der bei einem Terminkauf der für Kassadevisen hingegebene Betrag nutzlos festläge, da ja der Terminkäufer erst am Fälligkeitstag zahle; . . . höchstens, daß die Bank für die Kassadevisen die geringen Kreditzinsen bei ihrem ausländischen Korrespondenten erhielt.“

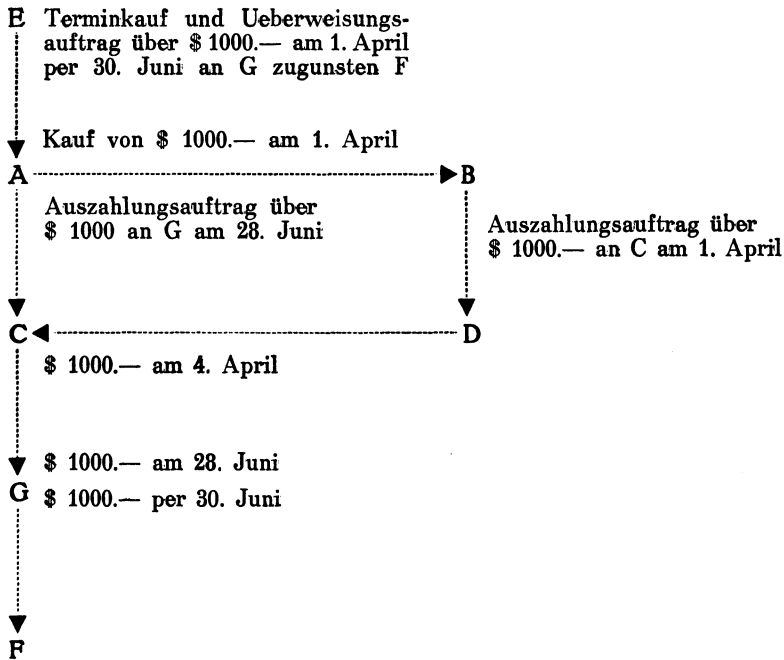
lust oder nur eine Illiquidität eines einzelnen dieser Posten erzeugt bereits bis zur Höhe dieses Betrages Kursrisiko.

a) **Steigen des Kurses:** Tritt in der Zeit zwischen Geschäftsabschluß und Erfüllungstag eine Kurssteigerung ein, so hat dies zur Folge, daß sich scheinbar ein Verlust im Ausmaße der Kurssteigerung ergibt, da ja die Bank zu dem niedrigeren Abschlußkurse übergeben muß. Durch den am Abschlußtage getätigten Kassakauf wird dieser jedoch insoferne kompensiert, als auch die Kassadevisen durch den Kursauftrieb eine Wertsteigerung erfahren.

a) **Fallen des Kurses:** Fällt umgekehrt der Kurs in dieser Zwischenzeit, so wird der Gewinn, den die Bank dadurch realisiert, daß sie ihrem Kunden den höheren Vertragskurs anrechnet, insoferne aufgehoben, als sie ja den Kassankauf zur Kurssicherstellung ebenso zu dem damals herrschenden hohen Kurse vorgenommen hatte.

#### a) Technik.

E erteilt an A am 1. April Auftrag, an G per 30. Juni \$ 1000 zu seinen Lasten und für Rechnung von F, von dem er zu diesem Termin eine Warensendung erhält, zu vergüten. E benachrichtigt F unmittelbar, daß der Gegenwert des Importgeschäftes ihm bei G per 30. Juni angeschafft wird. Zwischen E und A wird am 1. April auf Grund des Auftrages über \$ 1000 zum Kurse von  $4,86\frac{1}{2}_4$  einen Terminkauf per 30. Juni abgeschlossen. E schafft eine 50%ige Pfunddeckung mit £  $102,17,5\frac{1}{2}$  in laufender Rechnung an, über die er nicht verfügen darf. A trifft zur Ausführung des Auftrages folgende Maßnahmen: Sie kauft \$ 1000 bei B am Fernsprecher und läßt sich diesen Betrag an C durch eine telegraphische Auszahlung überweisen. B unterhält ein entsprechendes Guthaben bei D. Sie weist D telegraphisch an, \$ 1000 an C zu vergüten. Diese Vergütung zwischen den beiden New Yorker Banken vollzieht sich im New Yorker Clearinghaus am 4. April. Bei C werden darauf \$ 1000 vom 4. April bis 26. Juni auf dem Konto des A zu dessen Gunsten verzinst. Am 28. Juni geht bei C ein brieflicher Zahlungsauftrag ein von A, \$ 1000 an G zu vergüten, welchen Auftrag C unter Belastung des Betrages von A am gleichen Tage ausführt. G erhält den Betrag am 30. Juni und ist von ihrem Kunden F darüber verständigt, daß der Betrag für F bestimmt ist. In ein Schema gefaßt, ergibt das Geschäft unter Vernachlässigung einiger Einzelheiten, wie der einzelnen Vorgänge zwischen E und A hinsichtlich der Einschufspflicht und der Kursfestsetzung, sowie der Gut-schrifts-, bezw. Belastungsanzeige von C und D an A und B, folgendes Bild:



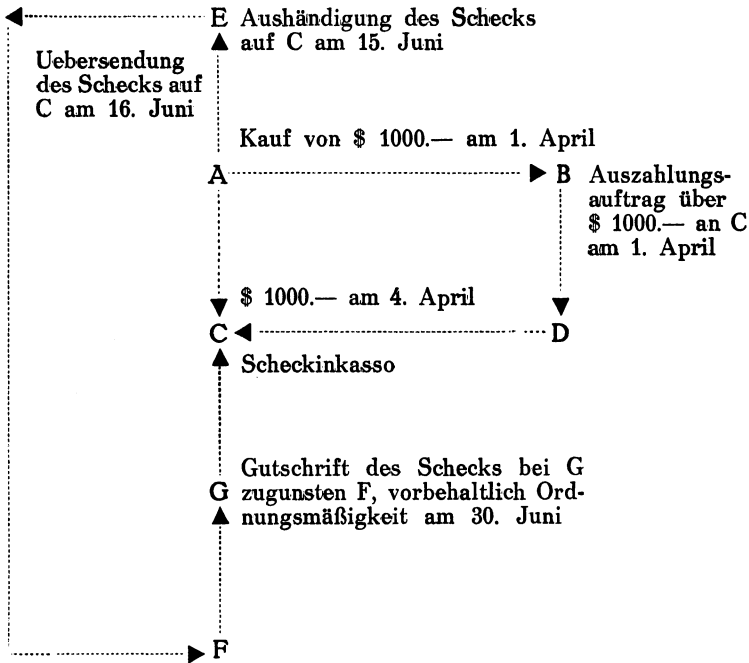
Will E an F statt auf bargeldlosem Wege beispielsweise mit Hilfe eines Schecks bezahlen, so vollzieht sich die Guthabenbildung bei C auf dem Umwege über B und D genau in der hier angegebenen Weise. E erhält einige Tage vor Verfall, etwa am 15. oder 16. Juni, durch A einen Scheck auf C, den er unmittelbar an F übersendet, oder den je nachdem auch A an G übermittelt. Der erste Fall der Überweisung des Schecks von E an F ergibt folgendes Bild: (Siehe Seite 31).

### C. Die Bank als Termindevisenan- und -verkäufer.

Wie wir schon oben ausgeführt haben, hat ein Termindevisenankauf eine Währungsverbindlichkeit, ein Verkauf ein solches Guthaben beim Auslandskorrespondenten als Korrelat zur Folge. Unter der Annahme, daß Beträge und Laufzeiten der einzelnen Terminkauf- und -verkaufskontrakte einander vollkommen gleich sind, würde sich kontenmäßig dargestellt, etwa folgendes Bild ergeben:

Terminkäufe	Terminverkäufe
am 1. I. per 1. IV. . £ 100	am 1. I. per 1. IV. . £ 100
am 15. I. per 15. IV. £ 100	am 15. I. per 15. IV. £ 100

Eine Abdeckung der einzelnen Terminkontrakte durch Kassageschäfte wäre demnach überflüssig, da die einzelnen Terminpositionen ihre Deckung aneinander finden.



Aber es können auch Fälle auftreten, wo nur eine teilweise Abdeckung der Terminengagements durch Kassageschäfte notwendig wird, nämlich dann und nur solange, als Terminkäufe Terminverkäufe der Bank gegenüberstehen. Betrag und Laufzeit treten hierbei, wie weiter unten ausgeführt wird, an Wichtigkeit gegenüber der wesentlichen Voraussetzung zurück, daß Terminkäufe und -verkäufe in einem derart engen Zeitraum getätigt werden können, daß auf eine sofortige Abdeckung durch Kassageschäft deshalb verzichtet werden kann, weil eine abträgliche Kursänderung nicht zu erwarten steht. Nur wenn diese Voraussetzung erfüllt wird, kann jene Deckungspolitik, die jetzt zur Besprechung gelangen soll, eingeschlagen werden. Hierbei sind grundsätzlich vier Fälle zu unterscheiden:

A. Bei Terminkauf eines Betrages, der vor einem Terminverkauf eines kleineren Betrages fällig ist, tätigt die Bank einen Kassaverkauf in der Höhe des Saldos und legt den Grundbetrag für die Zwischenzeit im Auslande an:

Terminkauf	Terminverkauf
am 1. I. per 1. II. . . . £ 300	am 1. I. per 1. III. . . . £ 200
Kompensation: durch Kassaverkauf von £ 100 am 1. I.	

Am 1. II. hat die Bank aus ihrem Terminkontrakt £ 300 zu übernehmen. Sie verwendet diesen Betrag, um zunächst die

durch den am 1. I. getätigten Kassaverkauf von £ 100 entstandene Verbindlichkeit bei ihrem Korrespondenten abzudecken, während sie den Rest von £ 200 bis zum Erfüllungstage des Terminverkaufskontraktes am 1. III. durch kurzfristige Anlage im Auslande bei ihrem Korrespondenten beithält.

B. Die Bank kauft auf Termin einen Betrag, der wiederum größer, aber erst nach einem Terminverkaufsgeschäfte fällig ist. In diesem Falle wird sie den Saldo per Kassa verkaufen:

Terminkauf	Terminverkauf
am 1. I. per 1. III. . . . £ 300	am 1. I. per 1. II. . . . £ 200
Kompensation: durch Kassaverkauf von £ 100 am 1. I.	

Die Bank wird am 1. II. ihren Verkaufskontrakt durch Entnahme eines Betrages von £ 200 auf ihren Korrespondenten erfüllen. Voraussetzung hiefür ist selbstverständlich die schon am 1. I. erfolgte Zusicherung ihres Korrespondenten auf Einräumung eines Kredites von £ 300. Am 1. III. erhält sie von ihrem anderen Kunden auf Grund des Terminkaufkontraktes £ 300, die sie zur Glattstellung ihrer Schuld bei ihrem Korrespondenten verwendet. Das Valutarisiko erscheint deshalb kompensiert, weil durch den am 1. I. getätigten Kassaverkauf in der Höhe des Saldos von £ 100 der Kurs für die Differenz aus den Terminkontrakten gesichert ist.

C. Wenn die Bank einen Betrag per Termin kauft, der kleiner und früher fällig ist, als ein anderer, den sie per Termin verkauft, so tätigt sie einen Kassakauf in der Höhe des Saldos, während der Grundbetrag im Auslande für die Zwischenzeit angelegt wird.

Terminkauf	Terminverkauf
am 1. I. per 1. II. . . . £ 200	am 1. II. per 1. III. . . £ 300
Kompensation: durch Kassakauf von £ 100 am 1. I.	

Am 1. II. werden der Bank aus dem Terminkaufskontrakt £ 200 übergeben, die sie bis 1. III., an welchem Tage sie £ 300 zu überliefern hat, im Auslande anlegt. Die Differenz von £ 100 hat sie bereits am Abschlußtage des Grundgeschäftes zu dem damals herrschenden Kurse beschafft.

D. Hat die Bank einen Terminkauf getätigt, dem ein Terminverkauf gegenübersteht, der hinsichtlich des Betrages größer, der Laufzeit aber kleiner ist als ersterer, so beschafft sich die Bank den Saldo durch einen Kassakauf:

Terminkauf

Terminverkauf

am 1. I. per 1. III. . £ 200      am 1. I. per 1. II. . . £ 300  
 Kompensation: durch Kassakauf von £ 100 am 1. I.

Voraussetzung für eine derartige Kompensation ist selbstverständlich wiederum ein Kredit von £ 200 beim Auslandskorrespondenten. Die Bank erfüllt ihren Terminverkaufskontrakt am 1. II. dadurch, daß ihr ausländischer Korrespondent mit £ 200 in Vorlage tritt. Den Restbetrag von £ 100 hat sie bereits am Abschlußtage des Grundgeschäftes durch einen Kassakauf angeschafft. Am 1. III. übernimmt sie von ihrem zweiten Kunden £ 200, welchen Betrag sie zur Abdeckung ihres Auslandskredites verwendet.

Hiezu ist noch grundsätzlich zu bemerken, daß an Stelle der Kassadeckungsgeschäfte Termingeschäfte in der Höhe der jeweiligen Saldi treten können, wengleich die Durchführung derartiger Manipulationen auf die in früheren Abschnitten besprochenen Schwierigkeiten stoßen wird (siehe S. 19 ff.).

Wie wir bereits hingewiesen haben, ist die jetzt erörterte Deckungspolitik nur dort möglich, wo täglich mindestens ein Terminkauf und ein Terminverkaufsgeschäft durchgeführt wird. Selbstverständlich wird es Zeitläufte geben, wo man von der Praxis der täglichen Kompensationen dann wird abgehen können, wenn durch genaues Studium der betreffenden Kurse eine plötzliche Änderung dieser nicht zu erwarten steht. Hier könnte man allerdings mit der Kompensation einige Tage zuwarten, und eine solche durch ein Kassageschäft in voller Betragshöhe nur dann vornehmen, wenn ein Gegentermingeschäft nicht in diesem Zeitraum aufgegeben würde. Freilich lassen sich grundsätzlich Regeln nicht aufstellen, sondern es muß die Praxis auf der jeweiligen Lage der Dinge basieren.

Im Verlaufe dieser rein theoretischen Untersuchung darf jedoch die Darstellung der Dinge, wie sie sich aus einer vom Prinzipie der Vorsicht geleiteten Politik der Bank ergibt, nicht außer Acht gelassen werden. Hiebei wird angenommen, daß jedes von der Bank abgeschlossene Termingeschäft grundsätzlich sofort durch ein nachfolgendes Kassageschäft gedeckt wird. Eine kontenmäßige Darstellung ergäbe demnach etwa folgendes Bild:

Terminkäufe	Terminverkäufe
am 1. I. per 1. IV. . £ 100	am 1. II. per 1. III. . £ 200
am 15. I. per 1. V. . £ 300	am 15. II. per 1. V. . £ 400
am 20. I. per 10. V. . £ 500	am 1. III. per 30. V. . £ 600
am 1. III. per 15. IV. £ 600	am 1. III. per 15. IV. £ 500
u. s. f.	u. s. f.



Kassaverkäufe	Kassakäufe
am 1. I. bis 1. IV. . . £ 100	am 1. II. bis 1. III. . . £ 200
am 15. I. bis 1. V. . . £ 300	am 15. II. bis 1. V. . . £ 400
am 20. I. bis 10. V. . £ 500	am 1. III. bis 30. V. . £ 600
am 1. III. bis 15. IV. £ 600	am 20. III. bis 20. IV. £ 500
u. s. f.	u. s. f.

Durch diese Kassadeckungspolitik werden beim Auslandskorrespondenten Guthaben geschaffen, bzw. Verpflichtungen hervorgerufen. Den Unterschied beider, den Saldo, können wir demnach definieren als: die zu einem bestimmten Zeitpunkte errechnete Differenz zwischen dem Guthabengesamt und dem Verpflichtungsgesamt. Er ist also eine Größe, die fortdauernd Veränderungen unterworfen ist. Er wird negativ und umso größer sein, je größer die Laufzeit und Beträge der seinerzeit abgeschlossenen Terminkaufsgeschäfte im Vergleich zu den Terminverkaufsgeschäften waren. Damit sind auch gleichzeitig die Gefahren angedeutet, die der Bank dadurch erwachsen, daß sich Terminkaufs- und -verkaufsaufträge hinsichtlich Laufzeit und Betrag nicht die Waage halten. Denn bei Überwiegen der Verkaufengagementes besteht infolge der notwendigen Kassadeckungskäufe die Gefahr der Festlegung zu großer heimischer Mittel im Auslande, während bei Überwiegen der Kaufengagementes die vom Korrespondenten eingeräumte Kredithöchstgrenze infolge der Kassadeckungsverkäufe überschritten zu werden droht. Die Besprechung der Maßnahmen, die die Bank ergreift, ihr unliebsame Nachfrage wie Angebot einzudämmen, ist einem späteren Zeitpunkt vorbehalten (siehe III. Abschnitt, S. 82 ff.).

Uns interessiert hier lediglich der Saldo als solcher und hiebei wiederum der Passivsaldo, dessen Entstehung ja etwa auf saisonale Einflüsse zurückzuführen sein mag. Die daraus gebotene Politik der Bank wird eben deshalb von einer bloßen Erhöhung der Depositsätze<sup>21)</sup> Abstand nehmen, wodurch ihr Kunde vielleicht auf die Durchführung des Geschäftes verzichten könnte, sondern eher darauf abgestellt sein, der Entstehung eines Passivsaldo, der über die Schwelle des ihr eingeräumten Kredites hinausgeht, vorzubeugen. Dazu ist es notwendig, über die zukünftige Entwicklung des Saldo genau unterrichtet zu sein.

Ein Saldo entsteht, um kurz zu wiederholen, aus den Inkongruenzen der verschiedenen Engagements hinsichtlich Betrag und Laufzeit. Besteht er einmal, so ist er demnach an sich wohl eine Ganzheit, in sich jedoch setzt er sich aus vielen

<sup>21)</sup> Bezw. Senkung der Reportsätze.

Stufen hinsichtlich der Fälligkeit zusammen. Würde beispielsweise die Tätigkeit der Bank am Termindevisenmarkt plötzlich abbrechen, so müßte er gemäß der Fälligkeit seiner verschiedenen Posten langsam abbröckeln und endlich zum Zeitpunkt der Fälligkeit des langfristigen Termingeschäftes *ipsa causa* von selbst zu verschwinden, da ja aus den Guthabenposten beim Korrespondenten die Terminverkäufe, aus den Terminverkäufen die Verpflichtungen beim Korrespondenten erfüllt, bzw. abgedeckt werden.

Da wir aber annehmen müssen, daß die Tätigkeit der Bank eine kontinuierliche sei, müssen wir notwendigerweise auch einräumen, daß der Saldo in seiner Höhe und Zusammensetzung täglich, ja sogar stündlich einer Veränderung unterworfen ist. Nun kann und wird die Bank vor die Notwendigkeit gestellt werden, diesen Saldo abzudecken. Wir haben gesehen, wie die Bank die aus Termin- und Kassageschäften erwachsenden Risiken kompensiert, nämlich durch ein nachfolgendes Kassa-, bzw. Termingeschäft. Der Gedanke läge also nahe, auch einen Saldo durch ein Kassageschäft, das durch ein nachfolgendes Termingeschäft gedeckt ist, abzudecken. Wir haben oben ausgeführt, daß der Saldo etwas sich fortwährend veränderliches darstellt, eine Größe, die sich nicht nur ihres Umfanges nach ändern kann, sondern vom Aktivum ins Passivum hinüberwandern kann, je nach dem die den Saldo erzeugenden Termingeschäfte ablaufen und erfüllt werden. Die Bank ist sehr wohl im Stande, die Bewegungen des Saldos aus ihren Büchern vorauszusagen, unter der Voraussetzung selbstverständlich, daß ihre Vertragspartner treu erfüllen. Sie wird also genau wissen, wie lange ein abzudeckender Saldo von bestimmter Höhe bestehen wird und wird deshalb in der Lage sein, das zu seiner Abdeckung getätigte Kassageschäft durch ein Termingeschäft bestimmter Laufzeit zu decken. Mit anderen Worten, sie wird den Termin auf jenen Tag erstellen, an dem der Saldo entweder umschlägt, oder innerhalb die Grenzen des eingeräumten Kredites zurückgeht<sup>22)</sup>.

Bevor wir dieses Kapitel einem Abschluß zuführen, wollen wir noch auf ein paar Worte zu unserem früheren Abschnitte, die Bank als einseitiger Termindevisenkäufer zurückkehren. Wenn wir diesen rein theoretischen Fall in die Wirklichkeit übersetzen, so sehen wir, daß die Bank über die ihr vom Korrespondenten eingeräumte Kreditschwelle hinaus, keine Geschäfte tätigen kann. Erweitern wir diesen Fall auf sämtliche Banken im Inlande, wie er sich praktisch bei großen

---

<sup>22)</sup> Ein anderer, und unter Umständen einfacherer Weg wäre es, sich den nötigen Devisenbetrag auszuleihen und damit den Saldo abzudecken.

Schwankungen einer sehr marktgängigen Auslandswährung darstellt. Hier wird einem großen Angebot von Termindevisen keine Nachfrage als die der Banken gegenüberstehen. Die Hindernisse, die sich die Einzelbank hinsichtlich ihrer Kassa-deckungsgeschäfte entgegenstellen, gelten jetzt für alle Banken des gesamten Landes. Abgesehen davon, daß die Bank sehr bald ihre Verkaufstätigkeit wegen Krediterschöpfung beim Korrespondenten einstellen müßte, müssen wir hier die Frage beantworten, wo und mit wem sie ihre Kassaverkäufe durchführen sollte. Der Inlandsmarkt kommt nicht in Betracht. Bleibt also nur das Ausland. Aber auch hier ist es sehr zweifelhaft, ob sich Kauflustige finden werden, denn das Mißtrauen in eine Währung, falls dieses als Ursache anzusprechen ist, bleibt bekanntlich nicht auf ein Land beschränkt.

Kehren wir nun den Fall um und unterstellen wir, daß einer großen Nachfrage nach Termindevisen kein Angebot gegenüberstehe. Die Banken finden sich also in der Zwangslage, daß sie außerstande sein werden, irgendwelche Verkäufer von Devisen zu finden. Hier ist bereits ein Problem angeschnitten, das späterhin bei Besprechung der Spekulation näher untersucht werden soll (siehe S. 82 ff.). Hier sei nur vorweggenommen, daß die Bank im Terminsatz eine wirksame Waffe hat, ihr unliebsame Nachfrage, wie Angebot, ab-zudämmen.

#### a) Technik.

Die Durchführung der Geschäfte wurde bereits anlässlich der Besprechung der einseitigen Kaufs-, bzw. Verkaufstätigkeit (S. 23 ff. u. 28 ff.) erläutert und sei hiemit nur darauf hingewiesen. Hier sollen nur noch einige allgemeine Gesichtspunkte näher betrachtet werden, wie sie sich aus der Praxis darstellen.

Hinsichtlich der Abnahme eines per Termin gekauften Betrages von der Bank oder der Lieferung eines per Termin verkauften Betrages an die Bank ergibt sich keine unbedingte Bindung an den Verfall, wie wir oben unterstellt haben, jedoch ist diese üblich. Selbst wenn dem Termingeschäft ein echtes Warengeschäft zugrunde liegt, kann dem Kunden von der Bank das Recht eines vorzeitigen Abrufs, bzw. einer vorzeitigen Lieferung eingeräumt werden. In diesem Falle „verlangt die Bank vom Importeur bei Kaufaufträgen einen Ein-

---

<sup>23)</sup> Nach M. Krawinkel: a. a. O. S. 26.

Hiezu bemerkt derselbe Verfasser S. 26: „Abrufungsaufträge sind in der Praxis übrigens eine Seltenheit geblieben; als die Modifikation der Termingeschäfte bei einer einzelnen Bank verdienen sie aber immerhin Interesse. Bei normaler Geschäftslage kann der Kunde auch auf anders-

schuß von mindestens 75% des Valutagegenwertes, während dieser bei reinen Verfallgeschäften mit bis 50% oder auch noch weniger festgesetzt wird<sup>23)</sup>. Andererseits ist die Bank dem Kunden bei Verfall von Terminkäufen bei der Bezahlung eines Imports in jeder Weise behilflich, „beispielshalber, wenn unter unmittelbarer Mitwirkung der Bank bei dem zu Grunde liegenden Warengeschäft dieses mit Hilfe eines Dokumentenakkreditives bezahlt wird, den gekauften Währungsbetrag auch erst nach dem Termin dem ausländischen Devisengläubiger, bezw. dessen Bank überweist, wenn sie die Verladungokumente über die Importware in Händen hat. Umgekehrt stellt sie bei Terminverkäufen hinsichtlich der Devisenlieferung gewisse Ansprüche, die sich daraus erklären, daß sie bei ihrem Gegengeschäft im Ausland Debetpositionen begründet, die sie nicht mit Hilfe eines beliebigen Zahlungsmittels bei Verfall abzudecken vermag. Sie weist darum den Kunden hin, daß er sich den Währungsgegenwert eines Exports von seinem ausländischen Devisenschuldner nach Möglichkeit in der Form eines Schecks übermachen läßt, den sie selbst am Termin an ihren Korrespondenten im Ausland versendet, oder aber noch besser — entsprechend der Zunahme der bargeldlosen Zahlung auch im internationalen Zahlungsverkehr — daß der ausländische Schuldner des Kunden durch seine Bank den Währungsbetrag unmittelbar an ihren Korrespondenten im Ausland mit Hilfe einer brieflichen oder telegraphischen Auszahlung vergütet.“<sup>24)</sup>

Aber abgesehen davon, daß die rechtzeitige Erfüllung hier nur verzögert wird, wird sie nur zu oft überhaupt unmöglich gemacht. Streiks, Kriegsausbruch, Devisenbeschränkungen, Ein- und Ausfuhrverbote, Blockade, Besetzung durch feindliche Truppen, finanzielle Beschränkungen eines Landes durch Sanktionen usf. können es für den Exporteur unmöglich machen, seiner Vertragspflicht gegenüber der Bank nachzukommen, weil er die an die Bank geschuldeten Devisen von seinem Gläubiger nicht erhält. „Die Bank deckt sich je nach dem zu seinen Lasten ein, oder aber sie bewilligt bei nachgewiesenem Nichtverschulden, sowie bei der Möglichkeit des Zustande-

---

artige Weise einen Kauf auf Abruf machen, indem er dann, wenn er die Devisen früher braucht, als das Geschäft fällig ist, sie per Kasse kauft und bei Fälligkeitstag des ursprünglichen Terminkaufes wieder verkauft. Am Fälligkeitstag kompensieren sich dann zunächst der ursprüngliche Terminkauf und der in der Zwischenzeit getätigte Terminverkauf hinsichtlich des Betrages. Hinsichtlich des Kurses vermag sich eine Differenz zu ergeben, die sich mit der Kursdifferenz zwischen dem ursprünglichen Terminkauf und dem Kassakauf in der Zwischenzeit ausgleicht.“

<sup>24)</sup> M. Krawinkel: a. a. O. S. 11.

<sup>25)</sup> M. Krawinkel: a. a. O. S. 24.

kommens des Warengeschäftes nach dem Termin, Prolongation des Terminabschlusses.“<sup>25)</sup>

Umgekehrt treffen den Importeur als Terminkäufer ähnliche Verlustmöglichkeiten, wenn seine Importgeschäfte nicht zustande kommen, weil der Warenschuldner im Auslande nicht liefert, oder die in Frage stehenden Transportgesellschaft streiken. „Die Bank überschreibt den gekauften Devisenbetrag am Verfallstage vom Terminwährungskonto auf das gewöhnliche Währungskonto des Importeurs, wodurch die Kurssicherung entfällt. Besteht jedoch die Möglichkeit des Zustandekommens des ursprünglichen Warengeschäftes auch noch nach dem Verfall des Termingeschäftes, so ist die Bank nach Prüfung der Sachlage auch hier grundsätzlich zur Prolongation bereit.“<sup>26)</sup>

Diesem Kundenrisiko, das sich bei der Bank bei Nichterfüllung oder verspäteter Erfüllung doch wieder nur als Kursrisiko auswirkt, sucht sie dadurch entgegenzutreten, daß sie einen **Einschuß** (mitunter auch einen Nachschuß) fordert, der aber geringer sein wird als bei Abrufgeschäften und bei kleinen Beträgen überhaupt fortbleiben kann<sup>27)</sup>. Die ungleichartige Höhe des Einschusses bei „Abrufungs“- und bei „Verfall“-Käufen erklärt sich aus der Tatsache, daß die Bank bei vorzeitigem Abruf in der Durchführung ihrer eigenen Geschäftsoperationen gestört wird, und dies darum erschweren will. Andererseits jedoch ist ihr die verfrühte Lieferung durchaus erwünscht<sup>28)</sup>, da ihr dadurch die Durchführung der eigenen Geschäftsoperation nur erleichtert wird. Der Einschuß wird hier der gleiche sein, wie bei gewöhnlichen Verfallgeschäften.

Neben der Sicherung gegen das Kundenrisiko verfolgt die Bank aber mit dem Einschußzwang noch den Zweck, eine allzu große Festlegung der Eigenmittel zu verhindern.

Auf die Bedeutung des Einschusses hinsichtlich des Terminsatzes wird seinerzeit noch zurückgekommen werden (siehe S. 52 ff.).

---

<sup>25)</sup> M. Krawinkel: a. a. O. S. 25.

<sup>27)</sup> „Im Verkehr unter den Banken wird eine Sicherheit in der Regel nicht verlangt.“ Bruno Buchwald: Die Technik des Bankbetriebes, 8. Auflage, Berlin, S. 380.

<sup>28)</sup> Hier besteht jedoch die Möglichkeit, daß bei entsprechender Währungsentwicklung der erklärungsberechtigte Exporteur sich auf dem Markte per Kassa eindeckt, und die billig beschafften Devisen vor Ablauf der Fälligkeit zu dem vereinbarten Kurse an die Bank abführt, von der Erwartung ausgehend, daß bis zum Eingang der Exportdevisen ein Rückschlag eingetreten ist. Zu einem entgegengesetzten Schritt ist entsprechenden Falles der Importeur in der Lage.

#### 4. Termingeschäft — Kassa-Kostgeschäft.

##### a) Das Kostgeschäft.

(Geschichte, Wesen, Terminologie, Markt.)

Wenn wir die Erkenntnisse unseres vorigen Kapitels kurz wiederholen dürfen, so ist festzustellen, daß Terminkäufe Kassaverkäufe, also eine Vermehrung der Barmittel der Bank, Terminverkäufe eine Verminderung solcher zur Folge haben. Halten sich aber beide hinsichtlich Laufzeit und Betrag ungefähr die Waage, so werden sich naturgemäß auch die aus Kassaverkäufen stammenden Beträge mit den aus Kassakäufen entstandenen Bindungen kompensieren, oder mit anderen Worten, die Bank kann solcherart Devisengeschäfte betreiben, ohne auch nur einen Pfennig aus eigener Tasche aufzuwenden. Die Behauptungen *Bachenheimers*<sup>29)</sup>, „. . . ein einfaches Kassageschäft . . . wird für die meisten Banken kaum in Betracht kommen können, da durch ein derartiges Vorgehen die Liquidität der Firmen eventuell in Frage gestellt werden könnte“, oder *Steckners*, der derselben Meinung ist, wenn er ausführt: „Kauf . . . per Kassa kommt für die Bank ebenso wenig wie für den Kaufmann in Frage, sie legt Kapital fest und verringert ihre Liquidität<sup>30)</sup> sind demnach nur mit einer Einschränkung richtig und gerechtfertigt: Die Liquidität der Bank kann nur dann in Frage gestellt werden, wenn die Terminverkäufe die Terminkäufe übertreffen.

Wie aber *Bachenheimer*<sup>31)</sup> darstellt, ist die Marktorganisation tatsächlich derart, daß auf der einen Seite Devisenfirmer stehen, die überwiegend Devisen auf Termin verkaufen und dadurch aus den Deckungsgeschäften per Kassa Devisen zur freien Verfügung haben, während ihnen die Mittel zur Bezahlung dieser Devisen fehlen; ihnen stehen auf der anderen Seite wieder Banken gegenüber, die in der Hauptsache Termindevisen kaufen. Diesen mangeln die ausländischen Zahlungsmittel, um ihren Lieferungsverpflichtungen aus den Ausgleichsgeschäften nachzukommen, während sie die Gegenwerte der Valuten aus jenen Umsätzen zur freien Verfügung haben. Diejenigen Banken, die zur Erfüllung ihrer Deckungsgeschäfte Devisen benötigen, entleihen sie von denjenigen, welche sie aus anderen Termindevisengeschäften bis zu deren Erfüllungstage zur freien Verfügung haben. Die zu Leihen disponiblen Devisen rühren gleichfalls aus Termindeckungsgeschäften her;

---

<sup>29)</sup> Wilhelm *Bachenheimer*: Das Devisenleihgeschäft insbesondere das Swapgeschäft in Deutschland nach dem Kriege, Berlin 1930, S. 23.

<sup>30)</sup> Rolf *Steckner*: Das Swapgeschäft, Frankfurter Dissertation 1933, S. 115.

<sup>31)</sup> W. *Bachenheimer*: a. a. O. S. 24.

kausal, wenn auch nicht notwendigerweise chronologisch, wird sich die Reihenfolge so darstellen:

Die Bank hat Devisen auf Termin gekauft, sie verkauft sie sofort per Kassa, ist nun bezüglich des Kurses gedeckt, und hat Zeit, sich jemand zu suchen, der ihr den gleichen Betrag bis zum Fälligkeitstage des Termingeschäftes in Kost gibt. Mit den Devisen, die sie aus dem Kostgeschäft erhält, erfüllt sie das Kassageschäft, und mit dem Gelde aus dem Kassageschäft bezahlt sie von dem Terminverkäufer die Devisen, die sie dem Kostgeber zurückliefert, und mit dem von dem Kostgeber zurückerhaltenen Gegenwert bezahlt sie den Terminverkäufer.

Beim Terminverkauf verläuft die Sache umgekehrt: Die Bank hat Devisen auf Termin verkauft; sie wird sofort per Kassa kaufen, wodurch sie bezüglich des Kurses gedeckt ist, und nun jemand suchen, dem sie den gleichen Betrag bis zum Fälligkeitstage des Termingeschäftes in Kost geben kann. Mit dem Gelde, das sie aus dem Kostgeschäft erhält, erfüllt sie ihr Kassageschäft. Am Fälligkeitstage wird sie die Devisen, die sie vom Kostnehmer zurückerhält, dem Terminkäufer übergeben und mit der Kaufsumme hiefür ihre dem Kostnehmer gegenüber eingegangene Schuld tilgen.

Das Devisenleihgeschäft ist schon vor dem Kriege bekannt und Sztankovits<sup>32)</sup> ist (unserer Meinung nach) der erste, der es unter dem Namen Prolongationsgeschäft einer theoretischen Untersuchung unterzieht. Zweck der Devisenleihgeschäfte jener Zeit war vornehmlich die Erzielung von Gewinnen aus der Zinsarbitrage und nicht die Kurssicherung, was ja ganz verständlich ist, wenn man die Stabilität der Währungen und daraus andererseits die Tatsache in Betracht zieht, daß sonst die „niedrigen Gewinnmargen aus der Wechselfension von den Kosten der Kurssicherung aufgezehrt worden wären“<sup>33)</sup>. „Es haben die Zinsarbitrageure es vorgezogen, das Risiko bis zum Endtermin selbst zu laufen, d. h. mit dem legitimen Geschäft der Ausnützung der Zinsfußunterschiede das illegitime einer Devisenspekulation zu treiben.“<sup>34)</sup> Über das Ausmaß dieser Umsätze äußert sich Palyi<sup>35)</sup> folgendermaßen: „Dem internationalen Geldmarkt standen für

---

<sup>32)</sup> Philipp v. Sztankovits: Preisbildungstheorie der Zeitdevisen in „Österreichische Handelsschulzeitung“, Band 1909, S. 479—487.

<sup>33)</sup> R. Steckner: a. a. O. S. 12.

<sup>34)</sup> Arthur Reitler: Devisenverkehr und Devisenpolitik unter besonderer Berücksichtigung der Kriegsereignisse, Züricher Dissertation 1917, S. 30, zitiert bei R. Steckner: a. a. O. S. 11.

<sup>35)</sup> Melchior Palyi: Internationale Kapitalwanderungen und ihre weltwirtschaftliche Bedeutung. In das „Werden in der Weltwirtschaft“, herausgegeben von der Industrie- und Handelskammer Berlin, 1926, S. 105.

die sogenannte Zinsarbitrage nur relativ geringe Beträge zur Verfügung. Relativ: im Vergleich zu dem inneren Umsatz auf den inneren Geldmärkten. Es waren die Spitzenbeträge in Händen der Großbanken und großen Finanziers, die dazu dienten, im Wechselpensionsgeschäft, durch Effektenarbitrage und in anderen technischen Formen die Zinsspanne zwischen verschiedenen Geldmärkten auszunutzen.“

Anders wurde jedoch die Lage nach dem Kriege. „Es mußte in Deutschland erst zu einem Währungsverfall kommen, damit dem Devisenkostgeschäft gewisse Aufmerksamkeit zugewandt wurde“, führt Bachenheimer<sup>36)</sup> aus. Während der Markbaisse hatten sich große Guthaben Deutscher im Auslande angesammelt, und zwar abgesehen von Steuerrückichten hauptsächlich aus dem Bestreben, sich in der Kalkulation von Devisenschwankungen überhaupt unabhängig zu machen. Der deutsche Fabrikant bezahlte aus diesem Guthaben seine Rohstoffankäufe und füllte sie mit seinem Exporterlös wieder auf. Diese Art von Verwendung und der Umstand, daß viele Guthaben im Ausland überhaupt nur zu dem Zweck begründet wurden, der inländischen Entwertung zu entgehen („Flucht vor der Mark“), brachten es mit sich, daß diese so angelegten Kapitalien, sieht man von den geringen Habenzinsen ab, gänzlich oder zum Teile fruchtlos festlagen, die Besitzer also andererseits das Bestreben hatten, diese Devisen irgendwie einer günstigeren Verwertung zuzuführen, ohne sie aber aus der Hand zu geben.

Auf der andern Seite bestand im Reiche selbst eine rege Nachfrage nach Devisen, der nur ein geringes Angebot gegenüberstand, „sodaß an der Börse Repartierungen auf 10—20% oder noch weniger der nachgefragten Beträge an der Tagesordnung waren“<sup>37)</sup>. Infolgedessen konnte derjenige, der Devisen benötigte, nahezu mit Sicherheit darauf rechnen, daß er sie nicht in der erforderlichen Menge bekam.

„Diese Verhältnisse führten dazu, daß alle diejenigen, die Devisen zu Einkaufszwecken benötigten und hoffen konnten, sie eines Tages in irgend einer Weise wieder zu erlangen, die Devisen, die sie nicht kaufen konnten, von jenen Devisenbesitzern zu entleihen suchten, wodurch sie sich gleichzeitig eine Sicherung gegen einen doch immerhin möglichen Kurssturz der Devisen verschafften.“<sup>38)</sup> Diesen Weg schlugen nicht nur die reinen Veredelungsbetriebe ein, also die Betriebe, die Rohstoffe einfuhrten, und die daraus hergestellten Fabri-

---

<sup>36)</sup> W. Bachenheimer: a. a. O. S. 26.

<sup>37)</sup> J. Vogel: a. a. O. S. 18.

<sup>38)</sup> J. Vogel: a. a. O. S. 19.



kate wieder ausführten, sondern jeder Betrieb, der nur irgendwie für seinen Bedarf etwas aus dem Auslande benötigte und irgendwelche Mengen von Fabrikaten ausführte, benützte dieses Verfahren. Ja, noch weiter, auch solche Betriebe, die nur einführten und gar nicht ausführten, suchten aus dieser Möglichkeit Nutzen zu ziehen: Gerade in jener Zeit machte die Valutafakturierung inländischer Geschäftsabschlüsse wieder einmal von sich reden.

„Die Form“, fährt Vogel<sup>39)</sup> fort, „in der sich dieses Leihgeschäft vollzog, war die alte, vom Effektengeschäft her bekannte Form des Reportgeschäftes, Kauf zum Tageskurs und Rückkauf per einen oder einige Monate später zu demselben Kurs abzüglich oder zuzüglich einer beim Abschluß des Geschäftes festgelegten, durch die Marktlage bedingten Vergütung für den einen oder andern Teil“. Der Unterschied zum Effektenreportgeschäft bestand und besteht darin, daß man nicht mehr von Ultimo zu Ultimo abschloß, um dann nach einem einheitlichen Liquidationskurs zu regulieren, sondern die Geschäfte wurden an jedem Tage zu jedem beliebigen Termin getätigt, wodurch sich der spekulative Charakter des ersteren von dem aus der wirtschaftlichen Notwendigkeit geborenen des zweiten glatt abhebt. Wir können demnach definieren:

Das Devisenkostgeschäft ist ein Devisenkauf mit vereinbarter Rückkaufsverpflichtung auf Termin, an welchem Tage in der Regel eine am Geschäftsabschlußtage vereinbarte Vergütung an einen der Partner zu leisten ist<sup>40)</sup>.

Wenn es der hauptsächlichste Zweck des Reportgeschäftes war, sich Geld zu beschaffen, und der Baissier nur seltener sich dieses bediente, um die zur Prolongation seiner Spekulation notwendigen Stücke zu beschaffen, so ist in der Zeit, in der das Devisenkostgeschäft erstmalig als besonderer Geschäftszweig des Devisenhandels in Erscheinung tritt, die

---

<sup>39)</sup> J. Vogel: a. a. O. S. 19.

<sup>40)</sup> Anders Wilhelm Kalveram: Bankbetriebslehre in „Die Handelshochschule“, Berlin 1927 ff., Band 1, S. 1410: „Das Wesen des Swaps besteht darin, daß jemand eine Devisen für eine bestimmte Zeit hingibt (ausleiht) und dafür eine andere Devisen, bezw. die Inlandswährung herinnimmt (in Zahlung nimmt).“

Anders W. Bachenheimer: a. a. O. S. 4: „Es ergibt sich somit, daß unter einer Devisenleihe die zeitweilige Eigentumsübertragung ausländischer Kredit- und Zahlungsmittel zu verstehen ist. Gleichzeitig mit dem Empfang der Devisen erwirkt der Nehmer das volle Verfügungsrecht über die ihm geliehenen ausländischen Kredit- und Zahlungsmittel. Nach der bei Eingang des Geschäftes verabredeten Zeit erstattet er dann die Werte in gleicher Art nebst einem Entgelt dem Geber zurück.“

Devisenleihe sein ursprünglicher Sinn. Der Unterschied in dem ursprünglichen Motiv beider Kostgeschäfte kommt denn auch im Gebrauche der technischen Bezeichnungen zum Ausdruck. Den Kursaufschlag, der meist bei Rückgabe der Wertpapiere im Effektingeschäft in Anrechnung kommt, bezeichnet man als Report. Beim Devisenkostgeschäft hingegen verwendet man „um das Jahr 1921 und auch später, als die Lage am Devisenmarkte und damit der Anlaß der Schiebungs geschäfte, wie man das Devisenkostgeschäft auch in jener Zeit oft bezeichnete, sich geändert hatte, den Kursabschlag Report und den seltener vorkommenden Kurszuschlag Deport“<sup>41)</sup>. Angebot am Reportmarkt bedeutet demnach Devisenangebot, Nachfrage Devisennachfrage. Nachdem aber im Jahre 1923 infolge der starken Entwertung der deutschen Währung das Devisenkostgeschäft gegen Mark und das Termingeschäft in Devisen zum Erliegen gekommen war, hatte sich nach Wiederaufleben dieser beiden Geschäfte die Lage insoferne geändert, daß nicht mehr wie ehemals der Mangel an Devisen den Anlaß zu diesen Umsätzen bot, sondern — gleich dem Effektenkostgeschäft — die Geldnot. „Wir finden darum auch seit dieser Zeit bis zum heutigen Tage die technischen Bezeichnungen in beiden Geschäftsarten im gleichen Sinne angewandt. Report bedeutet Kurszuschlag zu dem Kassakurs, Deport Kursabschlag vom Kassakurs.“<sup>42)</sup>

Wegen der Mißverständnisse, die sich insbesondere im telephonischen Verkehr infolge der Gleichlautigkeit der Worte Report und Deport ergeben können, hat man daneben noch andere Bezeichnungen in den Sprachgebrauch aufgenommen; so bedeutet „Geld“ Devisennachfrage und „Brief“ Devisenangebot am Reportmarkt<sup>43)</sup>.

Ferner haben die Ausdrücke Leihgeschäft, in Kost nehmen, in Kost geben, Swapgeschäft, swappen, Eingang gefunden, oder man spricht von Schiebung London, Schiebung Amster-

<sup>41)</sup> W. Bachenheimer: a. a. O. S. 30.

<sup>42)</sup> W. Bachenheimer: a. a. O. S. 30.

<sup>43)</sup> J. Vogel: a. a. O. S. 21, führt hierzu ein Beispiel an: „Wurde etwa zu der Zeit, als der Sterling auf M. 1400 stand, Schiebung London mit 7 B. 3½ G genannt, so bedeutete das, daß eine Bank Sterling auf 1 Monat in Kost erhalten konnte mit einem Kursabschlag von M. 7 pro £ und Sterling in Kost geben konnte mit einem Kursabschlag von M. 3½ pro £. Das heißt, sie konnte Sterling per Kassa kaufen zum Mittelkurs des letzten Tages — wir nehmen ihn mit 1400 an — und diese per 1 Monat später zurückverkaufen zu 1393, oder sie konnte Sterling per Kassa verkaufen zu 1400 und sie per 1 Monat später zu 1396½ zurückkaufen. Wurde aber Schiebung London mit 3½ B, 7 G genannt, so bedeutete das, daß die Bank Sterling auf 1 Monat in Kost erhalten konnte mit einem Kurszuschlag von M. 3½ pro £ und in Kost geben konnte mit einem Kurszuschlag von M. 7 pro £. Das heißt (die Kassageschäfte

dam, wobei Schiebung verkaufen Devisen leihweise abgeben und Angebot am Schiebungsmarkt Angebot leihweiser Abgabe von Devisen zu bedeuten hat.

Es wird hier die Frage auftauchen, aus welcher Quelle die Devisen herrühren, die zum Kostgeschäft verwendet werden. Bei dem regulären Kassageschäft ist es der Korrespondent der Bank, der, wie wir gesehen haben, als Devisenlieferant herangezogen wird, sofern die Bank als Terminkäufer fungiert. Und umgekehrt ist es wieder der Korrespondent der Gegenbank, der sie indirekt mit den nötigen Kassadevisen versieht, wenn sie als Terminverkäufer auftritt. Dem Devisenvolumen wird also ein in seiner Höhe vollkommen gleichartiges (Inlands)geldvolumen entsprechen. Erfahren die Terminumsätze eine Ausweitung in beiden Richtungen (Kauf und Verkauf), so werden auch die (Inlands)geldumsätze eine dementsprechende Ausweitung erfahren. Wir haben bewiesen, daß in einem ideellen Markt, in dem nur eine Bank als Termindevisenhändler aufträte, Barmittel überhaupt nicht beansprucht zu werden brauchten. Da diese theoretische Unterstellung mit der Wirklichkeit nichts gemein, ja wir sogar nach Bachenheimer eine strenge Zweiteilung der am Devisenterminmärkte befaßten Banken in der Weise festzustellen haben, daß einer Gruppe von Kaufs- eine andere von Verkaufsbanken gegenübersteht, müssen wir einräumen, daß, soferne die Terminkaufs- und Verkaufsgeschäfte sich die Waage halten, Devisenschuld und Devisenguthaben bei den bezüglichen Korrespondenten einerseits, (Inlands)geldhäufung und Geldabgabe im Inlande bei den bezüglichen Banken andererseits in der Weise aufgespaltet werden, daß sie, miteinander kompensiert, auf 0 reduziert werden würden. Wenn wir weiters unterstellen, daß neben dem Termindevisenhandel ein reiner Devisenhandel nicht bestünde, so kommen wir zu dem Schlusse, daß sich die Gesamtumsätze in Devisen auf den sich im Durchschnitte

---

wieder zu 1400 vorausgesetzt), sie hatte erhaltene Sterling nach 1 Monat zu 1403 $\frac{1}{2}$  zurückzuliefern und erhielt hineingegebene Sterling zu 1407 zurück. Ob es sich um Abschlag oder Zuschlag handelte, ergab sich bei der Nennung aus der Stellung des Briefkurses zum Geldkurse. Stand ersterer höher, so handelte es sich um einen Abschlag, stand er niedriger als letzterer um einen Zuschlag . . . Tritt ein Kursabschlag ein, so vermindert er den Marktbetrag des Termingeschäftes, der Kursabschlag bedeutet eine Vergütung für den Geber. Wer einen Briefkurs nennt, will Geber (von Devisen) sein, er wird den Abschlag also möglichst hoch nennen. wer einen Geldkurs nennt, will Nehmer sein, er wird den Abschlag möglichst niedrig haben wollen; also muß beim Abschlag der Briefkurs höher sein als der Geldkurs (7 B, 3 $\frac{1}{2}$  G). Der Kurszuschlag ist eine Vermehrung des Marktbetrages des Termingeschäftes, eine Vergütung für den Nehmer. Der den Briefkurs nennende Geber will ihm möglichst niedrig, der den Geldkurs nennende Nehmer möglichst hoch haben; daher steht bei Zuschlag der Geldkurs über dem Briefkurse (3 $\frac{1}{2}$  B, 7 G).“

ergebenden Betrag der Termindevisenumsätze beschränken müßten. In praxi jedoch wird von den Banken nicht nur Material aufgekauft, das aus Terminumsätzen herrührt, sondern zum weitaus größten Teile solches, das infolge der Glattstellungspolitik im reinen Devisenhandel veräußert werden muß. Es ist also hier der Terminmarkt vollständig mit dem gesamten Devisenmarkt eng verknüpft, sodaß seine Ausdehnung technisch unbegrenzt erscheint<sup>44</sup>).

Wenn wir jetzt auf das Kostgeschäft als Abdeckungsmaßnahme der Bank zurückkommen, so sehen wir, daß der Markt hier noch weiter ausgedehnt ist. Hier kommt zum reinen Devisenmarkt noch der Kostmarkt hinzu, dessen eigentliche Aufgabe es ist, zeitweilig verfügbare Devisen solchen zur Verfügung zu stellen, die sie zeitweilig brauchen. Freilich wird das Devisenleihgeschäft zu den verschiedensten Zwecken herangezogen. Aber der wesentlichste Unterschied zum reinen Kassadeckungsgeschäft liegt bei jenem in der Bedeutung des Korrespondenten, der zugunsten des aus- oder inländischen Kapitalisten, bzw. Spekulanten zurücktritt.

Von der Geldseite her gesehen bietet die Kuppelung Kassa-Kostgeschäft den Vorteil, daß die Bank, wie aus den obigen Ausführungen ersichtlich, die Festlegung von Barmittel umgeht, obwohl hier nochmals betont werden soll, daß in einem „ideellen Markte“ Geldmittel überhaupt nicht vonnöten sind. Die hieran sich knüpfenden Probleme werden im zweiten Teil dieser Arbeit einer theoretischen Prüfung unterzogen werden.

Hinsichtlich des Termingeschäftes als Abdeckungsmaßnahme der Bank ist zu bemerken, daß mit Rücksicht auf die weiter oben schon angeführten Schwierigkeiten dieser Markt selbstverständlich ein sehr beschränkter sein muß.

Wir haben somit drei Entwicklungsstufen in der Deckung des Termingeschäftes kennen gelernt.

1. Termingeschäft gegen Termingeschäft.
2. Termingeschäft gegen Kassageschäft.
3. Termingeschäft gegen Kassa + Kostgeschäft.

Es wird dem zweiten Teil der Arbeit vorbehalten sein zu untersuchen, wann und welchen Weg die Bank einzuschlagen hat und einschlagen wird.

## b) Technik.

An der Hand eines Beispiels, das wir Bachenheimer<sup>45</sup>) entnehmen, wollen wir nun die praktische Durchführung einer

<sup>44</sup>) Über den Devisenmarkt siehe S. 70 ff.

<sup>45</sup>) W. Bachenheimer: a. a. O. S. 24.

Abdeckungsoperation durch Kassa und Kostgeschäft dartun:

Nehmen wir an, daß ein Exporteur in Deutschland am 1. Jänner seiner Bank £ 1000.— gegen Mark verkaufen will. Dieser Betrag stehe ihm aus einer Warenlieferung an eine englische Firma nach Ablauf der drei Monate Ziel zur Verfügung. Sofern das Institut diese Summe nicht wieder unmittelbar in einem Termingeschäft veräußern kann, wird es das Risiko, das in einer Änderung des Pfundkurses bis zum 1. April begründet liegt, abwälzen. Es verkauft den in Betracht kommenden Betrag am 1. Jänner per Kasse und erhält dann den Tageskurs, den wir mit M. 20.38 per 1 £ annehmen wollen, muß aber mit dem Betrag der verkauften Pfunde bis zum 1. April in Vorlage treten. Die fremdländische Währung kann sich die Bank durch ein Kostgeschäft beschaffen. Sie leiht die Mark im Tausch gegen englische Pfunde bis zum 1. April aus. Sofern nun Markgeld am 1. Januar auf drei Monate mit 6% gesucht ist und dagegen Pfunde auf dieselbe Zeit mit 4.8% angeboten sind, wird derjenige, welcher die Mark im Tausch gegen Pfunde entleiht, bereit sein, bei Auflösung des Geschäftes am 1. April diese Zinsdifferenz von 1.2% p. a. gleich 0.3% per 3 Monate besonders zu vergüten. Er wird, obwohl er den gleichen Pfundbetrag, den er verliehen hat, zurückerhält, bereit sein, für jedes zurückerhaltene £

M. 20.38
<u>zuzüglich M. 0.06 (ist gleich 0.3%)</u>
also insgesamt M. 20.44

zu vergüten. Die Bank wird das Kostgeschäft also folgendermaßen abwickeln:

1. Januar	1. April
+ 1000.— £ zu 20.38 per Kassa	— 1000.— £ à 20.44
— 20.380.— M. per Kassa	+ 20.440.— M. per Termin

Hier bemerken wir auch schon jene Schwierigkeiten, die anlässlich des Termin-Termingeschäftes zur Besprechung gelangten. Während es relativ einfach ist, einen beliebigen Betrag per Kassa zu veräußern, bzw. zu kaufen, wird es schwierig sein, irgend einen solchen in Kost zu geben, bzw. zu erhalten. Ganz abgesehen davon ist aber auch noch der Termin zu berücksichtigen, bezüglich dessen alle, bereits oben ausgeführten Bedenken Platz haben. Die Frage nach der Herkunft der Devisen, die im Kostgeschäft Verwendung finden, und die wir schon oben erwähnt haben und später noch einmal besprochen werden soll, erscheint uns auch hier als sehr wichtig. Sind es vorwiegend Industrielle oder Händler, die Devisen zeitweise zur Verfügung stellen wollen, so wird es für eine

Bank schwierig sein, einen Betrag zu irgend einem Termin in Kost zu bekommen, denn die Kostgeber werden sich abgesehen vom Leihsatz auch von den Verwendungsmöglichkeiten der hereingenommenen Inlandswährung leiten lassen. Im Bank- zu Bankverkehr dürften derartige Schwierigkeiten wohl weniger ins Gewicht fallen. Wir sehen also, daß es auch hier der Markt und seine Organisation ist, die den Ausschlag geben. Auf Märkten wie London, New York, werden derartige Operationen auf wenig oder gar keine Hindernisse stoßen.

## **II. Die Theorie des Termindevisengeschäftes.**

Während wir im ersten Teil unserer Arbeit es vermieden haben, auf die Probleme, die sich kostenmäßig an den Abschluß von Devisentermingeschäften knüpfen, näher einzugehen, und nur dort, wo es uns notwendig erschien, diese angedeutet wurden, soll sich dieser zweite Teil ausschließlich mit ihnen befassen. Wir sehen in ihnen gewissermaßen die Theorie des DTG. und der Grund, warum wir diese erst jetzt zu Worte kommen lassen, liegt in der Tatsache begründet, daß ein umgekehrter Weg die Verwirrung und das Mißverständnis, das sich um das ganze Gebiet wie ein Schleier ausbreitet, nur vergrößert hätten.

Wir definieren mit Vogel<sup>1)</sup> den Terminsatz „als die Kursdifferenz zwischen einem tatsächlichen Termingeschäft und einem gedachten Kassageschäft gleicher Richtung, die Vergütung, die einer der Kontrahenten eines Devisengeschäftes für die Hinausschiebung der Erfüllung zahlt“. Der Terminkurs demnach ist Kassakurs zuzüglich oder abzüglich des Terminsatzes.

Hieraus folgt, daß die Vergütung einmal von dem einen, einmal von dem andern Kontrahenten zu entrichten sein wird, oder mit anderen Worten ausgedrückt, daß der Terminsatz über, bzw. unter dem Kassakurs liegen wird. Die Frage, die uns hier also zunächst zu beschäftigen hat, ist die, wann und warum dieser Preisunterschied zwischen Kassa- und Termingeschäft eintreten wird, und was er bedeutet.

### **I. Der Terminsatz beim Termin-Kassageschäft.**

#### **A. Die Zinsdifferenz als richtunggebender Faktor.**

Kehren wir wieder zum ersten Teil unserer Arbeit zurück und untersuchen wir, welche Kalkulation eine Bank aufmachen wird, wenn ihr einerseits Termindevisen zum Kaufe

---

<sup>1)</sup> J. Vogel: a. a. O. S. 36.

angeboten werden, und wenn sie andererseits als Termindevisenverkäufer fungieren soll. Wir wollen hiebei unterstellen, daß in dem betreffenden Lande Terminkurse überhaupt nicht oder nur mangelhaft veröffentlicht werden, — was leider oft auch tatsächlich der Fall ist. Ferner wollen wir hiebei an der obigen sich für unsere theoretische Untersuchung sehr nützlich erweisenden Zweiteilung, die Bank als einseitiger Termindevisenkäufer und die Bank als einseitiger Termindevisenverkäufer festhalten. Wir wollen endlich annehmen, daß allen folgenden Untersuchungen ein einheitlicher Termin von drei Monaten zu Grunde gelegt wird, wobei wir selbstverständlich des Termines an anderer Stelle nochmals ausführlich gedenken werden. Zum Schlusse wollen wir noch bemerken, daß wir alle anderen Faktoren, wie Risikoprämie, Gebühren, Gewinnstmarginen usw., die auf die Terminsaterstellung von Einfluß sind, einer späteren Untersuchung vorbehalten, und uns hier lediglich darauf beschränken, den Terminkurs, i. e. jenen Preis, der sich losgeschält von allem anderen Faktoren ergeben müßte, zu errechnen.

#### a) Die Bank als Termindevisenverkäufer.

##### 1. Der Zinssatz über pari (im Ausland höher).

Die Abdeckung Termingeschäft contra Termingeschäft vorläufig vernachlässigend sei hier nochmals in Erinnerung gerufen, daß der Abdeckung eines Terminverkaufs bei nachfolgender Kassaoperation eine sofortige Überweisung von Devisen an den Korrespondenten folgen wird. Auf diese Weise wird die Bank einerseits ihre Bargeldbestände im Inlande verringern, andererseits ihr Devisenguthaben im Auslande vergrößern oder ein solches begründen. Es ist ganz natürlich, daß die Bank eine solche Maßnahme dann begrüßen wird, wenn die Devisen im Auslande mehr Zinsen einbringen würden, als sie als inländisches Geld am heimischen Markte erzielen könnten. Nehmen wir beispielsweise an, der Zinssatz für Dreimonatsgeld betrage am Markte der betreffenden Devisen — in Zukunft DM. genannt — 2%, und der im Inlande herrschende nur 1%, so ist es wohl ganz verständlich, daß die Bank bei einer Kalkulation zum Kassakurs, die Differenz von 2% — 1% = 1% als Gewinn realisieren wird. Würde sie den Preis über Kassakurs anstellen, so würde der Gewinn mit diesem Betrage über die Differenz von 1% hinausgehen.

Aber jede andere Bank ist in der gleichen Lage und kann also und wird auch, um das Geschäft für sich zu versichern, ihrem Kunden billigere Sätze offerieren. Sie wird also auf diese Weise ebenso alle anderen Banken zwingen, mit ihren Sätzen herunterzugehen. Wo die Untergrenze liegt, ist

aus dem obigen ganz einfach zu folgern, nämlich 1% unter dem Kassakurs, da die Bank bei einer Preisstellung zum Kassakurs ein Prozent als Gewinn realisiert. Dieses eine Prozent ist also der Spielraum, innerhalb dessen der Kurs je nach der Größe des Wettbewerbs schwanken wird.

Zusammenfassend können wir also feststellen, daß Terminquotierungen für den Verkauf von Devisen eines Landes mit höherem Zinssatze mit dem Betrage unter dem Kassakurse liegen werden, der der Differenz entspricht, die in dem betreffenden Termin auf dem Markte höheren Zinssatzes über dem niederen Zinssatzes erzielt werden kann. Beides, sowohl Unter- wie Obergrenze, wird durch das Ausmaß des Wettbewerbs bestimmt. Nach unten jedoch findet der Terminuskurs seine natürliche Grenze durch die Zinssatzdifferenz.

## 2. Der Zinssatz al pari.

Wir haben unterstellt, der Dreimonatszinsatz am DM. übersteige den des heimischen Marktes. Wie wird nun die Bank kalkulieren, wenn er al pari stünde. Da die von ihr am Inlandsmarkte per Kassa gekauften Devisen am ausländischen Markte ihr genau denselben Zinsenertrag brächten, wie sie durch das zu deren Ankauf benötigte Dreimonatsgeld an Zinsen im Inlande einbüßt, so wird bei Zinssatzparität der beiden zum Vergleich herangezogenen Märkte der Terminuskurs für den Verkauf von Devisen gleich dem Kassakurs sein.

## 3. Der Zinssatz unter pari (im Inland höher).

Nehmen wir nun den dritten und letzten denkbaren Fall an, der Zinssatz am DM. liege um 1% unter dem des heimischen Marktes, i. e., um bei unserem Beispiele zu bleiben, er betrage pro Quartal am DM. 1% und 2% im Inlande. Die Bank hat also Zinsenkosten von 2% für das Dreimonatsgeld, das sie für den Kassakauf der Devisen benötigt. Am DM. erzielt sie für die Devisen allerdings 1%. Sie würde also bei einer Kalkulation zum Kassakurs einen Verlust von 1% erleiden. Nur bei einer Preisanstellung von 1% über Kassakurs wird sie ohne Verlust herauskommen, und jeder Betrag darüber hinaus bedeutet Gewinn. Der Wettbewerb allerdings wird die Preisanstellung auf die Untergrenze von 1% über Kassakurs herabzwingen.

Zusammenfassend können wir demnach sagen, daß Terminquotierungen für den Verkauf von Devisen eines Landes mit niederen Zinssatze mit dem Betrage über dem Kassakurse liegen werden, der der Differenz entspricht, die in dem betreffenden Termin auf dem Markte höheren über den niederen Zinssatzes erzielt werden kann.



## b) Die Bank als Termindevisenkäufer.

### 1. Der Zinssatz über pari (im Ausland höher).

Ein Termindevisenkauf der Bank erfordert einen Kassaverkauf. Ein Kassaverkauf bedeutet die Begründung einer Verpflichtung beim Korrespondenten und eine Vermehrung der liquiden Mittel im Inland.

Kehren wir wieder zu unserem alten Beispiel zurück und nehmen wir wieder an, der Zinssatz für Dreimonatsgeld betrage im Inland 1% und im Auslande 2%. Aus der Verpflichtung im Auslande werden der Bank also an Zinsenkosten 2% erwachsen, die allerdings um den einprozentigen Zinsenertrag im Inlande verringert werden. Bei Preisanstellung zum Kassakurs würde sie demnach einen Verlust von 1% erleiden. Um diesen zu vermeiden, wird sie deshalb um diesen Betrag unter Kassa offerieren, wobei dieser Kurs die Untergrenze darstellt. Wir haben gesehen, daß der Wettbewerb tatsächlich eine derartige Kalkulation erfordert.

Wir können also zusammenfassend wieder feststellen, daß der Terminkurs für Kaufdevisen mit dem Prozentsatze unter dem Kassakurs liegen wird, der der Differenz zwischen dem höheren Zinssatze des DM. und dem niederen des Inlandes entspricht.

### 2. Der Zinssatz al pari.

Hier ergeben sich dieselben Erwägungen wie bei der al pari Besprechung anlässlich des Terminverkaufs. Die Bank wird ohne Verlust zu erleiden auf Basis Kassakurs anbieten können.

### 3. Der Zinssatz unter pari (im Inland höher).

Liegt der Zinssatz für kurzfristiges Leihgeld am DM. mit einem Prozent unter dem des heimischen Marktes, dann kann die Bank für die ihr zum Kaufe angebotenen Termindevisen bis 1% über Kassakurs kalkulieren, ohne einen Verlust zu erleiden; denn während ihr für die im Ausland begründete Devisenverpflichtung nur einprozentige Zinsenkosten erwachsen, erzielt sie andererseits durch kurzfristige Anlage des in heimische Währung umgewandelten Betrages am inländischen Markte eine 2%ige Verzinsung.

Wir sehen also wieder, daß bei der Konstellation, bei der der ausländische Zinssatz unter dem inländischen liegt, der Terminkurs mit dem Prozentsatze über dem Kassakurs stehen wird, der dieser Differenz entspricht.

Wenn wir also das Ergebnis unserer bisherigen Untersuchung kurz zusammenfassen dürfen, so ist festzustellen, daß

der Terminsatz gleich der Differenz zwischen den zum Vergleiche herangezogenen Zinssätzen ist. In zweiter Linie kommen wir zur Erkenntnis, daß Kauf und Verkauf auf die Zinssatzdifferenz projiziert sich reziprok verhalten:

TVKF. bei Über-Zins-Prt. entspricht TKF. bei Über-Zins-Prt. Deport.

TVKF. bei Unter-Zins-Prt. entspricht TKF. bei Unter-Zins-Prt. Report.

Oder anders ausgedrückt entsteht ein Deport durch einen TDVKF., bzw. durch einen TDKF. der Bank, wenn der Zinssatz am DM. höher ist als der heimische.

Ein Report hingegen ergibt sich durch einen TDVKF., bzw. durch einen TDKF., wenn der heimische Zinssatz über dem ausländischen liegt.

Bisher haben wir die Begriffe Kauf und Verkauf vom Standpunkte der Bank aus betrachtet. Vom Markte aus gesehen bedeutet demnach Kauf der Bank Verkauf, und Verkauf der Bank Kauf.

Es ergibt sich demnach ein Deport:

A. Wenn der ausländische Zinssatz höher steht als der heimische und der Markt auf Kassa verkauft und auf Termin kauft.

B. Wenn der ausländische Zinssatz höher steht als der heimische und der Markt auf Kassa kauft und auf Termin verkauft.

Es ergibt sich ein Report:

A. Wenn der inländische Zinssatz über dem ausländischen liegt und der Markt auf Kassa verkauft und auf Termin kauft.

B. Wenn der inländische Zinssatz über dem ausländischen liegt und der Markt auf Kassa kauft und auf Termin verkauft.

Wir sehen also, daß ein Report dann entsteht, wenn der inländische Zinssatz über dem ausländischen liegt und daß sich andererseits ein Deport bei umgekehrter Konstellation ergibt. Wir sehen aber auch, sowohl hinsichtlich des Reports, wie des Deports, daß solche entstehen, unabhängig davon, ob der Markt als Käufer oder als Verkäufer auftritt. Entscheidend ist lediglich die Zinssatzdifferenz.

Bevor wir diesen Abschnitt zu Ende bringen, müssen wir noch kurz auf den Einfluß des Termines an sich auf den Terminkurs hinweisen. Wir haben unseren obigen Ausführungen einen Termin von drei Monaten unterstellt. Es ist wohl

ganz einleuchtend, daß vom Termin die Dauer der Bindung der Eigenmittel, die Dauer der Verpflichtung abhängt. Je länger oder kürzer diese, desto länger, bzw. kürzer jene. Der Termin verhält sich also zur Zinssatzdifferenz wie der Multiplikator zum Multiplikant, oder:

$$\text{Zinssatzdifferenz} \times \text{Termin} = \text{Report (Deport)}.$$

Wir haben bisher darauf Bedacht genommen, bei unserer Untersuchung sorgfältig alle jene Einflüsse auszuschalten, die den Report (Deport) als Spiegelbild der Zinssatzdifferenz nicht hätten klar hervortreten lassen. Wir wollen uns nun jenen Faktoren zuwenden, die dieses „Spiegelbild“ trüben und verwischen und es von den ihm durch Zinssatzdifferenz einerseits und Wettbewerb unter den Banken andererseits gesteckten Grenzen abweichen lassen. Hier soll nun zunächst der Einschuß (Sperrbetrag) in einem geschlossenen Abschnitte, während alle anderen Faktoren, wie Risikoprämie, Gebühr, Gewinnzuschlag usf. zu einem anderen (nächsten) Abschnitt („Sonstige Kalkulationsfaktoren“) vereinigt, einer Besprechung unterzogen werden. Es sei hier nochmals wiederholt, daß wir die Einflüsse aller dieser Faktoren als „normal bezeichnen“, während es dem dritten Teile der Arbeit vorbehalten bleibt, die Tatsachen der Wirklichkeit, also die Abweichungen vom Normalen, zu untersuchen.

## B. Der Einschußbetrag.

Wir haben im ersten Abschnitt unserer Arbeit erwähnt, daß die Bank sowohl bei Terminkauf wie Verkaufsaufträgen einen Einschuß bis 50% des Gegenwertes einfordert. Bei Verkaufsgeschäften soll dieser die allzugroße Festlegung der Eigenmittel vermeiden, bei Kaufgeschäften ist jedoch das Motiv die Sicherung gegen die Gefahr der Nichtlieferung der Devisen durch den Kunden. Es ist wohl selbstverständlich, daß der Einschußbetrag hinsichtlich seiner Höhe Modifikationen unterworfen ist, die sich aus der Stellung der Kunden zur Bank einerseits und aus seiner Handhabung bei den wettbewerbenden Banken andererseits erklären. Ja er kann sogar gänzlich wegfallen. Er kann unter der Form einer jedesmaligen Leistung bei Abschluß eines Termingeschäftes, oder in der Gestalt aufscheinen, daß auf dem laufenden Konto des Kunden ein entsprechender Betrag gesperrt wird. Für unsere theoretische Untersuchung genügt es vollkommen, den Einschußbetrag mit 50% der Kauf-, bzw. Verkaufssumme anzunehmen. Wir wollen auch hier wieder an der Zweiteilung der Stellung der Bank festhalten und zunächst die Bank als Termindevisenkäufer einer näheren Betrachtung unterziehen.

## 1. Die Bank als Termindevisenverkäufer.

Liegt, um auf unser obiges Beispiel zurückzukommen, der Zinssatz am DM. mit einem Prozent über dem heimischen, so erwächst der Bank ein reiner Zinsgewinn von 1%. Andererseits werden dem Kunden nach Krawinkel<sup>2)</sup> bei Einschluß, bezw. Sperrung des 50%igen Gegenwertes Debetzinsen für die Zeit zwischen Abschluß und Abruf, bezw. Verfall belastet, als ob die Devisen sofort beim Abschluß per Kassa gekauft worden wären und nur die Lieferung später erfolgte. Es ist wohl selbstverständlich, daß dem Kunden unter dem Drucke des Wettbewerbs zumindest ein Teil dieser Zinsbelastung vergütet werden wird, da ja die Bank durch Anlage des Sperrbetrages einen Gewinn von  $\frac{1}{2}\%$  realisieren könnte. Diesen Ausgleich findet der Terminkäufer in einem Abschlag vom Devisenterminkurs. Dieser, in unserem Falle ein Deport, wird demnach mit einem weiteren halben Prozente unter den Kassakurs herabgedrückt werden, wobei wir annehmen, daß die Bank durch den Wettbewerb gezwungen wird, die ganze Marge dem Kunden zu überlassen. Dieser Kurs stellt demnach wieder die Untergrenze dar, jenseits welcher Verlust eintreten würde. Nach oben hinauf (zum Kassakurs) kann und wird sich diese Grenze verschieben, wenn der Einschlußbetrag ein geringerer ist, bezw., wenn dem freien Wettbewerb unter den Banken durch Verabredung gewisse Schranken auferlegt sind.

Stünde der Kurs nun al pari, so würde der Terminkurs, der anderwärts gleich dem Kassakurs ist, durch den Einschlußbetrag eine Tendenz zum Deport aufweisen, wobei selbstverständlich der Prozentsatz des eingeschossenen Betrages, umgerechnet auf den Zinssatz, die Untergrenze darstellt.

Läge endlich der Zinssatz am heimischen Markte wieder mit einem Prozente über dem DM., so hätte der Einschluß die Wirkung, daß der Report um den schon oben errechneten Prozentsatz herabgedrückt würde, also ebenfalls fallende Tendenz zum Kassakurs aufweisen würde.

## 2. Die Bank als Termindevisenkäufer.

Zum gerade umgekehrten Ergebnisse kommen wir, wenn wir die Stellung der Bank als Terminkäufer in den verschiedenen Phasen der Zinssatzkonstellation einer Erörterung unterziehen. Bei höherem Zinssatze am DM. muß die Bank den Terminkaufkurs mit Deport anstellen, um den durch den Kassaverkauf entstandenen Verlust zu kompensieren. Der Einschluß jedoch hat, da die Bank den inländischen Gegenwert zu

---

<sup>2)</sup> M. Krawinkel: a. a. O. S. 27.

leisten sich verpflichtet, die Tendenz, den Deport zu verringern, ihn also näher an den Kassakurs heranzubringen. Die Untergrenze des Deports wird demnach die halbe Zinsdifferenz sein.

Bei einer al pari Konstellation könnte die Bank mit einem Report kaufen, der dem halben Zinssatz, auf Termin gerechnet, gleichkommt, ohne Verlust zu erleiden.

Läge endlich die Zinssatzdifferenz zugunsten des heimischen Marktes, so könnte der Report um jenen Betrag erhöht werden, der dem Prozentsatze des eingeschossenen Betrages umgerechnet auf den Zinssatz entspricht.

Zusammenfassend können wir also feststellen, daß der Einschuß, bezw. der Sperrbetrag auf den Terminkurs, gleichgültig, ob Ab- oder Zuschlag, eine abschwächende, bezw. eine verstärkende Wirkung ausübt. Der Grad der Wirkung wird bestimmt durch die Höhe des Einschusses einerseits und durch das Ausmaß des Wettbewerbes andererseits, i. e. inwieferne der freie Wettbewerb unter den Banken nicht selbst geregelt ist. Ihre Richtung jedoch hängt davon ab, ob die Bank als Verkäufer (der Markt als Käufer), oder als Käufer (der Markt als Verkäufer) am Terminmarkte auftritt. Im ersteren Falle wird der Einschuß den Report verringern, den Deport aber vergrößern. Im zweiten Falle wird die Wirkung eine umgekehrte sein. Hier wird der Deport zum Kassakurs hin, der Report vom Kassakurs weggerückt<sup>3)</sup>.

Der Vollständigkeit halber sei hier noch einmal wiederholt, daß die Einschußbeträge bei Abruf einen höheren Pro-

---

<sup>3)</sup> Zum gleichen Ergebnis gelangt auch M. Krawinkel: a. a. O. S. 27: „Zwischenländische Diskontunterschiede vermögen diesen Ausgleich zwischen inländischer Zinsbelastung des Markgegenwertes und ausländischer Zinsvergütung für das Währungsguthaben allerdings zu stören.

Ergibt sich eine Differenz in der Weise, daß der ausländische Diskontsatz höher steht als der inländische, so erzielt der Käufer einen um diese Differenz billigeren Kurs und im Vergleich zur Zinsbelastung des Markgegenwertes einen Gewinn. Steht der ausländische Diskont dagegen niedriger als der inländische, so ist der Ausgleich zwischen Zinsbelastung und Kursvergütung nur ein mangelhafter, und die zwischenländische Diskontdifferenz geht zu Lasten des Importeurs.“

Derselbe S. 29: „Zwischenländische Diskontdifferenzen machen sich hier (bei Terminverkäufen) in der Weise bemerkbar, daß ein höherer ausländischer Diskont einen gegenüber der Kreditverzinsung des Markgegenwertes relativ höheren Kurszuschlag (-abschlag) bedingt, während ein höherer inländischer Diskont eine Vergünstigung für den Verkäufer in der Weise im Gefolge hat, daß sich die Differenz zwischen Zinsvergütung und Kurszuschlag (-abschlag) zugunsten der ersteren verändert. Terminkäufer und Verkäufer haben also mit Rücksicht auf Verlust oder Gewinn auf zwischenländischen Diskontdifferenzen die genau entgegengesetzten Chancen. Sie arbeiten bei höherem ausländischem Diskont hinsichtlich der Zinsen mit Gewinn, bezw. Verlust, und bei höherem inländischen Diskont mit Verlust, bezw. Gewinn.

zentsatz der gehandelten Summe erreichen können, sodaß selbstverständlich eine dementsprechende größere Verschiebung der Report-, bezw. Deportsätze eintreten kann.

### C. Sonstige Kalkulationsfaktoren.

a) Unter denjenigen Faktoren, die neben dem Einschlußbetrag von Einfluß auf die Terminalsatzbildung in der Weise sind, daß sie den Terminalsatz von der Zinssatzdifferenz abweichen lassen, nimmt die Risikoprämie einen hervorragenden Rang ein. Wie aus den bisherigen Ausführungen schon ersichtlich sein muß, kann sich eine solche nicht auf das Valutarisiko beziehen, da ja in normalen Zeitläuften die Bank verschiedentlichler Weise die Möglichkeit hat, dieses auszuschalten. Damit wollen wir jedoch keinesfalls bestreiten, daß sie nicht Gefahr laufen kann, ein Kursrisiko zu tragen, nämlich dort, wo ihr die rechtzeitige Abdeckung verwehrt wird.

Unser Risikofaktor ist jener der Zinssatzänderung in der Zeit vom Geschäftsabschlußtage bis zum Termin. Die Bank kalkuliert notwendigerweise auf Basis des am Geschäftsabschlußtage am heimischen, wie am DM. herrschenden Zinssatzes. Es besteht nun das Risiko, daß sich einer oder beide in einer ihr ungünstigen Weise, und zwar in der Weise, daß der inländische Zinssatz sinkt, oder (und) der ausländische steigt, wenn sie auf Termin gekauft hat, oder aber, daß der inländische steigt oder (und) der ausländische Zinssatz sinkt, wenn sie auf Termin verkauft hat. Es ist wohl klar, daß dieses Risiko sich mit der Dauer des Termins einerseits und mit der Größe der Wahrscheinlichkeit einer zu erwartenden Zinssatzänderung andererseits wachsen wird. Doch uns handelt es sich hier darum, generell dieses Risiko festgestellt zu haben, ohne auf die denkbare Möglichkeit seiner Begrenzung eingehen zu wollen. Nach der einen Seite läßt sich ihr Ausmaß ja leicht berechnen — sie liegt in der Höhe des Zinssatzes selbst, falls das Risiko in einer Zinssatzsenkung liegt —, nach der anderen Seite jedoch ist sie fließend, falls eben das Risiko in einer Zinssatzerhöhung besteht. Hieraus ist auch schon zu entnehmen, daß eine Zinssatzänderung umgekehrt auch ein Gewinnfaktor sein kann, allerdings mit der Einschränkung, daß eine solche nicht parallel im Inland und am DM. oder zumindest nicht in gleichem Ausmaß einzutreten braucht.

Im allgemeinen wird also festzuhalten sein, daß dieses Risiko mit der Größe der Laufzeit und des Betrages wächst.

b) Als zweiter, wesentlicher Faktor ist die Gewinnmarge anzuführen. Es ist wohl selbstverständlich, daß diese wesentlich von der mehr oder minder großen Monopolstellung einer Bank am Devisenterminmarkte (wie z. B. der Reichsbank nach

dem Kriege) und andererseits von den Konditionsvereinbarungen unter mehreren Banken abhängig ist. Die Gewinnmarge ist also wesentlich eine Größe des Wettbewerbs und kann durch dessen Einschränkung verändert werden.

c) Endlich sind hier noch jene Gebühren festzuhalten, die sich aus Kosten einzelposten für Korrespondenz, Buchhaltung, Direktion, Expedition, Lagerung, Überweisungskosten<sup>4)</sup>, Börsendienst zusammensetzen. Hier treten alle jene Schwierigkeiten auf, die dem Zurechnungsproblem überhaupt eigen sind. Man kann hier nur die Gesamtkosten der Devisenabteilung, falls eine solche besteht, der dann möglichst alle mit dem Terminzahlungsverkehr verbundenen Geschäfte zuzuweisen sind, mit deren Gesamtgewinnen vergleichen. Doch schon das bietet so große Schwierigkeiten, daß solche Resultate nur mit allem Vorbehalt zur Grundlage eines Urteils werden dürfen. Man kann allenfalls ersehen, ob verdient oder verloren wurde, und im allgemeinen die Gebühren der Kunden dem Resultat entsprechend verschieben. Ob aber an Geschäften mit dem Einzelkunden verdient oder verloren wird, bleibt oft unklar. Mit Recht behauptet F. Schmidt<sup>5)</sup>, die Beantwortung der Frage nach den Selbstkosten sei praktisch in den meisten Fällen unmöglich.

Alle bisher besprochenen Faktoren finden ihren Ausdruck in einem Pauschalab-, bzw. -zuschlag vom (zum) Terminsatz, der generell bei Durchführung eines jeden Geschäftes vorgenommen wird.

Mit Bezug auf die Reichsbank, die damals allerdings nur als Terminevisenkäufer auftrat, bemerkt F. Schmidt<sup>6)</sup>, daß diese Abschläge in den ersten Nachkriegsjahren bei Beträgen im Gegenwerte von M. 50.000.—

für die ersten 6 Monate der Lieferfrist  $\frac{1}{2}\%$  für jeden angefangenen Monat,

für die folgenden 3 Monate der Lieferfrist  $\frac{1}{4}\%$  für jeden angefangenen Monat,

für die weiteren Monate der Lieferfrist  $1\%$  für jeden angefangenen Monat,

---

<sup>4)</sup> G. J. Goschen: The theory of the foreign Exchanges, London 1898, S. 142—144, legt bezüglich der Tendenz der gegenseitigen Angleichung verschiedentlich Zinsraten das Hauptgewicht auf die Kosten der Übersendung des Edelmetalls von einem Lande zum andern; betragen z. B., so argumentiert er, die Kosten der Goldversendung von Paris nach London nur  $\frac{1}{2}\%$ , so müßte, um eine Anlage französischen Geldes in englischen Dreimonatswechseln rentabel zu machen, die Differenz der Diskontsätze mehr als  $2\%$  betragen, da die Kosten der Übersendung — auf ein volles Jahr berechnet — bereits  $2\%$  verzehren.

<sup>5)</sup> F. Schmidt: a. a. O. S. 116.

<sup>6)</sup> F. Schmidt: a. a. O. S. 116 und F. Leitner: a. a. O. S. 519.

ausmachten, wobei sich die Reichsbank Erhöhungen, in erster Linie für noch längere Lieferfristen, die für außerordentliche Fälle in Aussicht genommen wurden, sodann aber auch in Zeiten ungewöhnlicher Kursbewegungen allgemeine Aufschläge (50, 100%) auf die vorstehenden Sätze vorbehielt.

J. Vogel<sup>7)</sup> bemerkt hierzu, daß dieser Abschlag anfänglich eine Risikoprämie darstellte. Späterhin jedoch, als sich gegen Ende des Jahres 1921 eine immer größere Anzahl von Banken am Terminhandel in Devisen beteiligte, konnte nicht nur diese Risikoprämie herabgesetzt werden, sondern es änderte sich auch rein begrifflich ihr Charakter derart, daß „schließlich Ende 1921 aus dieser Risikoprämie ein regelrechter, den Markteinflüssen und Preisgesetzen unterworfenen Reportsatz wurde“. Aus diesen Bemerkungen ist allerdings nicht klar zu entnehmen, ob in den Abschlägen auch die Zinskosten, die anlässlich der Abdeckung erwachsen mußten, inbegriffen sind. Vielmehr sind wir der Meinung, daß eine Abdeckung zur damaligen Zeit überhaupt nicht vorgenommen, sondern die Gefahr einer Kurswertänderung pauschal in den Abschlägen berücksichtigt wurde, wodurch einerseits der Vogel'sche Termin-Risikoprämie und andererseits die unverhältnismäßige Höhe dieser verständlich würde. Die Begriffswandlung von Risikoprämie auf Reportsatz würde dann ebenso einleuchtend werden, gleichfalls eine Bemerkung Vogels, daß der Reichsbank aus dieser Art Geschäft insofern große Verluste erwachsen, als ihr Termindevisen (wie Kurssicherungstratten)<sup>8)</sup> stets dann verkauft wurden, wenn der Kurs hoch stand, ein Sinken also zu erwarten war.

In einem bei E. Thomas<sup>9)</sup> angeführten Beispiel erscheint der Ab-Zuschlag (allerdings pro Währungseinheit) mit 0,0025 („expenses, brokerage“). Wir können hier also wohl mit Sicherheit behaupten, daß er wohl höchst selten über Bruchteile von pro-mille hinausgehen wird. Wie hoch er tatsächlich ist, braucht ja hier nicht weiters erörtert zu werden, da es uns lediglich gilt, darzutun, welche Kräfte am Werke sind, den Terminalsatz zu bilden.

Abschließend können wir also feststellen, daß die Gebühr einem Deport ab- und einem Report zugeschlagen, wenn die

---

<sup>7)</sup> J. Vogel: a. a. O. S. 6.

<sup>8)</sup> Kurssicherungstratten sind seitens des Exporteurs auf den ausländischen Käufer gezogene Tratten, welche weder zum Akzept noch zur Zahlung im Ausland vorgelegt werden. 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. Siehe C. A. Fischer: a. a. O. S. 62.

<sup>9)</sup> E. Thomas: a. a. O. S. 214.



Bank als Verkäufer, einem Deport zu- und einem Report abgeschlagen wird, sobald die Bank als Käufer am Terminmarkt operiert.

#### D. Zusammenfassung.

Bevor wir dieses Kapitel zu einem Abschluß bringen, können wir nicht umhin, einen kurzen Rückblick auf unsere bisherigen Ergebnisse zu werfen. Drei große Faktoren sind es, wie wir gesehen haben, die in verschiedentlicher Weise wirken. Die Zinssatzdifferenz haben wir als jene Kraftkomponente erkannt, die dem Terminsatz Richtung verleiht. Theoretisch müßte der Terminsatz gleich dieser sein, sozusagen ihr Spiegelbild. Der freie Wettbewerb aber auf der einen, der Einschlußbetrag und die Gebühr auf der andern Seite jedoch, verwischen dieses Spiegelbild, rücken es von der Zinssatzdifferenz ab, wenn auch in nicht bedeutendem Grade.

Die Frage, die uns hier beschäftigen muß, wird die sein, wie weit der Markt von der Theorie abweichen wird. Zum Zwecke der Klarheit wollen wir hier nur die Zinsdifferenz berücksichtigen, sowohl mit Rücksicht auf die Terminsatzbildung, als auch mit Bedacht auf das Streben des Marktes, kurzfristiges Kapital lieber auf dem Markte höherverzinslichen als niederverzinslichen Geldes anzulegen. Wenn wir zunächst den Deport Fall B unseres obigen Schemas (siehe S. 51) einer näheren Betrachtung unterziehen, so scheint es auf den ersten Blick sehr einleuchtend, daß der Markt bei Überwiegen des ausländischen Zinssatzes Devisen auf Kassa kaufen wird, um sie auf dem betreffenden Auslandsmarkte nutzbringender anzulegen. Wenn wir hier vorläufig unterstellen, daß der Markt sich gegen das Valutarisiko sichert, so hat dem Kassakauf ein Terminverkauf zu folgen. Wie wir aber oben ausgeführt haben, hat der Deport unter dem Einfluß des Wettbewerbs die Tendenz, auf jene Untergrenze herabzusinken, die der Zinssatzdifferenz entspricht. Das bedeutet mit anderen Worten, daß der Zinsengewinn, der durch Anlage am DM. realisiert wird, durch den Verlust aus dem Termindeckungsgeschäft vollkommen aufgehoben wird.

Wenden wir nun unsere Aufmerksamkeit dem Falle A zu. Gemäß unserer Formel (siehe S. 51) handelt hier der Markt gerade umgekehrt wie oben, indem er Devisen per Kassa verkauft und per Termin zurückkauft. Der Gewinn infolge des billigeren Terminkurses wird aber auch hier wieder durch den aus dem Kassaverkauf entstandenen Zinsentgang vollkommen kompensiert.

Zu dem gleichen Ergebnis gelangen wir, wenn wir den Report näher untersuchen. Zunächst Fall A (siehe S. 51). Der Markt verkauft hier Devisen, weil das inländische Geld mehr

einzubringen scheint. Er sichert sich durch einen Terminkauf. Wie wir aber gesehen haben, wird der Wettbewerb unter den Banken und anderen Devisenhändlern ein Herabsinken des Reports auf seine Untergrenze, nämlich die Differenz über Kassakurs, die der Zinssatzdifferenz entspricht, bewirken. Der Gewinn am Inlandsmarkt wird also wieder durch den Terminkauf mit Report aufgehoben.

Bei Fall B (siehe S. 51) handelt der Markt wieder umgekehrt: Er kauft Devisen per Kassa und verkauft sie auf Termin. Der Gewinn aus dem höheren Verkaufserlös wird jedoch wieder aufgehoben durch den Verlust infolge Anlage am niedrigeren Auslandsmarkte.

Ziehen wir jetzt noch die anderen, oben angeführten Faktoren, die Gebühr, den Einfluß des Einschufßbetrages, die Organisation des Marktes überhaupt mit in die Betrachtung herein, so können wir wohl sagen, daß unter der Voraussetzung der unspekulativen Einstellung der Bank wie des Marktes ein Zinsengewinn durch Anlage am teuren Markte wohl kaum von Bedeutung sein kann. Es ist lediglich der Einschufßbetrag, der eine kleine Gewinnstmarge ermöglicht, aber selbstverständlich auch wieder nur in spezifischen Fällen. Wir müssen hier also feststellen, daß es ganz allgemein die Geneigtheit des Marktes ist, Geld lieber in dem einen oder dem andern Lande anzulegen, die es überhaupt zu einem Deport, bezw. Report kommen läßt, wobei wir selbstverständlich an normale Verhältnisse denken. Demnach bedeutet ein Terminabschlag die Geneigtheit, Geld im fremden, ein Terminzuschlag, es im eigenen Lande zu belassen.

Keynes<sup>10)</sup> kommt in seinem Traktat über die Währungsreform zu einem ähnlichen Ergebnis, mit dem wir uns hier in Kürze auseinandersetzen wollen.

Nach unserer Meinung entsteht ein Deport:

A. Wenn der ausländische Zinssatz höher steht als der heimische und der Markt auf Kassa verkauft und auf Termin kauft.

B. Wenn der ausländische Zinssatz höher steht als der heimische und der Markt auf Kassa kauft und auf Termin verkauft.

---

<sup>10)</sup> J. M. Keynes: a. a. O. S. 115 ff.: „If dollars, one month forward are quoted cheaper than spot dollars to a London buyer in terms of sterling, this indicates a preference by the market, on balance, in favour of holding funds in New-York during the month in question rather than in London — a preference, the degree of which is measured by the discount on forward dollars. For if spotdollars are worth \$ 4.40 to the £ and dollars one month forward \$ 4.40½ to the £, then the owner of \$ 4.40 can by selling the dollars spot and buying them back one month forward, find himself at the end of the month with \$ 4.40½ merely by

Mit Bezug auf Fall A schließt nun Keynes, daß der Markt im allgemeinen es vorzieht, kurzfristige Gelder während des Termines eher im Zentrum niederen Zinssatzes anzulegen als im teureren Markte. Denn dadurch, daß der Eigentümer die betreffende Devisen per Kassa verkauft und sie (von der Bank) zu dem billigeren Terminkurse wieder zurückkauft, verdient er die Differenz zwischen Kassa- und Terminkurs<sup>10</sup>).

Wenn wir in unserem Gedankengang das Hauptgewicht auf das Wort Geneigtheit des Marktes legen, dann erscheint obige Behauptung eher verständlich. Das heißt, daß es ganz vom Grade der Geneigtheit abhängt, inwieweit ein Deport als Anzeiger dieser Geneigtheit zu werten ist. Während wir jedoch bewiesen haben, daß die Zinsdifferenz höchstens richtunggebenden Charakter hat, und es allgemein die Geneigtheit ist, Geld lieber auf dem einen als dem anderen Platz anzulegen, koppelt Keynes beide Begriffe zu einem einzigen. Wir haben den Wettbewerb unter den Banken, im Verein mit den anderen Faktoren (Gebühr, Einschuß) als diejenigen Kräftekomponenten erkannt, die dem Terminsatz von der Zinsdifferenz abweichen lassen, und dies in einer Weise, daß es für den Markt unrentabel würde, Geld im Lande höheren Zinssatzes anzulegen. Je größer der Wettbewerb unter den Banken, je geringer die Abmachungen zu seiner Einschränkung, desto größer die Vorteile für den Markt. Es ist zwar richtig, daß es endlich doch die Geneigtheit ist, die den Wettbewerb auslöst, aber es ist keineswegs allein die Zinsdifferenz, die die Geneigtheit verursacht. Denn wäre es diese (Zinsdifferenz), so würde, wie wir gesehen haben, die Differenz des Deports zum Kassakurs, die Keynes als Gewinn ansieht, vollständig (oder sogar mit Verlust) durch den Zinsenverlust am DM. aufgehoben werden. Der Deport wird unter dem Drucke des Wettbewerbs und der anderen Faktoren (nicht Einschußbetrag) mit jenem Prozentsatze vom Kassakurs abweichen, der der Zinsdifferenz entspricht, die in dem betreffenden Termin auf dem teureren Markte als Überschuß über dem niederen Zinssatzes erzielt werden kann.

Bemerkenswert ist, daß Keynes ein paar Zeilen später zur selben Meinung kommt, wenn er behauptet, daß „forward

---

being during the month the owner of 1 £ in London instead of \$ 4.40 in New-York. That he should require and can obtain  $\frac{1}{2}$  cent, which, earned in one month, is equal to about  $1\frac{1}{2}\%$  per annum, to induce him to do the transaction, shows, and is, under conditions of competition, a measure of the markets preference for holding funds during the month in question in New-York rather than in London.

Conversely, if francs, lire and marks one month forward are quoted dearer than spot rates to a London buyer, this indicates a preference for holding funds in London rather than in Paris, Rome, or Berlin.“

quotations for the purchase of the currency of the dearer money market tend to be cheaper than spot quotations by a percentage per month equal to the excess of the interest which can be earned in a month in the dearer market over what can be earned in the cheaper“. Auch die Lösung, daß Keynes irgend eine spekulative Manipulation im Auge hatte, ist nicht stichfest, da er ausdrücklich von Kassaverkauf und Terminkauf spricht.

Wir kommen also zu dem Schlusse, daß die Zinsdifferenz zwischen zwei Märkten richtunggebend, und bis zu einer gewissen Grenze auch Maßstab für den Deport, bezw. Report ist. Kursab- wie -aufschlag entstehen grundsätzlich aus der Geneigtheit des Marktes, kurzfristige Gelder lieber in dem einen wie den andern Markt anzulegen (selbst wenn keine Zinsdifferenz bestünde). Diese Geneigtheit ist aber keinesfalls allein aus einer Gewinnmöglichkeit infolge einer Zinssatzdifferenz zu erklären, wie wir gesehen haben, sondern muß andere Ursachen haben. Es müssen also Kräfte auftreten, die Report wie Deport in einer Weise beeinflussen, daß ihre Untergrenze in irgend einer Weise verschoben wird, wodurch sie sich auch rein größtmäßig, als Spiegelbild der Zinssatzdifferenz, verändern müssen.

## **2. Der Terminsatz beim Termin — Termingeschäft.**

Wir haben gesehen, daß durch die Abdeckung der Termingeschäfte durch Kassageschäfte (oder auch durch An-, bezw. Verkauf von Wechseln auf lange Sicht) die Bank vor die Notwendigkeit gestellt wird, entweder ihre Barmittel im Inland erheblich zu verringern, bezw. zu vermehren, oder vice versa im Auslande Guthaben zu schaffen, bezw. Verbindlichkeiten einzugehen. Wir haben weiterhin dargetan, daß (zumindest) theoretisch die Möglichkeit besteht, daß Termin-An- und -Verkäufe sich hinsichtlich Betrag und Laufzeit kompensieren können, sodaß sich für die Bank irgendwelche Aufwendung von Barmittel, bezw. die Vergrößerung solcher erübrigt. In praxi wird dieser Idealzustand allerdings selten eintreten und die Bank wird genötigt sein, sich in irgend einer Richtung hin zu engagieren. Wir haben weiterhin ausgeführt, daß sie auch einer derartigen Sachlage durch Anpassung des Terminkurses wirksam entgegenzutreten imstande ist. Aber nichtsdestoweniger ziehen die Banken im allgemeinen vor, ihre Mittel liquid zu erhalten, und Maßnahmen, Gelder im Auslande für irgend eine Periode anzulegen, werden, abgesehen von spezifischen Umständen, nur dort gerne ergriffen, wo es von einem Anlagestandpunkt aus als einträglich erscheint.

In einzelnen Ländern, wie England und den USA., konnte nun diese Unwilligkeit insoferne leicht überwunden werden, als es durch das rasche Wachstum der Terminmärkte und damit ihrer Organisation möglich wurde, Termingeschäfte mit Termingeschäften abzudecken, oder wie der englische Ausdruck treffend heißt, zu verheiraten. Wir haben schon im ersten Teil unserer Arbeit darauf hingewiesen, daß gewisse Voraussetzungen, wie runde Beträge und einheitliche Termine einerseits, Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage andererseits, unbedingte Voraussetzung für die Durchführung derartiger Transaktionen ist. Allerdings hilft man sich häufig dadurch, daß man nur runde Beträge gegeneinander abdeckt, den Saldo jedoch durch ein Kassageschäft ausgleicht<sup>11)</sup>.

Wir schließen uns jedoch dem deutschen Schrifttum<sup>12)</sup> an, indem wir feststellen, daß die Ausführung der Gegengeschäfte aus vielerlei, bereits oben angeführten Gründen auf Schwierigkeiten stößt, die eine tatsächliche Abdeckung durch Termingeschäft eher als Ausnahme, denn als Regel erscheinen läßt.

Sei dem wie dem sei, für uns ist jetzt nur die Feststellung interessant, auf welcher Basis die Bank kalkulieren wird. Wäre die Abdeckung durch Termingeschäft die Regel, wie es am englischen Markte der Fall zu sein scheint, dann würden alle unsere im vorigen Kapitel ausgeführten Betrachtungen über Zinssatzdifferenz als unwesentlich wegfallen; übrig bleiben würde lediglich eine Gebühr, die sich aus Manipulationsspesen (Maklergebühr, Gewinnstmarge usw.) zusammensetzt, unter der Voraussetzung, daß Angebot und Nachfrage am Terminmarkte ausgeglichen sind und daß der freien Wirkung des Wettbewerbs unter den Banken keine künstlichen Schranken (durch Abmachungen) auferlegt sind. Dieser Gebühr wird ein Prozentsatz zuzuschlagen sein, der sich, errechnet aus der empirisch gesehenen Notwendigkeit ergibt, gewisse Spitzenbeträge durch Kassageschäfte abdecken zu müssen. Für diesen Zuschlag können alle oben angestellten Erwägungen hinsichtlich Zinssatzdifferenz zur Anwendung kommen. Es ist wohl ganz klar, daß jener Zuschlag umso größer wird, je umfangreicher die Spitzen sind. Erreichen diese wieder einen Umfang, daß er im Verhältnis zu den Gesamtsätzen unproportional wird, dann wird die Bank

---

<sup>11)</sup> E. Thomas: a. a. O. S. 216: „One result of this is that, so far as relatively small operations are concerned, only the balance of transactions, i. e. the difference between the total forward sales and the total forward purchases, is usually covered at once, and, as a rule, no difficulty is experienced in picking up, either in London or in the foreign centre, sufficient forward cover for all ordinary requirements.

<sup>12)</sup> M. Krawinkel: a. a. O. S. 31 ff., K. Obst: a. a. O. S. 223/1 ff.

lieber zur einfachen Kassakalkulation übergehen und Termin-  
geschäfte als Ausnahme behandeln. (Deutsche Verhältnisse.)  
Wenn wir sie als Ausnahme ansehen, so wird sie auch die  
Bank als eine Art Losgewinn betrachten. Sie wird nicht nur  
gegenüber ihren anderen Bankkollegen schweigen, sondern  
auch gegenüber ihrem Kunden. Und diesem wird ein Angebot  
auf Kalkulation Kassakurs überreicht werden.

### 3. Der Terminsatz beim Kassa — Kostgeschäft.

#### A. Der Kotsatz.

Es erübrigt sich demnach nur noch, die Abdeckung Kassa-  
Kostgeschäft kostenmäßig zu erläutern. Bevor wir auf diese  
Frage näher eingehen, erscheint es uns angezeigt, die Bestim-  
mungsgründe des Kotsatzes im allgemeinen näher zu unter-  
suchen. Da eine derartige Untersuchung über den ihr im  
Rahmen dieser vorliegenden Arbeit zugewiesenen notwendiger-  
weise knappen Raum nicht hinausgehen darf, verweisen wir  
für Spezialstudien auf die zahlreichen Arbeiten auf diesem  
Gebiete überhaupt und auf die ausgezeichneten Forschungen  
Steckners, Bachenheimers und Ludwigs<sup>13)</sup> im besonderen.

In Anlehnung an unsere weiter oben aufgestellte Defini-  
tion des Kostgeschäftes verstehen wir unter **Kotsatz** (bei  
Ludwig Swapsatz, bei Bachenheimer Reportsatz) jene Ver-  
gütung, die vom Geber (Report), bzw. vom Nehmer  
(Deport) für die zeitweilige Hingabe (Herein-  
nahme) von Devisen gegen Inlandsgeld (bzw. an-  
dere Devisen) zu leisten ist. Wir wollen gleich hier vor-  
wegnehmen, daß analog zum Termingeschäft in der Regel  
ein Report vom Geber dann zu bezahlen sein wird, wenn der  
inländische Zinssatz höher ist als der ausländische. Ein Deport  
wird dann bei umgekehrter Geldmarktlage vom Nehmer er-  
stattet.

Bei der Untersuchung der Bestimmungsgründe für die  
theoretische Höhe des Kotsatzes müssen mit Ludwig zwei  
Grundeinstellungen der Kontrahenten unterschieden werden:  
Eine unspekulative und eine spekulative; daraus ergeben sich  
vier denkbare Fälle:

1. Beide Partner des Kostgeschäftes sind unspekulativ  
eingestellt, d. h. weder Geber noch Nehmer ist zur Übernahme  
des Valutarisikos bereit.

<sup>13)</sup> R. Steckner: a. a. O.

W. Bachenheimer: a. a. O.

Werner Ludwig: Die Bestimmungsgründe des Swapsatzes,  
theoretisch analysiert, in der Zeitschrift für handelswissenschaftliche  
Forschung, 24. Jahrgang, S. 590—598.

2. Der unspekulative Geber will sich dadurch, daß er schiebt, den derzeitigen Tageskurs seiner Devisen sichern, also ein Kurssicherungsgeschäft abschließen, während der Nehmer spekulativ eingestellt ist, also das Valutarisiko tragen will.

3. Beim dritten Fall seien beide Kontrahenten als spekulativ gedacht.

4. Eine vierte Variation ergibt sich dann, wenn zwar der Geber spekulativ eingestellt ist, der unspekulative Nehmer sich aber kurssichern will.

Wir wollen hier nur Fall 1 untersuchen:

Als wichtigste Frage ist die nach der Herkunft der Devisen hier anzuschneiden. Wir haben schon an früherer Stelle darauf hingewiesen, daß als Devisenlieferant zum Unterschied vom reinen Kassadeckungsgeschäfte der Korrespondent der Bank zugunsten des Kapitalisten (der allerdings vielleicht auch wieder durch eine Bank handeln kann) an Bedeutung verliert. Aber nicht nur dieser ist es, sondern vielfach Industrielle, Veredelungsbetriebe, Großhändler und andere, die zeitweilig über Devisen verfügen, die sie nur zu willig fruchtbringend(er) anlegen wollen. Hier sehen wir bereits einen wichtigen Faktor in der Bestimmung des Kossatzes — die stark individuelle Einstellung der Hineingeber.

Wir unterstellen hier zunächst, daß der Zinssatz am heimischen Markte höher ist als der am DM. Demnach können wir die Hineingeber in zwei große Gruppen zerlegen, nämlich in eine solche, die Zinsen zu entrichten hat, und in die, der Zinsen vergütet werden. Wir wollen die erste Gruppe als Minusgruppe bezeichnen und rechnen hiezu alle jene, die zu einem gewissen Zeitpunkte über Kredite im Ausland verfügen, die sie einerseits weder gänzlich noch teilweise für ihre eigene Leistungserstellung verwerten können, die sie aber andererseits entweder nicht willig oder nicht in der Lage sind, zurückzahlen. Gemäß ihren Zinsenkosten zerfallen sie in viele Untergruppen, die mehr oder weniger gewillt sein werden, diese irgendwie herauszuwirtschaften.

Ihnen gliedern sich alle jene an, die im Ausland über Devisenguthaben verfügen, die sie dort, wie z. B. die Exporteure zur Finanzierung von Rohstoffeinkäufen unterhalten, um sie aus Exporterlösen wieder aufzufüllen. Wir bezeichnen sie als Plusgruppe und bezüglich ihrer Habenzinsen zerfallen sie analog in mehrere Einzelgruppen, deren Streben, am Inlandsmarkte auszuleihen, von der Höhe ihrer Habenzinsen<sup>14)</sup> abhängen wird.

---

<sup>14)</sup> Hiezu bemerkt W. Bachenheimer: a. a. O. S. 35: „Die Höhe der bei diesen Devisenleihgeschäften in Anrechnung zu bringenden Zinsraten ergibt sich in Anlehnung an die Sätze der für kurze Zeiträume

Wir müssen also hier voneinander gänzlich verschiedene Gruppen von Devisenbesitzern unterscheiden, die zwar alle dasselbe anstreben, hinsichtlich ihrer Kosten aber auf vollkommen unvergleichbaren Ebenen stehen. Grundsätzlich können wir wohl feststellen, daß die Inkostgabe am Inlandsmarkte von allen Gruppen naturgemäß nur dann erwogen werden wird, wenn der betreffende Kostaßatz geringer ist als die Differenz zwischen dem inländischen (höheren) und dem (einem) ausländischen (DM.) Zinssatz; denn andersfalls wäre die Anlage am DM. selbst wohl erträglicher, weil billiger. Wenn wir alle die Gruppen, die unter dieser Voraussetzung überhaupt ausleihen wollen, gemäß ihren Kosten rangieren, so wird die erste in dieser Reihe die sein, die bereits am DM. die höchstmöglichen Habenzinsen erzielt, während den letzten Platz jene einnehmen wird, die die höchsten Sollzinsen zu tragen hat. Als die willigsten jedoch am Markte auszuleihen müssen wir jene Gruppen bezeichnen, die der Grenze zwischen Plus und Minus am nächsten liegen, jene, die ihre Devisen vollkommen ungenützt (zinsenlos) irgendwo liegen haben. Denn wenn wir den Zinssatz am Inlandsmarkte mit 5% annehmen, den am DM. herrschenden mit 2%, so muß sich der Kostaßatz zwischen 2% und 5%, i. e. auf höchstens 3% erstellen. Alle jene Faktoren, die den Kostaßatz von seiner Obergrenze abweichen machen, vorläufig vernachlässigend, sei er hier mit 2½% unterstellt. Jener Devisenbesitzer, der demnach am DM. den geringst denkbaren oder überhaupt keinen Zinssatz erzielt, hat also durch Anlage am Inlandsmarkte Kosten in der Höhe des Kostaßatzes von 2½%. Dem steht gegenüber ein Zinsengewinn von 5% am Inlandsmarkte. Er realisiert insgesamt 2½%. Mit dem Maße aber, mit dem noch andere Gruppen herangezogen werden müssen, wird und muß der Kostaßatz von seiner Obergrenze sinken.

Wir wollen hier abrechnen und uns den Erwägungen des Hereinnehmers zuwenden. Er gibt teures inländisches Geld hin und verliert dadurch den höheren Zinssatz. Mit dem inländischen Gelde hätte er einen inländischen Zins (Plusgruppe) verdienen, bezw. ersparen können (wenn er damit einen Inlandskredit hätte abdecken können — Minusgruppe). Die Minusgruppen werden nur dann hereinnehmen, wenn die

---

verfügbaren Gelder an den lokalen Geldmärkten der betreffenden Devisen; es kommt somit nicht der offizielle Bankdiskont in Betracht, sondern die Sätze für Monats- und Tagesgeld. Der Bankdiskont kann deshalb nicht in Frage kommen, weil er sich meistens während längerer Zeit nicht ändert und sich den Schwankungen von Angebot und Nachfrage am Geldmarkte nicht anpassen kann, Größen, die doch schon oft innerhalb eines Tages variieren.“



Vergütung eine größere ist, als der Zinsenverlust, den sie durch die Hingabe inländischen Geldes erleiden. Aber auch die Plusgruppen werden nur dann hereinnehmen, wenn der ihnen vergütete Kostaß höher ist als der Zinsengewinn am inländischen Markte. Da man im allgemeinen sagen kann, daß die Sollzinsen der Minusgruppen höher sind als die Habenzinsen der Plusgruppen, wird also in erster Linie jene Plusgruppe zum Zuge kommen, deren Habenzinsen die niedrigsten sind. Sie wird, um bei unsrigem obigen Beispiel zu bleiben, durch Hereinnahme fast nichts am Inlandsmarkte verlieren, anderseits  $2\frac{1}{2}\%$  durch den Leihsatz und weitere  $2\%$  durch Anlage am DM. verdienen, demnach insgesamt einen Gewinn von  $4\frac{1}{2}\%$  erzielen. In dem Maße jedoch, in dem sich noch andere Gruppen des Inlandsmarktes an der Hereinnahme beteiligen (müssen), wird der Kostaß auf seine Untergrenze herabgedrückt werden; diese wird im allgemeinen für den Hereinnehmer durch die Differenz zwischen dem (niederen) ausländischen und dem (einem) höheren inländischen Zinssatz gesetzt werden.

Zusammenfassend können wir also den Grundsatz aufstellen, daß die Differenz zwischen einem niederen ausländischen und einem höheren inländischen Zinssatz für die Hereingeber die Obergrenze, für den Hereinnehmer die Untergrenze des Kostaßes darstellt.

Wir sehen aber ferner, daß sich nicht nur die Bestimmungsgründe, sondern auch das Ausmaß des Kostaßes vollkommen mit jenen decken, die anlässlich der theoretischen Erörterung des Reports, bezw. Deports dargestellt wurden. Ein Unterschied zum Terminsatz ergibt sich nur insoferne, als dieser die Kursdifferenz zwischen einem tatsächlichen Termingeschäft und einem gedachten Kassageschäft gleicher Richtung darstellt, während der Kostaß die Kursdifferenz zwischen einem tatsächlichen Kassageschäft und einem tatsächlichen Termingeschäft entgegengesetzter Richtung ausdrückt.

Die Zinssatzdifferenz zwischen zwei Märkten ist grundsätzlich Wegweiser<sup>15)</sup>, bis zu einem Grade auch Maßstab für den Kostaß. Ein Deport würde sich theoretisch bis zur Höhe des Überwiegens des ausländischen Zinssatzes über den inländischen erstellen, wie sich umgekehrt ein Report bei Überwiegen des inländischen über den ausländischen ergeben

---

<sup>15)</sup> W. Bachenheimer: a. a. O. S. 35: „Rechnerisch betrachtet wird der Swapsatz meist die Differenz ausmachen, die zwischen dem Zins besteht, der mit der hereingenommenen Devisen zu erzielen ist, und dem, den die verliehene Valuta einbringt.“

Siehe ebenso Frankfurter Zeitung Nr. 712 vom 27. September 1927: „Devisenterminkauf und Kurssicherung“.

sollte. Es müssen jedoch Faktoren auftreten, die den Einfluß der Zinssatzdifferenz irgendwie verrücken und verwischen.

So interessant eine weitere, tiefer schürfende Untersuchung der Bestimmungsgründe des Kotsatzes sein würde, glauben wir doch davon im Hinblick auf das uns allein wesentliche und erreichte Resultat abstehen zu können. Das uns gesteckte Ziel wurde erlangt, denn wir wissen, daß

$$\text{Kotsatz} = \text{Terminsatz.}$$

## B. Die Bank als Terminkäufer.

Um nun auf die rein kostenmäßige Darstellung der Abdeckung durch Kostgeschäft und Kassageschäft überzugehen, wollen wir wieder an unserer alterproben Zweiteilung — die Bank als Terminkäufer, bezw. Terminverkäufer festhalten. Ferner wollen wir unterstellen, daß die Kotsätze sich auf ihre Unter-, bezw. Obergrenze einstellen, und alle jene Faktoren, die dem entgegenwirken, vollkommen ausschalten.

Die Bank kauft Devisen auf Termin, die sie sofort per Kassa verkauft. Sie nimmt Devisen in Kost und erfüllt damit das Kassageschäft; mit dem Gelde aus dem Kassageschäfte bezahlt sie den Kostkauf. Am Fälligkeitstage erfüllt sie mit den Devisen aus dem Termingeschäft das Kostgeschäft, und mit dem zurückerhaltenen Gelde bezahlt sie den Terminverkäufer. Schematisch dargestellt ergibt sich die Formel:

TKf. erfordert einen KVKf.; dieser seinerseits erfordert einen KKf. mit TVKf., oder

$$\text{TKf.} - \text{KVKf.} = \text{KKf.} - \text{TVKf.}$$

### a) Der Zinssatz sei im Inland höher.

Wir wollen an unserem obigem Beispiel festhalten und annehmen, der Zinssatz betrage am Inlandsmarkte 2%, im Auslande nur 1%. Durch den Kassaverkauf erhält die Bank Inlandsgeld, das sie am Inlandsmarkte mit 2% anlegen könnte. Um die Devisen liefern zu können, nimmt sie sie durch ein Kostgeschäft herein. Der Hereingeber würde hiedurch 1% am DM. verlieren, andererseits jedoch 2% durch das Inlandsgeld verdienen, er wird also theoretisch bereit sein, die Differenz, i. e. 1% Report, zu bezahlen. Mit den hereingenommenen Devisen wird sie ihren Kassaverkauf erfüllen, mit dem hiefür erhaltenen Inlandsgeld das Kostgeschäft, wodurch sie glattgestellt erscheint. Würde sie nun den Preis für die Termindevisen per Kassakurs anstellen, so würde sie hiedurch einen glatten Gewinn von 1% aus dem Schiebungsgeschäft erzielen. Der freie Wettbewerb unter den Banken jedoch wird den Terminkurs auf einen Report von 1% hinauftreiben lassen, nämlich auf jene Ziffer, die die Differenz zwischen den in

Betracht stehenden Zinssätzen darstellt. Rein kostenmäßig ist also kein Unterschied mit dem reinen Kassadeckungsgeschäft zu verzeichnen.

b) Der Zinssatz sei im Ausland höher.

Durch den Kassaverkauf erhält die Bank Inlandsgeld, das am Inlandsmarkte angelegt, 1% einbringen würde. Um das Kassageschäft erfüllen zu können, nimmt sie Devisen herein, für die sie den theoretisch möglichen Höchstsatz von 1% bezahlen wird. Denn dies ist der Betrag, den der Hereinnehmer infolge der Zinsendifferenz einbüßt. Sie gibt hierfür das inländische Geld hin, womit sie also hinsichtlich des Kost- und Kassageschäftes glattgestellt erscheint. Würde sie die Terminweise mit Kassapreisen berechnen, würde sie mit einem Verlust von 1% aus dem Kostgeschäft abschneiden. Sie wird also einen Kursabschlag (Deport) von 1% kalkulieren, und der Wettbewerb unter den Banken wird zur Folge haben, daß sich ihre Konditionen dieser Untergrenze nähern.

C. Die Bank als Terminverkäufer.

Die Bank verkauft Devisen auf Termin, die sie sofort auf Kassa kauft. Sie gibt diese Devisen in Kost und mit dem hereingenommenen Inlandsgelde erfüllt sie das Kassageschäft. Am Fälligkeitstage des Termingeschäftes erfüllt sie mit den Devisen, die sie aus dem Kostgeschäft zurückerhält, den Terminverkauf, und mit dem Inlandsgelde hieraus das Kostgeschäft.

In einem Schema dargestellt ergibt sich folgende Formel:

Der TVKf. erfordert einen KKf. und dieser einen KVKf. mit TKf., oder

$$\text{TVKf.} - \text{KKf.} = \text{KVKf.} - \text{TKf.}$$

a) Der Zinssatz sei im Inland höher.

Die Bank kauft Devisen per Kassa, wofür sie inländisches Geld, das am Inlandsmarkte verwertet, 2% abwerfen würde, hingibt. Die gekauften Devisen gibt sie in Kost, wofür sie einen Report von 1% bezahlen wird müssen, i. e. die Differenz zwischen dem inländischen und ausländischen Zinssatz. Für den Hereinnehmer bedeutet dieser die Vergütung für den Zinsenentgang. Mit dem hereingenommenen Inlandsgelde erfüllt sie das Kassageschäft, wodurch sie nun sowohl hinsichtlich dieses, wie auch des Kostgeschäftes, glattgestellt erscheint. Da sie aber die dadurch entstandenen Kosten von 1% irgendwie hereinzubringen bestrebt sein wird, wird sie den Terminkurs mit einem Aufschlag (Report) gleicher Höhe erstellen.

## b) Der Zinssatz sei im Ausland höher.

Hier werden die entgegengesetzten Erwägungen Platz haben. Durch den Kassakauf gibt die Bank inländisches Geld hin, das am Inlandsmarkte verwertet nur 1% eingebracht hätte, während die gekauften Devisen tatsächlich 2% abwerfen. Um das Kassageschäft zu erfüllen gibt sie Devisen in Kost und nimmt Inlandsgeld herein. Der Hereingeber wird theoretisch bereit sein, ihr die Zinsendifferenz von 1% zu vergüten, mit dem hereingenommenen Inlandsgelde stellt sie das Kassageschäft glatt. Hinsichtlich des Terminkurses wird sie der Wettbewerb zwingen, das aus dem Kostgeschäft realisierte 1% an den Käufer abzutreten, wodurch es also zu einem Deport bis zu diesem Betrage kommen kann.

### D. Zusammenfassung.

Wenn wir also die Ergebnisse dieses Abschnittes mit jenen eines früheren über das reine Kassadeckungsgeschäft vergleichen, so sehen wir, daß sich theoretisch unter normalen Umständen rein kostenmäßig kein Unterschied ergibt. Genau wie oben bei Unterstellung freien Wettbewerbs unter den Banken und unter gleichzeitiger Vernachlässigung aller anderen Faktoren die Zinsdifferenz zwischen zwei zur Betrachtung herangezogenen Märkten das Ausmaß des Reports, bzw. des Deports bestimmte (wobei der Gewinn der Bank einzig und allein auf die Gebühren beschränkt bliebe), so ist es jetzt wiederum diese, die bei der etwas verwickelteren Abdeckungsform durch Kassa- und Kostgeschäft, die Grenzen nicht nur des Kossatzes an sich, sondern auch die des Terminkurses setzt. Wenn wir unsere beiden oben aufgestellten Schemata

$$\text{TKf.} - \text{KVKf.} = \text{KKf.} - \text{TVKf.}$$

$$\text{TVKf.} - \text{KKf.} = \text{KKVf.} - \text{TKf.}$$

nochmals in Erinnerung bringen mögen, so dürfte wohl die Antwort, auf die Frage nach dem Motiv, das die Bank veranlassen könnte, einmal diesen, das andere Mal jenen Weg zu beschreiten, gegeben sein. Durch Variierung der beiden Formeln

$$\text{KKf.} + \text{KVKf.} = \text{TKf.} + \text{TVKf.}$$

lassen sie sich auf eine einzige reduzieren.

Ist nun die zahlenmäßige Differenz zwischen dem Terminkaufs- und dem Terminverkaufskurs größer als die zwischen dem Kassakaufs- und dem Kassaververkaufskurs, oder umgekehrt, so realisiert die Bank einen Gewinn in der Höhe der Differenz der Differenzen, abzüglich gewisser Manipulationsgebühren (siehe S. 55). Die Durchführung dieser Operation, die im Grunde genommen nichts anderes ist als ein doppeltes

Terminkassageschäft, wird aber auf die bereits anlässlich der Besprechung der Technik ausgeführten Schwierigkeiten stoßen (siehe S. 39 ff., 45 ff.). Wir stellen dort die Behauptung auf, daß es zwei Faktoren sind, die die Möglichkeit eines Kassa-Kostgeschäftes nicht nur nicht beeinflussen, sondern oft erst schaffen: Die Marktorganisation und die Marktlage. Die Marktorganisation müssen wir als eine Tatsache hinnehmen, mit der wir uns abzufinden haben. Die Marktlage jedoch wollen wir in dem nachfolgenden dritten Abschnitt dieser Arbeit genau zergliedern.

### III. Die Praxis des Devisen-Termingeschäftes.

Wir haben oben dargelegt, daß die relativen Zinssätze der beiden in Betracht kommenden Länder für den Terminsatz richtunggebend sind. Früher jedoch, als Termingeschäfte noch selten waren, wurden Terminquotierungen manchmal in ziemlich willkürlicher Weise als Differenz zum Kassakurse aufgestellt, wobei diese Differenz in höherem Maße von der Guthaben- und Verpflichtungsbilanz der Bank oder der Banken, die sich in der bezüglichen Währung spezialisierten, als von der Zinsendifferenz abhing. Freilich war in der Mehrzahl der Fälle der Zinsfaktor bestimmend, ja Terminquotierungen wurden sogar auf einer prozentuellen Basis, über und unter Kassakurs, kalkuliert, wobei dieser Prozentsatz von der Zinsendifferenz der beiden in Betracht gezogenen Länder abhing.

Heutzutage geht die Notierung kaum auf diese Weise vonstatten, und würde sie es noch, so wäre kaum Aussicht auf irgend einen Arbitragegewinn, wie wir dargetan haben. Wir können im allgemeinen sagen, daß die Erwägungen mit Hinsicht auf die Zinssatzdifferenz solchen über Angebot und Nachfrage an Termindevisen Platz geben müssen. Steht einem Angebote eine Nachfrage gleichen Ausmaßes gegenüber, so wird es zuvörderst wiederum die Zinssatzdifferenz sein, der der Reihe nach alle anderen Faktoren, wie Valutarisiko (wie weit die Bank Spekulant sein will), Organisation des Terminmarktes usf., folgen, die den Terminsatz bestimmen. Maßgeblich ist aber heutzutage das Verhältnis von Angebot und Nachfrage am Terminmarkt. Unsere Aufgabe ist es nun, die aus dem vorigen Abschnitte gewonnenen Erkenntnisse mit diesem neuen Faktor, der den Tenor des vorliegenden Abschnittes bilden wird, in richtigen Einklang zu bringen, in dem Bewußtsein, damit auch auf dem Boden der Wirklichkeit zu stehen, wie im folgenden dargetan wird. Wenn wir die Frage nach Angebot und Nachfrage aufwerfen, so ist sie zunächst mit der Gegenfrage nach den am Termindevisenhandel beteiligten Personen zu beantworten.

## **1. Wechselwirkung zwischen Kassa- und Terminkurs.**

Die am Devisentermingeschäft beteiligten Personen.

Die Nachfrage wird repräsentiert:

1. Durch **Importeure**, die im Ausland auf Termin Waren gekauft haben. Solche Importeure werden trachten, sich einzudecken, um die Alea der Warenpreisschwankungen nicht noch durch Devisenzeitpekulation zu vergrößern. Mittels dieses Deckungskaufes sichern sie sich außerdem eine feste Kalkulations- und Buchungsbasis.

2. Durch **Banken** und andere am Zahlungsmittelverkehr beteiligte Personen, die den kurzfristigen ausländischen Kredit in irgend welcher Form in Anspruch nehmen. Ein eingeräumter ausländischer Kredit bedeutet für den Inländer Besitz einer Kassadevisen, die zum Tageskurs begeben werden kann. Der Kreditnehmer hat für die seinerzeitige Rückerstattung der Schuld in fremder Währung Sorge zu tragen, da sich der ausländische Gläubiger die Rückerstattung des gleichen Nennwertes regelmäßig ausbedingt.

3. Durch **Spekulant**en.

4. Durch die **Arbitrage**.

5. Durch **Empfänger ausländischer Leistungen** gegen Auslandswährung (Spediteure, Versicherte usw.).

Das Angebot von Termindevisen rekrutiert sich:

1. Aus dem Kreise der **Exporteure** und **Fabrikanten**, die in die Lage kommen, durch Verkauf von Waren per spätere Lieferung den Gegenwert zur Verfügung halten zu können. Analog dem Importeur geht auch der Exporteur bei Terminabschlüssen einem zweifachen Risiko entgegen:

a) er riskiert die jedem Geschäfte auf spätere Lieferung inhärente Möglichkeit der Preissteigerung;

b) er geht eine Devisenspekulation ein, da beim Abschluß des Geschäftes wohl der Preis der Ware bestimmt wird, nicht aber der Devisenkurs. Diese Spekulation kann indessen durch einen Devisenverkauf auf den Termin des abgeschlossenen Geschäftes als Gegenoperation behoben werden.

2. Aus allen jenen Kreisen, die durch Erwerbung von fristigen Devisen für irgendwelche Zwecke dem Auslande gegenüber als Gläubiger auftreten, und sich durch eine Gegenoperation am Terminmarkte den Kurs sichern wollen, falls sich nicht der Schuldner schon von vornherein zu einem bestimmten Kurs verpflichtet hat.

3. Aus dem Kreise der **Spekulant**en.

4. Aus dem Kreise der **Arbitrage**.

5. Aus dem Kreise aller jener, die in ausländischer Währung zu entgeltende Leistungen erbringen (Spediteure, Eisenbahnen usw.).

### A. Ein- und Ausführer.

Kennen wir einmal die Personen, so verstehen wir auch ihre Motive. Sie sind beim Importeur ganz klar und durchsichtig. Selbstverständlich wird und kann er in Zeiten stabiler Wechselkurse auf eine Abdeckung überhaupt verzichten. Die Nachfrage nach Termineisen wird hier demnach vom Grade der Stabilität der Wechselkurse das eine Mal und vom Ausmaße der abgedeckten Beträge das andere Mal abhängen.

Nehmen wir nun an, um die Untersuchung zu erleichtern, alle Importeure hätten nur offene Buchverpflichtungen und deckten diese durch Terminkontrakte ab. Befindet sich nun unsere Handelsbilanz im Ausgleiche, d. h. stehen Importen wertmäßig gleichartige Exporte zeitgerecht gegenüber, so folgt, daß aus diesem Titel Kursschwankungen weder in Kassa- noch in Termineisen eintreten können. Nun ist aber die Handelsbilanz nur ein Teil der Grundbilanz im Schmidtschen Sinne, die sich neben dieser aus einer Anzahl anderer Posten, wie die Bilanz der Erträge internationaler Unternehmungen und ausländischer Kapitalanlagen, der Bilanz internationaler Wanderungen, der Bilanz der politischen Geldübertragungen, der Bilanz der kurzfristig fälligen Kreditzahlungen usf., zusammensetzt. Wenn wir auch annehmen können, daß sich die Grundbilanz auf die Dauer gesehen normalerweise ausgleichen muß, so müssen wir doch auf der anderen Seite erkennen, daß diese Teilbilanzen weder wert- noch zeitmäßig ausgeglichen sein müssen, daß vielmehr Passiva aus dem einen Titel durch Aktiva aus dem anderen kompensiert werden können. Wäre nun der inländische Zahlungsverkehr sich selbst überlassen, so muß es zeitweise zu Schwankungen in den Devisenkursen kommen, die ihre Ursache in dem Mangel der wert- und zeitmäßigen Übereinstimmung der Fälligkeiten der einzelnen Posten haben. Die Beherrschung der Wechselkurse ist Aufgabe der Zentralnotenbankpolitik. In je größerem Maße nun Ausgleichsposten<sup>1)</sup> zur Wirkung gebracht werden, umso eher wird es gelingen, die Wechselkurse stabil zu halten. Hier sei zunächst noch bemerkt, daß neben diesen organischen Faktoren auch eine Reihe anorganischer (Politik, Spekulation) von Einfluß auf die Zahlungsbilanz sein können.

Kehren wir nun wieder zu unseren Exporteuren zurück und unterstellen wir, unser Land A, industrieller Struktur,

---

<sup>1)</sup> Dasselbe gilt auch von der Spekulation, wenn auch in beschränktem Umfange.

unterhalte nur mit dem Lande B, agrikultureller Struktur, Handelsbeziehungen. Da der Zahlungsverkehr zwischen A und B keiner wie immer gearteten Regelung unterworfen ist, können wir annehmen, daß zur Zeit der Ernte oder kurz nachher ein Einfuhrüberschuß statthaben muß. Unsere Getreideimporteure sind durchwegs vertrauenswürdige Männer, so daß sich ihre ausländischen Lieferanten mit offenen Buchforderungen begnügen. Aber sie sind auch vorsichtig und sichern sich ihren Terminausgleich.

Da nun dieser erhöhte Nachfrage kein gleiches Angebot zur Verfügung steht, sieht sich die kontrahierende Bank genötigt, einen Preis zu erstellen, der von der Zinsdifferenz abweicht. Dies muß nun näher erklärt werden.

Nehmen wir der Einfachheit halber an, der Zinssatz zwischen den beiden zum Vergleiche herangezogenen Ländern stünde auf Parität. Die erste Frage wird nun die sein, ob genügend Kassamaterial zur Verfügung steht, die aus dem vermehrten Terminkäufen resultierende erhöhte Nachfrage zu decken. Es ist kein Grund vorhanden, dies anzunehmen, da auch in Kassadevisen Angebot und Nachfrage ausgeglichen waren, als der Getreideimport einsetzte. Die erhöhte Nachfrage nach Termindevisen hat also notwendigerweise auch steigende Preise in Kassadevisen zur Folge, soweit die Beschaffung am gleichen Markt erfolgt. Allerdings sind bei den verschiedenen Währungssystemen dem Steigen der Kassadevisenpreise verschiedene Grenzen gesetzt, wie wir gesehen haben. Während bei der Goldwährung der Kassakurs nur bis zum Ausfuhrpunkt steigen kann, sind ihm bei der Papierwährung theoretisch keine Schranken auferlegt.

Da der Terminkurs auf dem Kassakurs basiert, müßte zwangsläufig mit der Steigerung dieses auch eines jenes erfolgen. Das wird überall dort der Fall sein, wo die Banken ihrer volkswirtschaftlichen Mission bewußt, von einer solchen Erstellung des Terminsatzes, die von den durch die Einwirkung der im früheren Abschnitt zusammengefaßten Faktoren gesteckten Grenzen abweicht, Abstand nehmen, da sie das plötzliche Ansteigen der Nachfrage nach Termindevisen als natürlich bedingt, etwa auf saisonale Einflüsse zurückführen. (Siehe beigeschlossene Tafel, Beispiel New-York.) Eine derartige Stellungnahme der Banken setzt jedoch große Geldflüssigkeit und zudem vielleicht eine vom Geiste richtiger Gemeinschaft gelenkte Bankpolitik überhaupt voraus.

Bei Vernachlässigung dieses letzten, doch mehr oder weniger irrationalen Faktors, werden jedoch die Banken zu einer Erhöhung des Terminsatzes über die vorhin aufgezeigten Schranken schon deshalb schreiten, weil darin ihre wirksamste Waffe besteht, der Gefahr der Illiquidität infolge der Kassa-



deckungskäufe auszuweichen, ohne auf den Abschluß von Terminkontrakten gänzlich verzichten zu wollen. Eine solche Politik wird insbesondere dann gerechtfertigt sein, wenn hiedurch die Nachfrage nach Termindevisen auf einen derartigen Umfang eingeschränkt werden kann, der nach der arteiligen Stellung der betreffenden Volkswirtschaft in der Weltwirtschaft gerechtfertigt ist. Freilich bleibt hiebei zu bedenken, daß die Importeure gerade dadurch vielleicht zum Verzicht auf Kompensation ihrer Verpflichtungen gedrängt und dadurch zu Spekulanten werden. Gemäß unserer obigen Unterstellung der unspekulativen Einstellung der Getreideimporteure steht dies allerdings nicht zu befürchten, was zur Folge hat, daß sie ihre Importe auf das „natürlich“ richtige Maß beschränken werden.

Zusammenfassend können wir also sagen, daß unter der Annahme der Zinsparität zwischen zwei verglichenen Märkten eine erhöhte Nachfrage nach Termindevisen ein über die in vorigen Abschnitten aufgezeigten Grenzen hinausgehendes Anziehen der Terminalsätze zur Folge haben wird. Liegt der Zinssatz am ausländischen Markte unter dem heimischen, so wird der an sich vorhandene Report wiederum eine Erhöhung über die betreffenden Grenzen hinaus erfahren, während bei umgekehrter Konstellation ein etwa vorhandener Report sich in einen Report verwandeln wird. Es erübrigt sich noch zu bemerken, daß bei einem Überwiegen des Angebots an Termindevisen als Folge von Exporten die gerade umgekehrten Erwägungen Platz haben.

## B. Die Banken.

Nun können aber auch Einflüsse auf dem Terminmarkt auftreten, die aus der zweiten Gruppe der oben als am Termingeschäft beteiligten Personen, i. e. der Banken und anderer am Zahlungsverkehr beteiligter Personen, hergeleitet werden können. Hier sind alle jene Geschäfte hereinzunehmen, die zur kurz- und langfristigen Kapital-, bzw. Geldanlage im Auslande durchgeführt werden, und bei denen, um die Alea des Valutarisikos auszuschalten, Terminengagements getätigt werden. Es kann nicht Aufgabe dieser Darstellung sein, alle diese Geschäftsarten namentlich aufzuzählen oder gar einzeln zu untersuchen. Vielmehr müssen wir uns mit der Feststellung begnügen, daß der günstige Zins- und Kursstand des Auslandsmarktes zu den mannigfachsten Operationen führt. Sie alle wirken normalerweise als Ausgleichsposten im Schmidt'schen Sinne, mit dem Ergebnis, daß Zinsdifferenzen und Kursbewegungen in weitgehendstem Maße ausgeglichen werden.

Greifen wir nun einen von vielen Fällen heraus, i. e. Zinsgeschäfte; sie werden nur abgeschlossen, wenn aus der Diffe-

renz zwischen zwei Märkten ein Gewinn gezogen werden kann. Ihre Wirkung auf den Wechselkurs ist außerordentlich weitgehend, sodaß Schmalenbach<sup>2)</sup>, Schmidt<sup>3)</sup>, Mahlberg<sup>4)</sup> und andere sie zum Gegenstand eingehender Untersuchungen gemacht haben. Ihre graphischen Darstellungen zeigen und beweisen mehr oder minder übereinstimmend, daß der kurze Kurs — der für sofort fällige (oder innerhalb weniger Tage) Zahlungsmittel fast ohne Ausnahme jeder, auch der kleinsten Schwankung — der Marktzinsdifferenz folgt. „Freilich sind die Zinsgeschäfte häufig Spekulationen, die schon abgeschlossen werden, wenn das rechnerische Kursrisiko noch nicht völlig gedeckt ist.“<sup>5)</sup> Ja, Schmidt geht sogar soweit, sie insgesamt Zinsspekulationen zu nennen, da die Praktiker neben ihrem Urteil über die Kursentwicklung offenbar auch den Umstand berücksichtigen, daß man beim Zinsgeschäft nicht nur Kursrisiko, sondern auch Aussicht auf Kursgewinn hat. Gleichartig stellt Suntych<sup>6)</sup> in seinen Darlegungen über die Wechselpensionen die Behauptung auf, das diesen Operationen inhärente Valutarisiko werde nur dann durch Termingeschäfte ausgeschaltet, sofern dadurch die Gewinnmarge nicht in Frage gestellt würde. Andersfalls sei der Pensionsgeber lieber bereit, dieses Risiko selbst zu tragen. Zieht man jetzt noch zur Betrachtung, daß in vielen Märkten ein gut organisierter Terminmarkt nicht besteht, so können wir wohl zusammenfassend zu dem Schlusse kommen, daß der obigen Behauptung Schmidts, die Zinsgeschäfte als Zinsspekulationen zu bezeichnen, zuzustimmen ist.

Würde jedoch jedes einzelne dieser Geschäfte am Terminmarkt kursgesichert werden, so müßten sich naturgemäß die Bewegungen des Kassakurses im Terminkurs widerspiegeln. Da aber dem nicht so ist, der Operateur also (mit gewissen Einschränkungen)<sup>7)</sup> zum Spekulanten wird — vielleicht liegt gerade darin seine Leistungserstellung —, so können wir dem Kassakurs in gewissem Sinne ein Eigenleben zuschreiben.

Wir haben also erkannt, daß Kursschwankungen in Kassadevisen nicht notwendigerweise auf den Terminkurs von Einfluß zu sein brauchen, nämlich dort nicht, wo der Termin-

<sup>2)</sup> Eugen Schmalenbach: Der Kurs des Pfund-Sterlingwechsels, Z. f. h. F., I., S. 241 ff.; E. Schmalenbach: Der Kurs des Dollarwechsels, Z. f. h. F., II., S. 121 ff.

<sup>3)</sup> F. Schmidt: Zur Theorie der Wechselkurse, Z. f. h. F., 1916, Seite 107 ff.

<sup>4)</sup> Walter Mahlberg: Der Kurs des Frankenwechsels, Z. f. h. F., III., S. 397 ff.

<sup>5)</sup> F. Schmidt: a. a. O. S. 213.

<sup>6)</sup> F. Suntych: a. a. O. S. 9 ff.

<sup>7)</sup> Dies wird oft ganz von der Kenntnis des gegnerischen Marktes abhängen, denn es wäre z. B. nach den Darstellungen Mahlbergs

kurs eine Abdeckung der in Kassadevisen vorgenommenen Operationen nicht erlaubt. Andererseits haben wir festgestellt, daß durch das Handeln des unspekulativen Importeurs (das analoge gilt vom Exporteur), ein Anbotsüberschuß an Termindisvisen, infolge Überschusses von Importen, erfolgen kann, das die Bank zwingt, einen über eine etwaige Zinsdifferenz hinausgehenden Terminsatz ganz einfach deshalb zu erstellen, weil durch die Abdeckungsmaßnahmen der Bank notgedrungenenerweise ein Anziehen der Kassapreise erfolgen muß, ganz abgesehen von den Bestrebungen der Bank, ihre Guthaben- und Verpflichtungsbilanz beim ausländischen Korrespondenten möglichst ausgeglichen zu halten. Wir sehen also, daß bei unsppekulativer Einstellung des Marktes die Terminkurse fest an die Kassakurse gekettet sind, daß aber die Bindung nicht von den Kassageschäften auf die Termingeschäfte zurückzuführen sein muß, sondern (häufigerweise) von den Termin- auf die Kassageschäfte.

Die Wechselwirkung zwischen Kassa- und Terminkurs besteht demnach darin, daß bei unsppekulativer Einstellung des Marktes auf die Dauer betrachtet die Bewegungen des Terminkurses mit denen des Kassakurses eng verbunden sind, daß aber andererseits dem Kassakurs (Terminkurs) Tendenzen innewohnen können, zeitweise von der Parallele mit dem Terminkurs (Kassakurs) abzuweichen. Negativ ausgedrückt lautet dieser Satz: Termin- und Kassakurse können auf die Dauer nur dann von der ihnen gemeinsamen Linie abgedrängt werden, wenn einer der beiden Märkte spekulativ eingestellt ist.

Man kann also sagen: Im allgemeinen folgt der Kurs der Terminnotierungen ziemlich genau dem Kassakurs, aber da das Verhältnis von Angebot und Nachfrage am Terminmarkte nicht dasselbe wie am Kassamarkte sein muß, so resultiert daraus zeitweise eine Bewegung des Terminkurses, die unabhängig von der des Kassakurses vonstatten geht. Mit anderen Worten heißt das, daß ein Wechsel im Verhältnis von Angebot und Nachfrage am Terminmarkt beispielshalber ein

---

über den Frankenwechsel töricht gewesen, bei Berechnung des Kursrisikos für diese Wechsel den unteren Goldpunkt als Grenze zu setzen, denn die Statistik beweist, daß der Kurs recht selten unter die rechnerische Kursmitte, die Goldparität, sinkt. Daraus ergibt sich, daß Geldverschiebungen zwecks Ausnützung des Zinsunterschiedes rechnerisch Zinsspekulationen, praktisch aber nahezu risikolose Zinsgeschäfte sein können, weil ziemliche Sicherheit über ihren günstigen Ausgang von vornherein besteht. Natürlich wird durch diese Überlegungen die Grenze zwischen den risikofreien Zinsgeschäft und der Zinsspekulation recht schwankend.

Ansteigen des Depots oder ein Sinken des Reports zur Folge hat, obwohl der Kassakurs unverändert bleibt, während andererseits eine Veränderung der Kassapreise keine Rückwirkungen auf die Terminkurse zur Folge haben braucht. Diese Tendenz kann man kurz wie folgend zusammenfassen:

Der Depot für Termindevisen hat die Tendenz zu steigen, oder der Report die Tendenz zu fallen, wenn:

a) ein Anwachsen des Angebots in Termindevisen im Verhältnis zur Nachfrage erfolgte, ohne daß eine entsprechende Änderung in der Kassaposition einträte, oder sich

b) eine Abschwächung des Angebots in Kassadevisen im Verhältnis zur Nachfrage nach solchen ergäbe, ohne daß eine entsprechende Bewegung in der Terminposition nachfolgte.

Der Depot für Termindevisen hat die Tendenz zu fallen, oder der Report die Tendenz zu steigen, wenn:

a) eine Abnahme im Angebot in Termindevisen im Verhältnis zur Nachfrage erfolgte, ohne daß eine entsprechende Bewegung auch in der Kassaposition erfolgte, oder

b) eine Zunahme des Angebots in Kassadevisen im Verhältnis zur Nachfrage einträte, ohne daß ein entsprechender Wechsel auch am Terminmarkt fühlbar würde.

a) Exkurs: Vergleich mit der Wechselwirkung zwischen Kassa- und Zeitdevisen.

Selbst auf die Gefahr hin, unmethodisch vorzugehen, sei uns erlaubt, an dieser Stelle die Wechselwirkung zwischen Kassa- und Zeitdevisen<sup>8)</sup> zum Vergleich mit den vorausgegangenen Untersuchungen heranzuziehen. Wie sich die Preise der Kassadevisen dem im Markte wirksamen Angebot- und Nachfrageverhältnisse angleichen, so müssen sich auch die Preise der Zeitdevisen nach diesem richten. Damit soll aber zunächst nicht ausgedrückt sein, daß eine Nachfragesteigerung in Kassadevisen eine solche in Zeitdevisen zur Folge habe, sondern lediglich, daß beide in ihrer Preisgestaltung mechanisch der Angebot- und Nachfragerregel folgen. Die Frage, die uns hier zunächst interessiert, ist die nach dem Preisunterschied zwischen beiden. Dieser wird naturgemäß umso größer sein, je größer der Zeitunterschied ist. Wir können den Zeitunterschied, in Prozenten ausgedrückt, als die natürliche Basis des Preisunterschiedes ansehen. Gemäß den Angebot- und Nachfrageschwankungen, deren Ursache hier belanglos ist, werden sich nun Abweichungen von der natür-

<sup>8)</sup> Bzgl. der Terminologie siehe Einleitung, S. 12.

lichen Preisbasis ergeben, deren Grenzen sich jedoch genau umschreiben lassen. Sie werden durch die sogenannten Umwandlungskosten fixiert, die Schmidt<sup>9)</sup> aus folgenden Faktoren zusammensetzt<sup>10)</sup>:

1. Kosten des Ankaufs langer Wechsel, die, weil in der Regel im eigenen Markt erfolgend, niedrig sind und bei Banken oft infolge Berechnung einer Provision gegenüber dem Kunden ins Gegenteil umschlagen;

2. Kosten der Bearbeitung und Versendung nach dem bezogenen Land;

3. eventuell aus Stempelkosten, wenn sie der Vermittler zu tragen hat;

4. Umwandlung der langen Wechsel im bezogenen Land in sofort fällige Guthaben. Sie erfolgt auf dem Wege des Diskonts;

4b. Umwandlung der kurzen Wechsel in langfristige Guthaben;

5. Kosten des Verkaufs der baren langfristigen Guthaben, die durch die Umwandlung erlangt werden;

6. Die Gefahr des Fehlschlags der Operation und das infolge der Versendung erworbener Wechsel nach dem Gegenland oft nicht ganz vermeidbare Risiko der Preisveränderung bedingen eine Risikoprämie;

7. schließlich wird die Umwandlungsbank eine bestimmte, praktisch geringe Gewinnrate verlangen müssen.

Eine Differenz zwischen kurz — lang, die über die natürliche Preisbasis zuzüglich obiger Kostenfaktoren hinausgeht, kann man demnach aus einer Eigenbewegung sowohl der Kassa- wie der Zeitdevisenkurse hervorgerufen sein. In diesem Augenblick wird die Zinsdifferenzarbitrage eingreifen, die demnach entweder gleichzeitig sofort fällige Zahlungsmittel kaufen, und später fällige verkaufen, oder später fällige kaufen und sofort fällige verkaufen wird.

Im ersten Falle kann die Fälligkeit des durch den Kauf erlangten Auslandsguthabens durch ein Zinsgeschäft bis zur Fälligkeit der verkauften Zahlungsmittel hinausgeschoben werden. Es handelt sich also um eine Geldanlage im Auslande unter Ausschluß des Kursrisikos. Die Anlage kann im Kontokorrent, im Wechselmarkt zum Marktsatze, an der Börse als täglich, Wochen- oder Monatsgeld, in Lombard- oder Prolongationsgeschäften u. a. erfolgen. Die Zinsarbitrage ergibt Gewinn, wenn der Zinsertrag auf das Barguthaben nach Abzug

<sup>9)</sup> F. Schmidt: a. a. O. S. 282 ff.

<sup>10)</sup> Otto Swoboda — Eduard Wagon: „Die Arbitrage in Wertpapieren, Münzen und Edelmetallen“, 17. Auflage, Berlin und Leipzig 1928, S. 1 ff., ähnlich.

der Spesen höher ist als die Differenz im Preise zwischen kurzen und langen Zahlungsmitteln. Eine solche Arbitrage wird natürlich nur dann durchgeführt, wenn dieser Fall eintritt, „und das ist so selten, weil in der Regel die Differenz zwischen dem Preise kurzer und langer Wechsel um Kosten und Gewinn der Umwandlungsbanken größer ist als der Marktsatz des bezogenen Landes, zu dem die Geldanlage erfolgen kann“<sup>11)</sup>. Nachteilig wirken ferner die Kosten des Anlagegeschäftes im Gegenlande.

Im zweiten, für die Praxis weitaus wichtigsten Falle, hat der Zinsarbitrageur für die Deckung verkaufter, sofort fälliger Zahlungsmittel auch sofort zu sorgen. Er kauft aber später fällige. Seine Aufgabe ist es, diese in Barguthaben zu verwandeln, um daraus zu zahlen oder zahlen zu lassen. Er muß also bis zur Fälligkeit der später fälligen Zahlungsmittel Geld leihen. „Das kann in der Form des Wechseldiskonts, möglichst zum billigeren Marktsatze, geschehen. Seltener erfolgt es im Kontokorrent oder an der Börse unter Verpfändung von Effekten eventuell auch von Wechseln.“<sup>12)</sup> Die Arbitrage ist nur dann mit Nutzen durchführbar, wenn die Aufwendungen für Zinsen und Kosten geringer sind als der Gewinn aus der Differenz im Preise der kurzen und langen Zahlungsmittel.

Daraus folgt, daß die Spannung zwischen kurz—lang von der Marktrate des bezogenen Marktes einerseits und von der Organisation des Zahlungsverkehrs andererseits abhängen muß. Ferner ergibt sich die Erkenntnis, daß jede Marktsatzänderung des bezogenen Landes eine Bewegung des langen Kurses hervorrufen muß. Andererseits muß aber auch berücksichtigt werden, daß der lange Kurs jeder Schwankung des kurzen Kurses infolge der Bindung durch die Umwandlungskosten folgt, und schließlich ist festzuhalten, daß auch in langen Wechseln Bewegungen (aus Preisspekulationen) z. B. stattfinden können, die den langen Kurs zeitweise von der durch die Umwandlungskosten gegebenen Linie abdrängen können.

Als die hauptsächlichsten Ursachen, die eine temporäre Abweichung von der Parallelbewegung kurz—lang zur Folge haben können, führt Schmidt<sup>13)</sup> die folgenden an, die wir vollinhaltlich hier wiedergeben, da sie uns Erkenntnisse vermitteln, die für das Studium der beigeschlossenen Tafeln von Interesse sein mögen:

„Ein Grund für manche Abweichungen des langen Kurses von den Umwandlungskosten ist die Unvollkommenheit des

---

<sup>11)</sup> F. Schmidt: a. a. O. S. 244.

<sup>12)</sup> F. Schmidt: a. a. O. S. 244.

<sup>13)</sup> F. Schmidt: a. a. O. S. 286 ff.

Nachrichtenwesens. Zwar ist die Nachrichtenvermittlung im Börsenverkehr außerordentlich beschleunigt, doch wird sie kaum imstande sein, an den einzelnen europäischen Börsen die genauen Marktsätze des Gegenlandes vor Festsetzung der eigenen Wechselkurse oder mindestens vor Abschluß der Hauptmasse der Geschäfte bekannt zu machen. Man ist also im Devisenhandel oft auf Schätzung des Marktsatzes im Gegenlande für den laufenden Tag angewiesen. Dadurch entstehen zwischen den graphischen Darstellungen, die ja später die exakten Marktsätze aufnehmen, und den Kurven Unstimmigkeiten.“

Diese Behauptung dürfte weder mit Rücksicht auf den Devisenhandel überhaupt, noch im Hinblick auf den Terminhandel heute zutreffend sein, da dieser seit dem Weltkriege fast gänzlich in die Hände der Banken übergegangen ist, die durchwegs über ein ausgezeichnetes Nachrichtennetz verfügen.

„Auf den kurzen Kurs, den die Marktzinsdifferenz leitet, wirkt eine Überschätzung des steigenden Marktsatzes im Gegenlande als zu hohe Steigerung, eine Unterschätzung desselben als zu geringe Steigerung. Überschätztes Sinken des Marktsatzes veranlaßt zu starkes Sinken, und unterschätztes Sinken des Zinses zu geringes Sinken des Kurses.“

„Der lange Kurs hat alle Bewegungen des kurzen mitzumachen, er muß sich aber daneben noch dem Marktpreise im bezogenen Lande anpassen. Da dieser oft nur schätzungsweise bekannt ist, bleibt der lange Kurs in der Regel bei scharfen Bewegungen desselben dahinter zurück. Bei Steigen des Marktsatzes im bezogenen Lande bedeutet das leicht Überschreitung der Marktsatzlinie in den Diagrammen, umgekehrt erhebliche Unterschreitung.“

Dieses Argument hält, wie ein flüchtiger Blick auf die beige geschlossenen Tafeln belehrt, heute nicht mehr Stich. Der Kassa- wie der Terminbelga z. B. machten in der Zeit der Untersuchung ganz beträchtliche Schwankungen mit, obwohl die Bankrate sowohl in London wie in Brüssel stabil blieb.

„Der lange Kurs ist an sich träge und folgt dem kurzen bei seinen Sprüngen oft nur zögernd, auch wenn der Zins im Gegenlande nicht erheblich verschoben wird. In diesem Falle sind starke Änderungen der Zinsdifferenz und des kurzen Kurses fast nur durch Veränderungen des inländischen Marktsatzes möglich.“

„Da große Kursschwankungen mit erheblichen Verschiebungen der Zinsdifferenz und diese wieder zum Teil mit Veränderungen des Marktsatzes im Gegenlande verknüpft sind, so ist es oft unmöglich, zu entscheiden, ob die Mängel

des Nachrichtendienstes oder die Trägheit des langen Kurses Ursache der Abweichungen von der Zinsarbitragegrenze sind.“

Zur Frage des Nachrichtendienstes haben wir schon oben Stellung genommen; die Arbitrage soll einer eingehenden Untersuchung unterzogen werden. Wenn Schmidt eine Trägheit des langen Kurses feststellt, so ist bezüglich des langen Terminkurses hier nur das Gegenteil zu bemerken. Im übrigen soll auf diese Frage noch anlässlich der Besprechung der Spekulation zurückgekommen werden (siehe S. 82 ff.).

„Schließlich kann die Änderung des Bankdiskonts im bezogenen Lande, welche ja auf dessen Marktsatz scharf einwirkt, auch die Differenz kurz—lang beeinflussen, weil man nach der meist frühzeitig, oft im Voraus bekannten Banksatzänderung auch die des Marktsatzes schätzt, ohne daß diese immer der Schätzung recht gibt.“

Ähnlich drückt sich auch Schmalenbach<sup>14)</sup> aus, der noch bezüglich der Preisspekulation im Handel langer Wechsel, die Schmidt leider gänzlich vernachlässigt, bemerkt, daß sie auf die Differenz kurz—lang bei Aussicht auf Kurssteigerung mindern und bei Aussicht auf Kursfall erhöhend einwirkt. Sie gestaltet den langen Kurs oft schwerfälliger als den kurzen, weil die Parteien beim Geschäft in langen Wechseln ihren Blick auf einen ausgedehnteren Zeitraum richten, als beim Abschluß in kurzen Wechseln.

Endlich sei noch das Resümee eines Aufsatzes Mahlbergs<sup>15)</sup> zitiert: „Die kurz—lange 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 Privatsatz; die Abweichung vom Privatsatz nach oben und unten setzt sich so lange fort, bis die Abweichung der geschätzten Valutaentwicklung den kommenden Valutaumschwung vorweggenommen hat.“

Wenn wir also zusammenfassend die Wechselbewegung zwischen Kassa- und Zeitdevisen einerseits, zwischen Kassa- und Termindevisen andererseits vergleichend gegenüberstellen, so ist festzustellen:

Die kurz—lange Bindung ergibt sich zunächst aus der Höhe des Marktsatzes, der ihr sozusagen die Basis gibt. Die Basis wird um die sogenannten Umwandlungskosten erweitert, deren Ausmaß wiederum eine Größe der Marktorganisation ist. Steigt die Spannung über diese Zonen hinaus, so setzt wirksam die Arbitrage ein, die sie wieder innerhalb ihrer

<sup>14)</sup> E. Schmalenbach: a. a. O.

<sup>15)</sup> W. Mahlberg: Der Preismechanismus der kurz-langen Spannung, Z. f. h. F., XIII., Heft 11/12.



kostenmäßig bestimmten Grenzen zurückdrängt. Allerdings können Abweichungen von dieser Bindung eintreten, die aber wesensgemäß nur temporären Charakters sein können.

Für die Bindung zwischen Kassa- und Terminkurs ist wiederum der Marktzins die Basis. Doch hier spielt die Organisation des Termindevisenmarktes insofern eine ungleich größere Rolle, als der Kostenfaktor der Abdeckung ganz von ihr bestimmt wird. Wir haben gesehen, daß bei der unterstellten Möglichkeit der Terminkompensation theoretisch keine über Manipulationsspesen hinausgehenden Kosten entstehen. Bei der Kassaabdeckung andererseits kommen die schon oben namhaft gemachten Kosten in Betracht, die sich mit den bei der kurz—lang Devisen entstehenden ziemlich decken. Als dritter noch zu behandelnder Faktor ist die Tendenz des Marktes zur Spekulation bedeutend, ja sogar ausschlaggebend. Da, wie Schmidt behauptet, fast alle Geschäfte in Kassa- wie in Zeitdevisen mehr oder minder spekulativ sind, können wir negativ die Behauptung aufstellen: Der Terminkurs ist an den Kassakurs gebunden, wenn weder Termin noch Kassa- noch Zeitmarkt spekulativ ist. Aus dieser Erkenntnis heraus sind die aus den beiliegenden Diagrammen ersichtlichen Untersuchungen über den Kursverlauf in Kassa- und Termindevisen in diesem Geiste zu beurteilen.

### C. Die Spekulation.

Wir haben im vorigen Abschnitt dargetan, daß eine Bindung zwischen Kassa- und Terminkurs besteht, sofern der Devisenmarkt im allgemeinen unspekulativ eingestellt ist. Abweichungen von dem durch Zinsdifferenz und Umwandlungskosten vorgeschriebenen Grenzen können nur zeitweise auftreten, infolge einer wesensgemäßen Eigenlebigkeit des Kassamarktes (Terminmarktes einerseits) und, dies sei Gegenstand dieser Untersuchung, infolge der Spekulation.

Einer wissenschaftlich einwandfreien Zergliederung dieser spezifischen Art von Spekulation stehen jedoch fast unüberwindliche Schwierigkeiten entgegen. Nicht nur daß uns jegliches Zahlenmaterial über die abgeschlossenen Engagements fehlt, ist es auch den Banken selbst schwer, zwischen spekulativen und nichtspekulativen Operationen, die sich ja äußerlich durch nichts zu unterscheiden brauchen, zu scheiden<sup>16)</sup>.

---

<sup>16)</sup> „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.“ C. A. Fischer: a. a. O. Seite 4.

Wir sehen lediglich ein eratisches Schwanken der Deport-, bzw. Reportsätze, das über jegliche natürliche Grenzen hinausgeht. Und dieses Überausmaß ist der einzige Maßstab für das Ausmaß der Spekulation. Wenn demnach in London beispielsweise der Dreimonatsfranken mit  $2\frac{1}{8}$ — $2\frac{1}{4}$  über Kassakurs gehandelt wird, d. h. mit einem Report von ca. 12%, so sagt uns dies in Ansehung der Zinssatzdifferenz von bloß  $1\frac{1}{2}$ % p. a.<sup>17)</sup>, daß die Spannung von  $2\frac{1}{4}$  auf 0.28 ff. auf außerordentliche Einflüsse zurückzuführen ist. Selbstverständlich sind außer der Zinssatzdifferenz, die einen Aufschlag von 0.28 ff. rechtfertigen würde, noch alle jene Kosten, die wir oben als sonstige Kalkulationsfaktoren zusammenfaßten, zu berücksichtigen, ja es wäre gegebenenfalls sogar ein saisonaler Einfluß, der sich eispielshalber sogar in einem Importüberschuß manifestiert und dem eine entgegengesetzte Kassabewegung entgegenwirkte, in Betracht zu ziehen. Wir wissen also nicht, inwieweit die Spekulation am Werke ist, sondern nur, daß sie am Werke ist. Dementsprechend kann sich unsere Untersuchung lediglich auf die Methoden und auf die voraussichtliche, bzw. empirisch erkannte oder gemutmaßte Wirkung der Spekulation erstrecken.

Im allgemeinen läßt sich feststellen: ein außergewöhnlicher Deport und Report ist ein Zeichen dafür, daß alle normalen Mittel (z. B. Arbitrage), Angebot und Nachfrage am Terminmarkt auszugleichen, fehlgeschlagen haben und daß in solchen Fällen gewöhnlicherweise die Spekulation für eine derartige Kursbildung verantwortlich ist.

Es liegt aber im Wesen der Spekulation beschlossen, daß eine Unzahl von Manipulationen getätigt werden, die, voneinander unabhängig oder miteinander verbunden, einander entgegengesetzt oder in derselben Richtung, gleichartig oder ungleichartig bezüglich der Höhe des Kapitals, demnach auch eine Unzahl von Wirkungen auslösen. Wir aber sehen nur eine Gesamtwirkung, einen Gesamteffekt, der uns gleichsam den Schlüssel für die allgemeine Tendenz der Spekulation abzugeben hat. Und von der Wirkung läßt sich dann auch leicht das Motiv derjenigen Spekulantengruppe, die schließlich den Ausschlag gibt, d. h. die Tendenz verleiht, ableiten und erklären. Wir können also sagen: Eine Untersuchung der Methoden hat Hand in Hand mit der Kenntnisaufnahme der Wirkung der Spekulation zu gehen, da wir eigentlich von der Wirkung auf die Methoden schließen, die Motive aber wieder aus der Wirkung erkennen. Und hier können wir bereits feststellen, daß es sich um zwei große Gruppen handelt, die dem Terminkurs die endgültige Tendenz verleihen,

<sup>17)</sup> Zur Zeit der Niederschrift am 25. März 1936.

je nachdem, ob die Terminkurse übermäßig über oder unter dem Kassakurse liegen.

Die Gruppe I, die in zwei zeitlich voneinander verschiedenen Märkten agiert, spekuliert auf ein Fallen des Terminkurses.

Wir wollen nun an der Hand eines aus der Wirklichkeit genommenen Beispiels die Arbeit dieser Gruppe aufzudecken versuchen. Die Frankfurter Zeitung vom 19. April 1936 berichtet, daß am vorhergehenden Tage der Terminfranken in London mit einem „discount“ von ca. 25% gehandelt wurde. Hinter dieser knappen Mitteilung verbirgt sich zunächst der Niederschlag der Meinung des Marktes dahingehend, daß dieser im Zusammenhang mit der europäischen Lage im allgemeinen und mit der politischen Lage Frankreichs im besonderen ein baldiges Abgehen vom Goldstandard in Frankreich erwartet und insbesondere hofft, daß damit auch das Schicksal der übrigen Goldblockländer besiegelt sei. Wer diesen Markt darstellt und für welche Interessen er arbeitet entzieht sich allerdings unserer Kenntnis.

Die Gruppe I wird in London Terminfranken verkaufen. Die kontrahierende Bank hat demnach Franken auf Termin zu kaufen und per Kassa zu verkaufen. Unter normalen Verhältnissen müßte der Terminfranken mit einem „premium“ (in unserem Sinne Deport) von ca. 3% p. a., der Differenz zwischen den beiden Zinsraten, gehandelt werden. Durch das Überangebot von Terminfranken läuft jedoch die Bank Gefahr, die ihr beim Korrespondenten eingeräumte Kreditgrenze zu überschreiten, was sie veranlassen wird, die einzige Waffe, die sie hat, den Terminsatz, nach diesen geänderten Gesichtspunkten zu regulieren. Sie wird diesen deshalb so erstellen, daß möglichst wenige Bewerber zum Zuge kommen, was sie dadurch erreicht, daß sie ihn möglichst wenig attraktiv gestaltet. Anstatt demnach einen Deport von 3% zu offerieren, wird sie einen bedeutend größeren Abschlag vom Kassafranken fordern, den sie umso größer erstellen wird, je hartnäckiger das Angebot ist. Aber noch ein anderer Grund wird für diese Maßregel verantwortlich sein. Ganz abgesehen davon, daß durch die Kassaverkäufe der Frankenkurs auf seine Untergrenze herabgedrückt wird, wird die Bank überhaupt Schwierigkeiten haben, Kassafranken zu veräußern, Schwierigkeiten, die naturgemäß in dem Maße zunehmen, als ihre Terminaufträge ansteigen. Der Deport wird sich also vergrößern, und damit hat der Markt sein Ziel erreicht. Ist nämlich die Spanne zwischen dem am Abschlußstage herrschenden und dem jetzigen Deportsatze groß genug, um nach Abzug aller Spesen einen angemessenen Gewinn zu erzielen, so wird derselbe Betrag, der seinerzeit auf Termin verkauft worden war, für den

gleichen Termin zurückgekauft. Dieser zweite Kontrakt erfordert auf Seiten der Bank die entgegengesetzte Maßnahme wie oben, was auf dem Termin- wie Kassamarkte dann fühlbar werden wird, wenn dem jetzigen Kontrakt nicht mindestens ein ebenso großes Engagement entgegengesetzter Richtung gegenübersteht. Hierbei ist jedoch eine Voraussetzung wichtig, von deren Erfüllung der Erfolg dieser Art von Spekulation abhängt. Die erste Manipulation (i. e. TVKf.) darf nämlich nicht isoliert vorgenommen werden, sondern muß den ganzen Markt „mitreißen“. Damit soll ausgedrückt werden, daß die vielleicht anfänglich von einer einzigen Gruppe ausgeführte Manipulation auf die anderen im Markte tätigen Spekulanten die Wirkung haben muß, sich nun nachträglich ebenso in der betreffenden Währung und, das ist wesentlich, in der gleichen Weise (TVKf.) zu engagieren. Denn erst dadurch wird erreicht, daß die Depotsätze von den Banken hinaufgeschraubt werden müssen. Ist dies nun eingetreten, so hängt es ganz und gar von dem „Fingerspitzengefühl“ der ersten Spekulantengruppe ab, diese Tendenz im richtigen Augenblick abzufangen, das heißt mit der Gegenoperation (TKf.) vorzugehen, bevor der übrige Markt das gleiche tut. Und darin, und nur darin, liegt der Erfolg der Spekulation beschlossen: Durch seine Manipulation zunächst den übrigen Markt mitnehmen und zur richtigen Zeit mit der Gegenoperation einzusetzen, und zwar bevor die anderen es tun.

Solange eine Goldwährung intakt ist, kann der Kurs für Kassadevisen nur bis zu einer rechenbaren Niederstgrenze sinken, was demnach auch in unserem Beispiele mit Bezug auf den Kassafranken zutrifft. Dem Steigen des Termindepots jedoch sind theoretisch keine Grenzen gesetzt. So kommt es, daß sich vielleicht ein kostenmäßig bestimmter Report in einen Deport verwandelt, bzw. ein bereits bestehender Deport sich weit über seine kostenmäßig festgelegten Grenzen hinaus vergrößert.

Erfolgt nun die Gegenoperation, so kann, muß aber nicht, wie schon angedeutet, die Wirkung auf den Terminkurs eine solche sein, daß der unnatürlich aufgeschwellte Deport wieder mehr oder weniger zu seiner natürlich bestimmten Grenze hingravitiert.

Wir können also sagen, daß die ruckweisen Bewegungen des Terminkurses durchaus in der Natur der Spekulation begründet liegen (siehe beigeschlossene Tafeln). Eine plötzliche Verringerung des Depots bedeutet demnach, daß vorhergegangene Spekulationsengagements abgedeckt wurden, weil nach der Meinung des Marktes die Gewinnstmarke ausreichend ist, eine plötzliche Vergrößerung, daß (darüber hinaus) ein neuer Angriff lanciert wurde.

Schematisch dargestellt spielt sich der Vorgang dieser Spekulation wie folgt ab:

z. B. 31. I. Terminverkauf per 31. IV.

z. B. 31. III. Terminkauf per 31. IV.

Die Differenz zwischen den beiden Reportsätzen minus Kosten ergibt den Gewinn.

Analog können wir jetzt zur Beschreibung der Methoden der Gruppe II schreiten, die auf ein Ansteigen des Terminkurses hinarbeitet.

Die zweite Gruppe wird auf Termin kaufen. Die kontrahierende Bank tritt demnach als Verkäufer am Terminmarkt, als Käufer am Kassamarkt auf. Die Folge ist, daß nicht nur die Kassakurse anziehen, sondern daß auch die Reportsätze von seiten der Bank emporgeschraubt werden, die dadurch ein Abflauen der Terminkaufsengagements erzwingen will. Ist der Reportsatz nach Meinung des Marktes ausreichend gestiegen, so wird der seinerzeitige Terminkauf, der ja etwa noch zu einem Deport durchgeführt worden sein kann, für den gleichen Termin durch einen Verkauf abgedeckt und die Differenz zwischen den beiden Reportsätzen (Deport und Report) abzüglich Kosten ergibt den Gewinn<sup>18)</sup>.

Aber auch aus der Bewegung des Kassakurses kann theoretisch ein Gewinn realisiert werden. Tritt z. B. eine Erhöhung des Kassakurses in einem Ausmaße ein, daß nach Abdeckung aller Kosten noch eine genügend große Gewinnmarge resultiert, so wird der Markt die am Termin gekauften Devisen per Kassa verkaufen und mit Kostdevisen erfüllen. Allerdings ist der Kostenaufwand hier ziemlich groß, sodaß wenig Wahrscheinlichkeit für derartige Operationen vorliegt.

Schematisch dargestellt ergibt sich der Gewinn aus dieser Art von Spekulation auf folgende Weise:

z. B. am 1. I. Terminkauf per 1. IV.

z. B. am 1. III. Terminverkauf per 1. IV.

Die Differenz aus den beiden Reportsätzen abzüglich der Kosten ist der Gewinn.

Vergegenwärtigen wir uns nun die Tatsache, daß am Markte sowohl Hausse- wie Baisseparteien auftreten, so sehen wir, wie schwierig es ist, von der Wirkung aus auf das Ausmaß der Spekulation zu schließen. Unter dieser Erwägung muß die Mutmaßung, die von der Annahme ausgeht, ein x-prozentiger Report lasse auf eine x-malig so große Beteiligung von Kapital an der Spekulation schließen, zusammenbrechen (natürlicher Report 1%, tatsächlicher 4%, daher dreifacher

---

<sup>18)</sup> Voraussetzung ist jedoch hier wieder zunächst das Mitnehmen des Marktes und dann, sind die Reportsätze gestiegen, die Fähigkeit, vor den anderen die Tendenz abzufangen. (Siehe S. 85.)

Betrag der Umsätze). Nur die Banken wären in der Lage, auf Grund ihrer Aufzeichnungen, genaue Daten bezüglich der umgesetzten Beträge zu liefern. Aber auch hier taucht wieder die Schwierigkeit auf, zwischen Spekulation und Nichtspekulation zu scheiden.

Die schädlichen Wirkungen der Spekulation, nicht nur auf die Termin- sondern auch auf die Kassakurse, haben vielfach die Forderung nach einer Beschränkung des Terminhandels auftauchen lassen<sup>19)</sup>. Diese Stimmen werden aber nicht nur aus dem Grunde laut, weil durch die Spekulation Kursschwankungen, die dem normalen Handelsverkehr abträglich sind, hervorgerufen werden, sondern auch deshalb, weil diese Kursschwankungen wiederum unerwünschter Weise die Übertragung kurzfristiger Anlagegelder von dem betroffenen in ein anderes Zentrum veranlassen, die dann plötzlich, sobald der Sturm abgeflaut hat, wieder abgerufen werden. Außerdem erfordern schwankende Kassakurse ein stärkeres Eingreifen des Währungsausgleichsfonds, der demnach oft mit Verlust arbeitet.

Eine Einschränkung des Terminhandels kann selbstverständlich nur in einer Scheidung zwischen spekulativer und nichtspekulativer Operation bestehen. Wir haben schon des öfteren darauf hingewiesen, wie schwer es für die Banken ist, hier zu entscheiden. Denn würde eine derartige Diskriminierung der Spekulation tatsächlich legalisiert, so würde sie viele Wege finden, um dennoch unter dem Mantel der Rechtschaffenheit erneut auftreten zu können. So schädlich auch die Wirkungen der Spekulation sein können, darf nicht übersehen werden, daß sie auch Gutes leistet. So z. B. zeigte der abnorm hohe Deport für Termindollars in London, der mehr oder weniger von November 1920 bis Februar 1921 anhielt, daß der Markt Sterling à la hausse spekulierte, trotzdem der Kassakurs Pfund-Dollar auf  $3.44\frac{3}{8}$  (Nov. 21) stand (Terminkurs 1 Mt.  $1\frac{5}{8}$  Deport). Als dann als Folge der hartnäckigen Deflationspolitik der Engländer in den ersten Nachkriegsjahren das sensationell rasche Anziehen des Kassakurses tatsächlich eintrat (von 3.45 auf 3.84 zwischen November und Februar), wurde erkannt, wie richtig die Spekulation die kommenden

---

<sup>19)</sup> So lesen wir in der Frankfurter Zeitung vom 31. März 1936: „... Es besteht zwar seit der vorigen Frankenbaisse noch das offizielle Embargo gegen Terminspekulationen, es wird jedoch praktisch nicht sehr wirksam, da eine Kontrolle, ob der Auftrag für wirtschaftliche oder spekulative Zwecke gegeben wird, nicht möglich ist. Die Banken haben jedoch versucht, in jedem einzelnen Falle die Aufträge abzuwehren, wenn sie nicht sichere Unterlagen dafür hatten, daß es sich um Geschäfte handelte, die aus dem üblichen Handelsverkehr entstanden.“ Meldung betrifft Londoner Markt, Sperrung von uns.

Ereignisse antizipiert hatte. Der Deport war am höchsten, als der Kassakurs am tiefsten, er war am niedrigsten ( $1\frac{1}{2}$ ), als der Kassakurs den höchsten Stand (Mitte Mai) in dieser Periode erreicht hatte. Dasselbe scheint bezüglich des Franz. Franken der Fall gewesen zu sein. Der außergewöhnliche Report auf Einmonatsfranken im Jänner und Februar 1921 spiegelte die Meinung des Marktes dahingehend wieder, daß der Kassafranken zum Pfund beträchtlich unterbewertet war, was tatsächlich der Fall war. Als der Kassakurs Juli 1921 wieder auf  $46.72\frac{1}{2}$  gefallen war, verwandelte der Deport sich wieder in einen Report, und der Markt behielt damit wiederum Recht, denn der Kassakurs erholte sich zusehends. Während der ersten fünf Monate des Jahres 1922 hielt sich der Kassakurs sehr stabil und Kassa- und Terminkurs waren praktisch al pari. Die Mark und die Lira erzählen eine ähnliche Geschichte.

Wir sehen also, daß der Spekulant nützliche, ja fast sogar wesentliche Dienste leistet. Da das Gesamthandelsvolumen eines Landes ungleichmäßig über das Jahr verteilt ist, muß jeder saisonale Einfluß mit umso größerer Wucht fühlbar sein, je weniger irgend ein ausgleichender Faktor, wie die Spekulation, wirksam werden kann. Die Forderungen nach einer Diskriminierung der Spekulation, so gerechtfertigt sie auch in gewissen Zeitläuften sein mögen — und es wird ihnen ja, wie aus der Notiz der Frankfurter Zeitung ersichtlich ist, Rechnung getragen —, sind unseres Urteils nach ein wenig voreilig, da sie zu einseitig verurteilen, was zu anderer Zeit nur von Nutzen sein kann.

Wir haben an früherer Stelle uns darzulegen bemüht, daß der Deport auf eine Währung ein Anzeichen dafür ist, daß der Zinssatz des betreffenden Landes über dem heimischen liege, während der Report Indikator einer konträren Lage ist. In einem weiteren Abschnitt haben wir zu beweisen versucht, daß Kassa- und Terminkurse auf die Dauer gesehen, dann aneinander gebunden sind, wenn weder Termin, noch Kassamarkt spekulativ eingestellt sind. Temporäre Divergenzen haben ihre Ursache in den Bewegungen der Zahlungsbilanz, die ihrerseits wiederum ihren tieferen Grund in der verschiedenen Fälligkeit der einzelnen Posten der Grundbilanz haben, oder in der Veränderung der Zinssätze, die ein plötzliches Abwandern kurzfristigen Kapitals in den Markt höheren Zinssatzes verursachen wird. In der Spekulation haben wir einen weiteren Faktor insoferne erkannt, als sie kommende Ereignisse antizipiert, in der Durchführung ihrer Operationen aber viel zu wichtig ist. So kommt es, daß der Einfluß der Zinssatzdifferenz nicht nur nicht verringert wird,

sondern gänzlich verschwinden kann. In einem übermäßig hohen Report erkennen wir den Optimismus des Marktes bezüglich der zukünftigen Gestaltung einer anderen Währung einerseits (so z. B. im September 1929 der hohe Report auf die Terminpeseta infolge der Erwartung, daß bei einer endgültigen Stabilisierung der spanischen Währung ihr Kurswert erhöht würde, Kassaverkauf und Terminkauf), oder den Pessimismus bezüglich der eigenen (z. B. während der Guldenkrise vergangenen Jahres: Die Spekulation trieb die Reportsätze auf London hinauf, was zu großen Goldverlusten Hollands führte).

Ein übermäßiger Report ist wiederum Anzeichen der pessimistischen Markteinstellung bezüglich der zukünftigen Gestaltung einer Währung (Beispiel der französische Franken) oder im eigenen Markte Optimismus hinsichtlich der nationalen Währung (siehe oben zitierte Unterbewertung des Pfundes gegenüber Dollar Ende 1920 und Beginn 1921).

Ein Vergleich mit Mahlberg, Schmalenbach und den Untersuchungen Schmidts hinsichtlich des langen Kurses in seiner Relation zum kurzen ergibt, daß im Gegensatz dazu der Terminkurs viel stärker und rascher auf die dort angeführten Einflüsse des Marktes reagiert. Während der Zeitkurs träge ist und dem Kassakurs nachhinkt, ist der Terminkurs äußerst lebendig und sprunghaft und antwortet auf die kleinste Störung, wie aus den beigeschlossenen Tafeln klar ersichtlich ist. Dies hat wohl seine hauptsächlichste Ursache darin, daß sich der Termin- im Gegensatz zum Zeitmarkt infolge des Fehlens (sieht man vom Einschluß ab) des dort notwendigen Kapitalaufwandes viel eher zur Spekulation eignet. Ja er ist der klassische Spekulationsmarkt für Devisen<sup>20)</sup>.

---

<sup>20)</sup> Selbstverständlich muß nicht der Markt allein es sein, sondern es kann auch die Bank selbst Spekulation betreiben. Eine Kombination beider finden wir im amerikanischen Bankwesen. So führt Leonard Le Marchant Minty, *American Banking Methods*, London 1923, S. 313, aus: „There is the form of contract known as „straddle“, under which the customer is free either to buy or to sell the bank currency between two limits set by the trader (gemeint ist der Devisenhändler, i. e. in unserem Falle die Bank). For instance, the contract may specify that during march the customer shall be free to buy or sell the bank 10.000 £ at 4,20 to 4,40. This means, that if, at the end of the month, sterling has improved to 4,50, so that 10.000 £ is worth \$ 45.000, the customer will exercise his option of buying at 4,40 which will cost him 44.000 \$. If sterling declines to, say, 4,10 so that his pounds are worth \$ 41.000, he will exercise his option to sell £ 10.000 at 4,20, which will bring him in \$ 42.000. The bank charges a heavy commission for selling the option, which is meant to cover its possible loss. This kind of transaction is very seldom met with, and will not be undertaken by a reputable bank. The bank cannot cover itself, and it really represents a bet between the bank and the customer that exchange will not fluctuate between certain limits.“



## D. Die Arbitrage.

Wie die oben erwähnte Zinsdifferenzarbitrage sich außergewöhnliche Preisunterschiede zwischen kurzen und langen Devisen zunutze macht, um mit Hilfe der mannigfachsten Operationen und unter Ausschaltung fast jeden Risikos Gewinn zu erzielen, so benutzt die Terminarbitrage unter analogen Voraussetzungen außergewöhnliche Preisunterschiede zwischen Kassa- und Terminkursen zur Realisierung eines Gewinnes. Beide wirken als Ausgleichsposten, indem sie die übermäßige Spannung der Kursunterschiede vermindern, oder eine zu geringe erweitern, beide sind aber auch von Einfluß auf die Bewegung der Kassa- und Termin-(Zeit-)Kurse selbst. Ihr Unterschied besteht aber darin, daß bei der Terminarbitrage Kapitalaufwand nötig ist, während es im Wesen der Zinsdifferenzarbitrage liegt, prinzipiell ohne Kapital (das längere Zeit gebunden wäre) zu operieren.

Sind nun die Arbitrageure der Meinung, daß Termindevisen im Verhältnis zu Kassadevisen unterbewertet sind, so werden sie Kassadevisen verkaufen und Termindevisen zu relativ niedrigen Sätzen kaufen. Dadurch soll erreicht werden, daß die Spanne zwischen Kassa- und Terminkurs auf ihre natürliche, kostenbedingte Größe zurückgeführt wird.

Sind umgekehrt Termindevisen im Verhältnis zum Kassakurs überbewertet, so wird die Arbitrage in entgegengesetzter Richtung vorgehen und Termindevisen verkaufen, während sie Kassadevisen kauft<sup>21)</sup>.

Hiezu ist jedoch grundsätzlich zu bemerken, daß diese Art von Arbitrage im allgemeinen ziemlich wirkungslos ist. Um nur ein Beispiel herauszugreifen, könnte man bei einem Deport von 23 $\frac{1}{2}$ % für die Peseta durch einen Kassaverkauf und Terminkauf nach Abzug eines etwaigen Zinsenverlustes und Kosten mindestens 20% p. a. verdienen. Hier gibt es nur die Erklärung, daß die Arbitrage entweder über nicht genügend Kapital verfügt, oder daß sie sich scheut, sich in einer attackierten Währung zu engagieren<sup>22)</sup>. Erwägenswert wäre ferner noch die Erklärung, daß diese hohen Spannen sich nicht infolge effektiv getätigter Termingeschäfte ergeben, sondern

---

<sup>21)</sup> Handelt es sich um gewisse, regelmäßig wiederkehrende Abweichungen, so versucht man diese durch Maßnahmen a priori zu verhindern, die selbstverständlich spekulativen Charakter tragen; so berichtet W. Lotz: a. a. O. S. 23, mit Bezug auf Terminmarknoten in den 80er Jahren, daß man zu diesem Zwecke ein kompliziertes System von „Prolongationen“ begründete, „welches einigermaßen Überfluß und Mangel an Marknoten auf die verschiedenen Jahreszeiten verteilt und dadurch die Schwankungen zwischen Kassa- und Terminpreis verringert“.

<sup>22)</sup> Die vielleicht umso begreiflicher ist, da arbitrieren in dieser Art ein Zurverfügungstellen von Inlandsgeld an das Ausland darstellt.

daß es sich hierbei mehr oder weniger um theoretische Notierungen handelt, die von den Banken deshalb herausgegeben werden, um den Abschluß von Termingeschäften wenn auch nicht zu verhindern, so doch möglichst wenig attraktiv zu gestalten. Dieser Fall ist aber keineswegs neu, schon Keynes weist auf eine Marktkonstellation im Jahre 1920 hin, bei der ein Kassaverkäufer in Dollars 6% p. a. über dem Londoner Zinsfuß dadurch verdienen konnte, daß er das Pfundguthaben per 3 Monate Termin gegen Dollar wieder verkaufte. Er macht dafür die Unkenntnis des Marktes bezüglich des Termingeschäftes verantwortlich. Aber da dem heute kaum mehr der Fall ist, zumindest nicht mehr in dem Maße, so kann wohl nur unsere Erklärung richtig sein.

Wir haben gesehen, wie unwirksam die Arbitrage in Zeiten großer Disparitäten zwischen Kassa- und Terminkurs ist — ein Blick in jede Zeitung bestätigt dies — und haben hierfür Kapitalarmut einerseits und eine gewisse Scheu der Berufsarbitrage verantwortlich gemacht. Hier bleibt es uns nur noch vorbehalten, abschließend einiges über das Ausmaß der Abweichung des Terminkurses vom Kassakurse zu sagen. Bei der Zinsdifferenzarbitrage war die Grundlage der Disparität die Zinsdifferenz, die vermehrt um die Umwandlungskosten die Spannung ergab, außerhalb deren erst eine Arbitrage gewinnbringend durchgeführt werden kann. Das analoge gilt von der Terminarbitrage. Die Umwandlungskosten, die eine Größe der Marktorganisation sind, vergrößert um den Zinsenunterschied, stellen die Grenzen dar, die diese Form der Arbitrage beschränken.

## **2. Versuch einer Lösung des Problems.**

Jetzt wird es auch nicht mehr schwer fallen, zu beurteilen, wann die Bank die im Kassadeckungsgeschäft hereingenommenen Devisen in Kost geben, bzw. die verkauften Devisen in Kost nehmen wird. Wir haben oben (siehe S. 63 ff.) bewiesen, daß Kotsatz gleich Terminsatz sei, eine Behauptung, die unter der Annahme „normaler“ Verhältnisse am Devisenmarkte aufgestellt wurde. Wir haben nun dargelegt, daß und warum die Terminkurse schwanken. So angezeigt es vielleicht gewesen wäre, auch die Gründe der Kotsatzschwankungen zu untersuchen und insbesondere auf den Zusammenhang von Schwankungen solcher mit Schwankungen des Terminsatzes hinzuweisen, mußte doch wegen Raummangels davon Abstand genommen werden. Für uns genügt es vollkommen, zu wissen, daß Terminschwankungen existieren und daß es gegebenenfalls auch Kotsatzschwankungen gibt. Eine Abweichung beider voneinander gilt demnach als Richtschnur für die kontra-

hierende Bank insoferne, als sie dann das Kostgeschäft heranziehen wird, wenn nach Abzug aller damit verbundenen Kosten noch eine Gewinnstmarge resultiert. Das heißt, sie wird:

A. gekaufte Kassadevisen dann in Kost geben, wenn  
 a) der von ihr zu vergütende Kostreport zuzüglich Kosten geringer ist als der ihr entrichtete Terminreport,  
 b) der ihr vergütete Kostdeport abzüglich Kosten größer ist als der von ihr zu entrichtende Termindeport;

B. bzw. verkaufte Kassadevisen dann in Kost nehmen, wenn  
 a) der ihr vergütete Kostdeport abzüglich Kosten größer ist als der von ihr zu entrichtende Terminreport,  
 b) der von ihr zu vergütende Kostreport zuzüglich Kosten geringer ist als der ihr zu entrichtende Termindeport.

Unser obiges Schema:  $KKf. + KVKf. = TKf. + TKf.$  läßt sich nun gemäß dem schon oben angedeuteten Sinne durch die jetzt gewonnene Erkenntnis leicht lösen, wobei, um falsche Schlüsse zu vermeiden, hinzuzufügen ist, daß der Kostaussatz selbstverständlicherweise keinesfalls mehr dem Terminsatz gleich ist.

Eine praktische Illustration möge dies abschließend noch einmal erläutern:

Nehmen wir an, der London — New York Kassakurs notiere  $4.85\frac{1}{4} - 4.85\frac{5}{16}$  und der Dreimonatskurs  $\frac{3}{16} - \frac{5}{16}$  Deport<sup>23)</sup> und die Londoner Bank verkaufte einem Kunden \$ 150.000.— 3 Monate Termin zu 4.85. Sie wird sich nun zunächst mittels telegraphischer Überweisung durch einen Kassa-kauf eindecken, zum Kurse von beispielshalber  $4.85\frac{1}{4}$ . Sie hat nun Zeit, sich in Ruhe einen Kontrahenten zu suchen, dem sie die Kassadollars in Kost gibt, und zwar wird sie dies dann tun, wenn der von ihr zu entrichtende Report zuzüglich Spesen auf Kassadollar umgerechnet einen Kurs von mehr als 4.85 ergibt. Die Position der Bank sieht unter der Annahme des Kostdollars von  $4.85\frac{1}{16}$  demnach folgendermaßen aus:

Verkäufe:	Käufe:
\$ 150.000.— 3 Mte. Termin am Terminmarkt zu 4.85	\$ 150.000.— Kassa von Markt zu $4.85\frac{1}{4}$
\$ 150.000.— Kassa am Kost- markt zu $4.85\frac{1}{4}$	\$ 150.000.— 3 Mte. Termini vom Kostmarkt zu $4.85\frac{1}{16}$

Das Ergebnis ist daher, daß die Bank Kassadevisen ohne Gewinn und Verlust gekauft und verkauft hat, während sich am Terminmarkte die Differenz von  $\frac{1}{16}$ , ihr Gewinn, ergibt<sup>24)</sup>.

<sup>23)</sup> Singgemäß entspricht dies unserem Report.

<sup>24)</sup> Die Differenz aus Brief- und Geldkurs wurde hier vernachlässigt.

## Ergebnis.

Wenn wir nun den Versuch unternehmen, die Ergebnisse unserer Untersuchung kurz zusammenzufassen, so wollen wir dies zugleich mit dem Hinweis auf die Wirkung des DTG. auf den Devisen- und Geldmarkt, i. e. auf Wechselkurs und Zinssatz, unternehmen.

Soweit die Terminkäufe der Importeure sich mit den Terminverkäufen der Exporteure zeit- und wertmäßig decken, erfüllt die Bank nur die Funktion eines Vermittlers für die gegenseitige Findung zweier Tauschpartner. Wir haben jedoch gesehen, daß die Erfüllung dieser Funktion zunächst wesentlich vom jeweiligen Stand der Zahlungsbilanz, und in zweiter Linie von der Organisation des betreffenden Terminmarktes abhängen wird. Mit Bezug auf deutsche Verhältnisse vermischen wir diese Voraussetzungen, die jedoch insbesondere hinsichtlich London und New York in hohem Maße zutreffen. Irgendwelche Wirkungen auf den Devisenkassakurs ergeben sich nicht, es werden lediglich für die Devisen, die die Importeure in der Zukunft zu kaufen hätten, heute schon die Empfänger bestimmt, statt erst bei Fälligkeit.

Anders wird jedoch das Bild dort, wo die Banken eines Landes genötigt sind, ihre Terminaufträge durch Kassageschäfte abzudecken, wie dies vornehmlich der Fall im Deutschen Reiche ist.

Hier wird zunächst der Kassadevisen- mit dem Termindevisenmarkt verknüpft, ohne daß jedoch für die kontrahierenden Banken ein Anlaß vorläge, in ihrer Terminsaterstellung von den ihnen durch die Zinsendifferenz gesetzten Grenzen abzugehen. Ein später erst auftretendes Angebot, bzw. Nachfrage wird auf diese Weise auf einen früheren Zeitpunkt verlegt, ohne daß aber deswegen irgendwelche Änderungen am Kassamarkt fühlbar zu werden brauchen. Das Angebot an Kassadevisen wird, immer diese sehr eingeschränkte Annahme vorausgesetzt, durch eine gleich große Nachfrage absorbiert, wodurch demnach keine Lockerung der Bindung des Terminkurses an den Kassakurs auftreten wird. Der Terminkurs wird vielmehr alle Schwankungen des Kassakurses getreulich widerspiegeln<sup>25)</sup>. Eine weitere Bindung an den Kostmarkt erfolgt durch Aus-, bzw. Entleihen der im Kassageschäfte hereingenommenen, bzw. veräußerten Devisen. Da die Kossätze selbst wieder, gleich den Terminsätzen, wie wir dargelegt haben, der Zinssatzdifferenz folgen, die Zinssatzdifferenz aber andererseits wieder dem Kassakurs die Tendenz

---

<sup>25)</sup> Siehe beigeschlossene Tafel, Beispiel New-York.

verleiht, so finden wir hier eine innige Verflochtenheit aller drei Märkte — Kassa-, Termin- und Kostmarkt<sup>26)</sup>.

Ohne auf die Tatsache, daß Devisenoperationen am Kassamarkt überwiegend Spekulationen im vorerwähnten Schmidt'schen Sinne<sup>27)</sup> sind, also auf die Terminkurse nicht zurückwirken brauchen, näher einzugehen, wollen wir hier nur kurz auf den Einfluß, den umgekehrt einseitige Terminoperationen auf den Kassamarkt ausüben müssen, zurückkommen. Wir müssen also zunächst ein „Eigenleben“ des Kassamarktes feststellen, welche Erkenntnis insoferne wichtig ist, als sie uns die Erklärung abgibt, warum der Terminkurs nicht minutiös die Schwankungen des Kassamarktes widerspiegelt. Anerkennen wir nun lediglich den Einfluß der Terminoperationen auf den Kassamarkt und nicht umgekehrt die Wirkung der Kassaoperationen auf den Terminmarkt, so wird uns das zeitweilige Abweichen der Terminkurse von den Kassakursen verständlich, wobei wir die Möglichkeit einer spekulativen Tätigkeit der mit Termingeschäften befaßten Banken überhaupt vernachlässigen wollen.

Ergibt sich jedoch hinsichtlich der plazierten Terminaufträge eine Diskrepanz bezüglich Angebot und Nachfrage, die in vielen Fällen ganz natürlichen Ursachen entspringen mag, so wird auch, ein beträchtliches Ausmaß dieser vorausgesetzt, eine Rückwirkung auf den Kassamarkt nicht ausbleiben können, wenn eine solche auch aus dem angeführten Grunde wesentlich abgeschwächt werden kann. Überwiegen die Terminangebote, so resultiert eine Verknappung des Geldmarktes, was *ceteris paribus*, infolge der nun noch weiter notwendig werdenden Abstoßungen von Devisenguthaben zu einer Senkung des Kassakurses und damit zu einer Erhöhung der Importe führen kann. Die Kassadeckungsverkäufe haben aber auch andererseits die Wirkung eines vom Auslande dem Inlande gewährten Kredites, dessen Höhe und Laufzeit sich auf der einen Seite aus der Größe des Überschusses des Terminangebotes über die Terminnachfrage, und auf der anderen Seite aus den Vereinbarungen mit den bezüglichen Auslands-korrespondenten ergibt.

Umgekehrt hat ein Überwiegen der Nachfrage über das Angebot an Termindevisen eine Verflüssigung des Geldmarktes im Verein mit einer Verknappung des Devisenmarktes zur Folge, was wiederum zu einer Belebung des Exportes, begleitet von einer Beschränkung des Importes, führen kann. *Vice versa* kommen die nun notwendigen Kassadeckungskäufe

---

<sup>26)</sup> Eine Untersuchung des Zeitmarktes mußte infolge Rummangels unterbleiben.

<sup>27)</sup> Siehe S. 75.

der Banken einer Gewährung eines Darlehens an das Ausland gleich.

Diese Angebot- und Nachfragediskrepanzen haben aber noch eine andere Wirkung zur Folge, die, wie wir gesehen haben, noch erheblich verstärkt wird, sind diese nicht auf natürliche, sondern künstliche Ursachen, i. e. die Spekulation, zurückzuführen. Die kontrahierenden Banken sehen sich genötigt, ihre Terminalsätze möglichst wenig attraktiv zu gestalten, was ihr Abweichen von den ihnen durch die Zinssatzdifferenz gesteckten Grenzen zur Folge hat. Die Depotsätze einer attackierten Währung steigen auf diese Weise rapid an, was zu reichlichen Goldabflüssen führen muß (Terminkauf + Kassaverkauf + Inkostnahme der Devisen bis zur Erfüllung z. B.). Die Erhöhung der Bankrate, die folgen muß, hat wieder unangenehme Rückwirkungen auf die Exportkraft des betroffenen Landes, die allerdings durch das Steigen der Devisen ausgeglichen werden können.

Von den angeschlossenen Tafeln, die den Kursverlauf verschiedener Währungen, sämtliche auf der Basis London, aufzeigen, sollte insbesondere das Beispiel Frankreich von Interesse sein<sup>28)</sup>. Wir haben hier durchgehend die Bankrate zu Grunde gelegt, da uns die Privatrate nicht immer bekannt war. Aber da diese Arbeit nur theoretische Erkenntnisse zum Ziele hat und nicht praktische Berechnungen, dürfte auch eine kleine Abweichung von der Wirklichkeit nicht zu sehr ins Gewicht fallen. Mit Bezug auf New York kommt der Einfluß der Zinssatzdifferenz vielleicht am klarsten zum Ausdruck. Der Terminkurs liegt dauernd unter dem Kassakurs, und zwar fast durchwegs im Abstand von 5—10 cent, was im Hinblick auf die Zinssatzdifferenz von  $\frac{1}{2}\%$  gerechtfertigt erscheint. Er macht alle Schwankungen des Kassakurses getreulich mit, was unsere Theorie von der Bindung Kassa-Terminkurs offenkundig bestätigt.

Ähnlich liegt der Fall Brüssel, wo der Terminkurs für die Periode vom 28. II. bis 27. III. al pari mit dem Kassakurs liegt, was bei der Zinsparität von 2% nur natürlich ist. Die dieser Periode vorhergehende Abweichung vom Parikurs dürfte auf eine erhöhte Nachfrage nach Terminbelgas in London, kann aber ebenso auf eine Sonderbewegung des Kassakurses zurückzuführen sein.

Während wir Amsterdam als normal vernachlässigen können, sehen wir in Paris ein Schulbeispiel der Wirkungen der Spekulation. Der Terminkurs liegt mit einem „discount“

---

<sup>28)</sup> Die Ziffern sind den laufenden Nummern des „Economist“ 1935/36 entnommen.

von ca 25% am 18. April 1936 weitaus über einen natürlich begründeten von 3% p. a. über dem Kassakurs. Zur Zeit der Niederschrift<sup>29)</sup> stieg in London der discount sogar auf über 56% p. a., ein Zeichen dafür, daß der Markt entweder alle Vernunft verloren hat, oder infolge des Ausganges der französischen Wahlen mit einer Majorität für die Kommunisten ein baldiges Abgehen vom Goldstandard mit Sicherheit erwartet.

Indem wir hinsichtlich der moralischen Rechtfertigung der Spekulation auf unsere früheren Ausführungen verweisen<sup>30)</sup>, wollen wir unsere Darlegung mit einem Worte Vogels<sup>31)</sup> beschließen: „Das DTG. ist gleich einer Feder, die zwischen die Wirtschaft und die Valutabewegung gestellt wird, um die verderbenbringenden Stöße der letzteren auf das empfindliche Instrument der Wirtschaft zu mäßigen und in einen ruhigeren Druck umzuwandeln. Werden aber die Stöße zu stark, so wird die Feder zusammengedrückt, und der Stoß trifft die Wirtschaft doch wieder, wenn die Feder nicht gar zerbricht.“

---

<sup>29)</sup> Am 8. Mai 1936.

<sup>30)</sup> Siehe S. 82 ff.

<sup>31)</sup> J. Vogel: a. a. O. S. 57.

## Schrifttum.

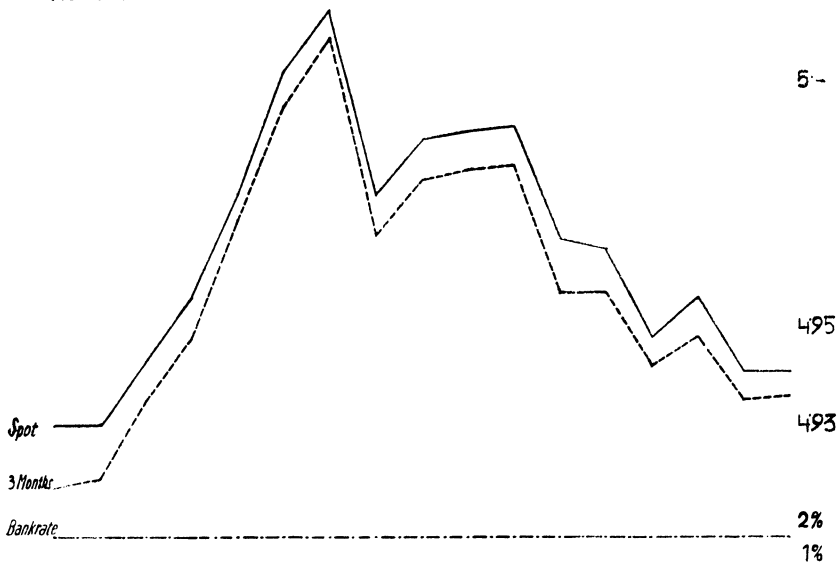
- Bachenheimer, Walter:** Das Devisenleihgeschäft insbesondere das Swapgeschäft in Deutschland nach dem Kriege. R. Noske, Borna—Leipzig 1930.
- Bagehot, Walter:** Lombard Street. A description of the Money Market. New edition with an introductory note by Hartley Withers. J. Murray, London 1927.
- Buchwald, Bruno:** Die Technik des Bankbetriebes. 8. Aufl. J. Springer, Berlin.
- Cassel, Gustav:** Money and Foreign Exchange after 1914. Constable & Co., London 1922.
- Fischer, Carl August:** Das Devisentermingeschäft in seinen Beziehungen zur Währung und Wirtschaft. J. Springer, Berlin 1928.
- Fisher, Irving:** The Purchasing Power of Money, Its Determination and Relation to Credit Interest and Crisis. New and revised edition The Macmillan Company, New York 1922.
- Goschen, G. J.:** The Theory of the Foreign Exchanges, London 1898.
- Hawtrey, R. G.:** Monetary Reconstruction. Longmans, Green and Co., London 1923.
- The economic problem. Longmans, Green and Co., London 1926.
- The Art of Central Banking. Longmans, Green and Co., London 1932.
- Keynes, John Maynard:** A Tract on Monetary Reform. Macmillan and Co., London 1923.
- King, H. Robert:** Principles of Banking, Currency and Foreign Exchange. Sir Isaac Pitman & Sons, Ltd., London 1930.
- Krawinkel, Max:** Die Abwicklung des Devisengeschäftes im Bankbetrieb. J. Springer, Berlin 1924.
- Leitner, Friedrich:** Bankbetrieb und Bankgeschäft. 6. Aufl. Sauerländer, Frankfurt a. M. 1923.
- Leist:** Der internationale Kredit- und Zahlungsverkehr, in Glöckners Handelsbücherei, G. A. Glöckner, Leipzig 1914.
- Lotz, Walther:** Die Währungsfrage in Österreich-Ungarn und ihre wirtschaftliche und politische Bedeutung. Sonderabdruck aus Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung etc. Jahrg. XIII, Heft 4. Duncker & Humblot, Leipzig 1889.
- Ludwig, Werner:** Die Bestimmungsgründe des Swapsatzes, theoretisch analysiert in der Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, 24. Jahrg., 1. Heft, 1930.
- Mahlberg, Wilhelm:** Der Preismechanismus der kurz—langen Spannung am Devisenmarkt. Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, 13. Jahrg., Heft 11/12.
- Der Kurs des Frankenwechsels. Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, 3. Jahrg.
- Mills, R. C. und Benham, F. C.:** The Principles of Money, Banking and Foreign Exchange and their application to Australia. Angus & Robertson, Ltd., Sidney 1925.



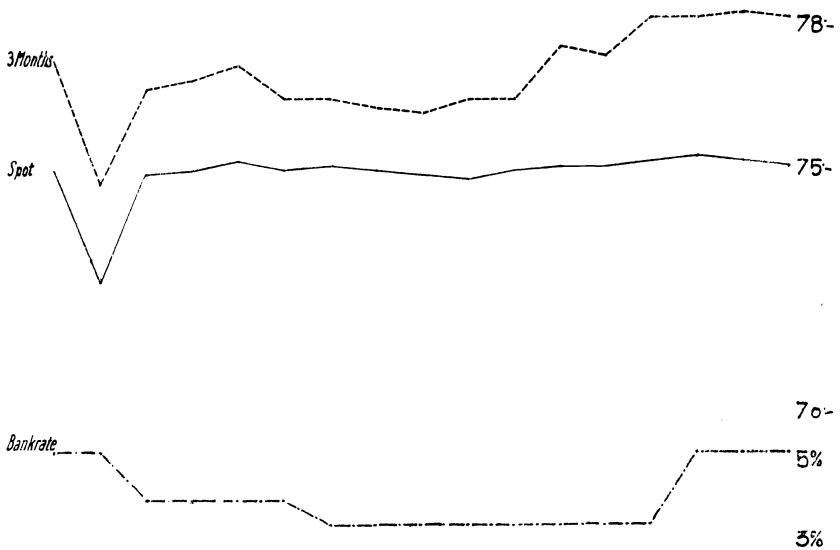
- Minty, Leonard Le Marchant: American Banking Methods. P. S. King & Son, Ltd., London 1923.
- English Banking Methods. The practical operation of an English bank. Sir Isaac Pitman & Sons, Ltd., second edition, London 1925.
- Oberparleiter, Karl: Funktionen- und Risikenlehre des Warenhandels. Spaeth & Linde, Berlin—Wien 1930.
- Obst, Georg: Das Bankgeschäft. 9. Aufl. C. E. Poeschel, Stuttgart, 2 Bde.
- Palyi, Melchior: Internationale Kapitalwanderungen und ihre weltwirtschaftliche Bedeutung. In Das Werden der Weltwirtschaft, herausgegeben von der Industrie- und Handelskammer Berlin, 1926.
- Robertson, D. H.: Money. Nisbet & Co. New edition revised, Cambridge 1928.
- Schmalenbach, Eugen: Der Kurs des Pfund-Sterlingwechsels. Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, 1. Jahrg.
- Der Kurs des Dollarwechsels. Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, 2. Jahrg.
- Schmaltz, Kurt: Das Valutarisiko im deutschen Wirtschaftsleben und seine Bekämpfung. C. E. Poeschel, Stuttgart 1921.
- Schmidt, Fritz: Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse. 2. Aufl. G. A. Glöckner, Leipzig 1922.
- Zur Theorie der Wechselkurse. Zeitschrift für handelswissenschaftl. Forschung, Jahrg. 11.
- Somary, Felix: Bankpolitik. 2. Aufl. J. C. B. Mohr, Tübingen 1930.
- Spalding, F. William: Foreign Exchange and Foreign Bills, In theory and practice sixth edition, London 1925.
- Steckner, Rolf: Das Swapgeschäft. Frankfurter Dissertation 1933.
- Suntych, Fritz: Die Technik der Wechselpensionen, in den Mitteilungen aus dem handelswissenschaftlichen Seminar der Universität Zürich, herausgegeben von Prof. G. Bachmann, Heft 11. G. A. Glöckner, Leipzig 1911.
- Swoboda, Otto: Die Arbitrage in Wertpapieren, Münzen und Edelmetallen. 17. Aufl., in der Neubearbeitung von E. Wagon. M. Paschke, Berlin und Leipzig 1928.
- Sykes, Ernest: Banking and Currency, Sixth Edition Butterworth & Co., London 1925.
- Szankovits, Philipp von: Preisbildungstheorie der Zeitdevisen. Österreichische Handelsschulzeitung, Band 1909.
- Thomas, S. Evelyn: Banking and Exchange. The Dormington Press, London 1928.
- The Principles and Arithmetic of Foreign Exchange. Fifth Edition, Macdonald & Evans, London 1929.
- Vogel, Joachim: Das Devisentermingeschäft. J. Springer, Berlin 1924.
- Walter, C. Hubert: Foreign Exchange and foreign Debts. Methuen & Co., London 1926.
- Weill, N. E.: Die Solidarität der Geldmärkte. J. B. Sauerländer, Frankfurt a. M. 1903.
- Withers, Hartley: The Meaning of money. J. Murray fifth edition, London 1930.
- Zimmermann, Carl: Bankgeschäfte und Bankbuchungen. C. Heymann, Berlin 1928.

27.12. 3.1. 10.1. 17.1. 24.1. 31.1. 7.2. 14.2. 21.2. 28.2. 6.3. 13.3. 20.3. 27.3. 3.4. 11.4. 18.4. 25.4.

New York



Paris



3Months 27.12. 3.1. 10.1. 17.1. 24.1. 31.1. 7.2. 14.2. 21.2. 28.2. 6.3. 13.3. 20.3. 27.3. 3.4. 11.4. 18.4. 25.4.

7.35

Amsterdam

7.30

Spot

Bankrate

7.25

3%

2%

Brussels

29.38

29.35

Spot

29.30

29.25

3Months

29.20

29.16

Bankrate

2%

