

# DIE DEVISENSPEKULATION

## - STABILISATOR ODER STÖRENFRIED DER WELTWÄRUNGSORDNUNG?

By Dr. PANAGIOTIS PASCHOS

### I. Einfuehrung

#### 1. Begriffliche Abgrenzung der devisenspekulation

In der Literatur wird unter Spekulation der Versuch verstanden, auf Grund von *zeitlichen* Preisunterschieden eines Gutes durch Kauf und Verkauf auf einem Markt Gewinn zu erzielen<sup>1</sup>.

Auch bei Devisen bestimmen Angebot und Nachfrage den Preis, sofern nicht gesetzliche und vertragliche Bestimmungen dies verhindern. Dieser Preis wird Wechselkurs oder Devisenkurs genannt. Er ist der Wert der heimischen Waerung, ausgedrückt in den Einheiten der Waerung eines anderen Landes oder der Wert einer ausländischen Währung, gemessen in den Einheiten der heimischen Währung<sup>2</sup>.

Bei der Devisenspekulation wird nun versucht, Veränderungen des Wechselkurses, die sich im Zeitablauf ergeben können, gewinnbringend auszunutzen<sup>3</sup>. Sie ist immer mit der Übernahme von Risiken verbunden. «Das Risiko kann in der Gefahr von Verlusten, die das Vermögen des Spekulanten mindern, und in der Gefahr des Entgehens eines Gewinnes bestehen, der ohne das spekulative Engenement hätte erzielt werden können<sup>4</sup>.

Arpitrage ist auch eine auf Gewinnerzielung oder Verlustvermeidung gerichtete Tätigkeit. Sie nutzt die auf zwei oder mehreren Teilmärkten gegebenen Kursunterschiede aus.

Im Gegensatz zu Devisenspekulation erfolgen die Geschäftsabschlüsse bei der Arpitrage zum *gleichen Zeitpunkt*.

Die Wirtschaftssubjekte, die sich der Arpitrage bedienen, nutzen ihren bekannte örtliche Preisunterschiede bzw. Kursunterschiede und tragen nahezu *kein Risiko*.

1. Stucken, R. Spekulation in HdSW Bd 9, Stuttgart Tübingen-Göttingen 1956 S. 690

2. Carell, E., Allgemeine Volkswirtschaftslehre Heidelberg 1966, 12 Aufl. S. 413.

3. Lipfert, H., Devisenhandeln, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse Bd. 24 Hrsg. Möring Frankfurt a . M. S. 55

4. Lipfert, H., International Devisen-und Geldhandel 2. Auflg. Frankfurt a.M. (1967) S. 48

## 2. Bestimmungen des Währungsabkommens, die die Devisenspekulation ermöglichen

Im Weltwährungssystem, wie es durch das IWF-Abkommen festgelegt wurde, sollen nach Möglichkeit gleichzeitig feste Wechselkurse und die freie Konvertierbarkeit der Währungen der Mitgliedsländer gewährleistet werden.

Dennoch sind fallweise Wechselkurskorrekturen erlaubt<sup>5</sup>. Denn sonst könnten Zahlungsbilanzstörungen nur mit Hilfe binnenwirtschaftlicher Massnahmen der Wirtschafts- und Währungspolitik vermieden und behoben werden. Da aber die politischen Instanzen nicht bereit sind, ihre Wirtschaftspolitik in der Hauptsache am Zahlungsbilanzgleichgewicht zu orientieren und die ausenwirtschaftlichen Erfordernisse nur selten mit dem binnenwirtschaftlichen Ziele übereinstimmen, wird der einmal festgesetzte Wechselkurs meist nicht über eine lange Zeit hinweg auch mit dem Gleichgewichtswechselkurs sich decken.

Hieraus ergibt sich die Notwendigkeit, von Zeit zu Zeit Wechselkurskorrekturen durch eine Auf- oder Abwertung vorzunehmen, was auch des öfteren geschieht. Ausserdem ist der Wechselkurs nicht an eine starre Parität gebunden, sondern kann innerhalb gewisser Grenzen frei schwanken.

Nach den Bestimmungen des IWF ist eine Schwankungsbreite beiderseits der Parität von 1% festgesetzt<sup>6</sup>.

## 3. Arten der Devisenspekulation

Aus diesen Regelungen ergibt sich für die Teilnehmer am Aussenhandel mit der Bildung von Devisenpositionen<sup>7</sup> ein zweifaches Risiko<sup>8</sup>.

(1) Das Kursrisiko ergibt sich aus den Schwankungsmöglichkeiten der Kurse bei fester Parität im Verhältnis zu den übrigen Währungen. An den Devisenkass-

5. Paritätsänderungen bis zu 10% können ohne Absprache mit dem IWF durchgeführt werden. Paritätsänderungen über 10% bedürfen der Genehmigung durch den IWF.

6. Unter der Parität versteht man das Austauschverhältnis einer Währung zum Gold einer anderen Währung.

Bei einer Parität von 1 Dollar = 4 D.M. liegt der obere Interventionspunkt der D.M. bei einem Kurs von 3,97 D.M. je Dollar, der untere Interventionspunkt bei 4,03 D.M. je Dollar. Wenn der obere Interventionspunkt im Devisenkassahandel erreicht wird, muß die Notenbank zu diesem Kurs Dollars kaufen. Wird der untere Interventionspunkt erreicht, so muß sie zu diesem Kurs Dollars verkaufen.

Werden bei einem Devisenhandelsgeschäft keine besonderen Vereinbarungen für den Termin der Anschaffung genannt, liegt ein Devisenkassageschäft vor. Wird die Erfüllung des Geschäftes für einen späteren Zeitpunkt vereinbart, liegt ein Devisentermingeschäft vor. Die Kurse bei Devisenkassageschäft und -termingeschäft, die am gleichen Tag abgeschlossen werden, sind meist verschieden.

7. Unter einer Devisenposition versteht man den Bestand einer Unternehmung oder einer Bank in einer Devisen oder in alien Devisen. Eine positive Devisenposition resultiert aus einem Guthaben, eine negative Position aus einer Verbindlichkeit.

Ergibt sich bei der Aufrechnung der positiven und der negativen Devisenpositionen in einer Währung ein Saldo, so liegt eine offene Devisenposition vor. Kassapositionen und Terminpositionen können auch entsprechend saldiert werden. Dies ergibt die Gesamtposition.

8. Lipfert, H. Internationaler Devisen- und Geldhandel a. a. O.S. 54

samärkten<sup>9</sup> ist dieses Risiko durch den oberen und unteren Interventionspunkt<sup>10</sup> begrenzt. Am Devisenterminmarkt dagegen gibt es keine Interventionspflicht der Zentralbank, so daß grössere Schwankungen möglich sind.

(2) Das Paritätsänderungsrisiko resultiert aus der Möglichkeit einer Auf- und Abwertung. Verlustgefahren bestehen besonders, wenn offene Devisenpositionen" über Nacht oder ueber das Wochenende gehalten werden. Den Verlustgefahren stehen allerdings Gewinnchancen gegenüber.

Estsprechend den Risiken unterscheidet man bei der Devisenspekulation die Kursschwankungsspekulation und die Paritätsänderungsspekulation<sup>12</sup>. Hierdurch wird wesentlich bestimmt, wer Träger der Spekulation ist und welche Tränsaktionen durchgeführt werden, um Gewinne zu erzielen.

## **II. Kursschwankungsspekulation**

### **1. Träger und Formen**

Die Kursschwankungsspekulation versucht Gewinne zu erzielen, die aus den Schwankungsmöglichkeiten der Devisenkassakurse und der Devisenterminkurse resultieren. Träger der Kursschwankungsspekulation sind einerseits die Exporteure und Importeure und andererseits die Devisenmakler und die Devisenhandelsabteilungen der Banken.

Bei den Exporteuren und den Importeuren geht es im Wesentlichen nur um die Vermeidung von Kursverlusten. Zu diesem Zweck werden am Devisenterminmarkt Kurssicherungsgeschäfte durchgeführt.

Die Kurssicherung soll am Beispiel eines deutschen Exporteurs, der in Dollar faturiert hat, erklärt werden.

Er weiß nach Ausgang der Rechnung, daß er an einem bestimmten Tag (bestimmt durch das Zahlungsziel) in einer bestimmten Höhe Dollars bekommen wird, über den Stand des Kassakurses am Tag des Zahlungseingangs Kann er jedoch nichts wissen. Um sich zu sichern, verkauft er deshalb die Dollars am Tag des Rechnungsausgangs bereits an seine Bank. Bei diesem Abschluß werden Höhe, Tag der Erfüllung des Geschäfts und ein Kurs-der Terminkurs-festgesetzt. Der Terminkurs braucht nicht mit dem Kassakurs am Tag des Abschlusses übereinzustimmen.

Eine Kurssicherung die am Tag der Durchführung gewinnbringend aussah (der gestellte Terminkurs lag über dem Kassakurs), kann sich am Tag der Erfüllung als relativ verlustbringend erweisen, wenn nämlich der gestellte Terminkurs unter dem dann gültigen Kassakurs liegt. Die Kurssicherung eines Importeurs vollzieht sich

9. Vgl. Anmerkung 6.

10. Vgl. Anmerkung 6

11. Vgl. Anmerkung 7

12 Diese Einteilung ist in der Literatur nicht gebräuchlich, soll hier aber aus didaktischen Gründen vorgenommen werden.

umgekehrt. Er kauft bei eingang einer Rechnung in fremder Währung von seiner Bank die Devisen per Fälligkeitstermin.

Da die Exporteure und Importeure ihre Devisengeschäfte nur mit den Banken abschliessen,<sup>13</sup> müssen diese schon daher am Devisenhandel teilnehmen und übernehmen somit eine wichtige Vermittlungsfunktion<sup>14</sup>. Sie sind Verbindungsglied zwischen dem Angebot der Exporteure an Termindevisen und Nachfrage nach Termindevisen durch die Importeure.

Daneben versuchen die gröſseren Banken aus den Eigengeschäften der Devisenhandelsabteilungen Gewinne zu erzielen.

Dies geschieht einmal durch die Arpitrage und zum anderen durch die Kursschwankungsspekulation. Gewinnchancen oder Verlustmoglichkeiten ergeben sich aus Plus- und Minuspositionen,<sup>15</sup> da die Kursänderungen im Normalfall positiv und negativ sein können.<sup>16</sup>

Gewinne ergeben sich aus der Kursdifferenz bei Ankäufe und Verkäufe einer Devisen. Sie kaufen also bei niedrigen Kursen eine Devisen und verkaufen sie bei einem hohen Kursstand. Die Gewinnmöglichkeiten werden auf dem Devisenkassamarkt begrenzt durch den oberen und unteren Interventionspunkt.

Am Devisenterminmarkt sind dagegen gröſsere Gewinne und damit auch Verluste möglich. Um die Risiken zu begrenzen, gehört es zu den Prinzipien vieler Banken, ihren Devisenhändlern vorzuschreiben, nur über Tag offene Devisenpositionen zu halten, über Nacht müssen die Gesamtpositionen gegen entsprechende Terminpositionen aufgerechnet werden. Durch diese Vorschriften wird zwar das Risiko erheblich gemindert, die Gewinnchancen aber auch entsprechend eingeschränkt.<sup>17</sup>

## 2. Beurteilung

Der Kursschwankungsspekulation wird im allgemeinen eine stabilisierende Rolle im Devisenhandel zugeschrieben, da durch sie der notwendige Marktausgleich wesentlich erleichtert wird<sup>18</sup>. Dies lässt sich leicht erklären, wenn man folgendes bedenkt, damit eine Kursschwankungsspekulation gewinnbringend ist, muß bei sinkenden Kursen gekauft und bei steigenden kursen verkauft werden. Es lässt sich aber sagen, daß bei sinkenden kursen das Angebot die Nachfrage übertrifft. Durch die-Spekulation wird das uberzalige Angebot aus dem Markt genommen. Entsprechend wird bei einem hohen Kursstand die zu starke Nachfrage durch die Abgaben der Spekulation befriedigt<sup>19</sup>. Hierdurch werden Diskrepanzen im internationalen Zahlungsverkehr ausgeglichen.

13. Lipfert, H., Devisenhandel a.a.O., S. 205

14. Lipfert, H., Devisenhandel... a.a.O.S. 23

15. Vgl. Anmerkung 7

16. Lipfert, H., Devisenhandc' a.a.O., S. 24

17. Lipfert, H., Devisenhandc! a.a.O., S. 37

18. Lipfert, H., Internationaler Devisen- und Geldhandel... a.a.O., S. 43

19. Steuer, W., Die Aufwertungsspekulation, Untersuchungen über das Spar-, Giro-, und Kreditwesen, Bd. 44, Hirg. rntz Voigt, Berlin 1969 S. 163.

### **III. Paritätsänderungsspekulation**

#### **1. Ursachen**

Die Paritätsänderungsspekulation wird verursacht durch die Erwartung einer Wechselkurskorrektur, wie sie in Artikel IV, Abschnitt 5a des IWF-Statuts für den Fall eines «fundamentalen» Ungleichgewichts erlaubt ist.

Wenn nun die Grundbilanz über eine längere Zeit hinweg ein Defizit bzw. Überschüsse ausweist, stellt sich die Frage, wie das Gleichgewicht wieder hergestellt werden soll<sup>20</sup>.

Dies kann durch binnenwirtschaftliche Maßnahmen oder eine Auf- bzw. Abwertung beseitigt werden. Die Erwartungen einer Wechselkurskorrektur veranlaßt die Teilnehmer am Aussenhandel ihr Verhalten auf eine mögliche Paritätsänderung auszurichten (passive Paritätsänderungsspekulation). Gleichzeitig werden in- und ausländischen Spekulationen eingeregt.

Denn das Risiko scheint bei einer Paritätsänderungsspekulation geringer zu sein als bei einer Kursschwankungsspekulation, da die Richtung der Paritätsänderung feststeht und nur Ausmaß und Zeitpunkt unsicher sind. Der Zeitpunkt ist allerdings sehr unsicher, da Paritätsänderungen möglichst lange hinausgezögert werden. Dadurch ist das Zinsrisiko sehr hoch, da die Paritätsänderungsspekulation lange durchgehalten werden muß.

#### **2. Formen**

##### **a. Passive Paritätsänderungsspekulation**

Eine Paritätsänderung setzt nicht nur für den laufenden Zahlungsverkehr neue Daten, sondern greift unmittelbar in die internationalen kreditbeziehungen ein, indem sie den Wert der Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten entsprechend verändert. So verliert eine Fremdwährungsforderung an Wert, wenn die Währung des Gläubigers gegenüber der Transaktionswährung<sup>21</sup> aufgewertet wird, oder die Transaktionswährung gegenüber der Währung des Gläubigers abgewertet wird. (Sie gewinnt an Wert, wenn die eigene Währung gegenüber der Transaktionswährung abgewertet wird oder die Transaktionswährung aufgewertet wird.<sup>22</sup> Gegen die hieraus resultierenden Risiken versuchen die Teilnehmer am internationalen Zahlungsverkehr sich zu schützen. Hierbei können folgende Verhaltensweisen beobachtet werden. Bei einer erwarteten Aufwertung der eigenen Währung werden die Exporteure in

20. Steuer, W., ebenda S. 17.

21. Unter der Transaktionswährung versteht man die Währung, auf die eine Forderung oder Verbindlichkeit lautet und in der die Zahlung durchgeführt werden muß.

22. Steuer, W., Die Aufwertungsspekulation a.a.O., S. 17

wachsendem Masse bestrebt sein, ihre offenen Främdwarungsforderungen am Devisenterminmarkt kurz zusichern.

Bei neuen Geschäften werden sie nach Möglichkeit in ihrer eigenen Währung fakturieren. Wenn die Kurssicherungskosten<sup>23</sup> zu hoch werden, versuchen sie der Fremdwarungsforderung eine gleich hohe Fremdwarungsverbindlichkeit gegenuberzustellen. Schuldner, die eine Zahlung in der aufwartungsbetrohten Währung zu leisten haben, werden nach Möglichkeit schneller zahlen oder der Schuld eine gleich hohe Forderung gegenuberstellen.

Die Importeure werden dagegen keine Kurssicherung mehr durchführen und gleichzeitig ihre Zahlungen möglichst weit hinauszögern. Wenn dagegen eine Abwertung droht, werden die Importeure ihre Verbindlichkeiten kurssichern und eventuell auch vorzeitig begleichen. Die Exporteure werden vermutlich ihre Positionen offen lassen und von einer Kurssicherung absehen<sup>24</sup>.

## **b. Aktive Paritätsänderungsspekulation**

Liegt kein Handelsgeschäft vor, so kann aktive Paritätsänderungsspekulation betrieben werden, indem Kreditbeziehungen zum Ausland aufgebaut werden. Andererseits wird ein Inländer wenn andere Währungen in absehbarer Zeit abgewertet werden können oder die eigene Währung aufwartungsverdachtig ist, nach Möglichkeit Verbindlichkeiten in den schwachen Währungen eingehen. Ein Risiko besteht nur dann, wenn der Zinssatz im Ausland höher ist als im Inland.<sup>25</sup> Die Zinsdifferenz darf nicht gröſser sein als der Paritatsanderungsgewinn. Wenn eine Paritätsänderung nicht erfolgt oder nicht zum vermuteten Zeitpunkt erfolgt, ergibt die Zinsdifferenz einen Verlust.

Bei einer Aufwertungsspekulation kaufen Ausländer die aufwertungs-betrohte Währung per Termin, um sie dann nach erfolgter Aufwertung absetzen zu können. Dies hat den Vorteil da keine liquiden Mittel durch die Transaktion gebunden werden.

Aus diesem Grund steigt der Report<sup>26</sup> bei starker Aufwertungsspekulation bis zur Höhe der Zinskosten, die bei der oben eingeführten Transaktion am Devisenkassamarkt zu berücksichtigen waren<sup>27</sup>. Wenn die Abwertung einer Währung erwartet wird, so verkaufen die Spekulanten die betreffende Devisen per Termin und hoffen, sich nach erfolgter Abwertung zu einem günstigeren Kassakurs eindecken zu können.

23. Kurssicherungskosten nennt man die Differenz zwischen dem Terminkurs und dem Kassakurs.

24. Steuer, W., Die Aufwertungsspekulation a.a. O., S. 19 ff

25. Steuer, W., Die Aufwertungsspekulation, ebenda S. 26.

26. Die Differenz zwischen dem Devisenkassakurs und dem Devisenterminkurs nennt man Swapsatz. Liegt der Terminkurs über dem Kassakurs, nennt man die Differenz Report, liegt der Terminkurs unter dem Kassakurs, Deport.

27. Lipfert, H., Internationale Finanzmärkte, Probleme und Entwicklungen eines Jahrzehnts, Frankfurt (1964) S. 113

### 3. Die Beurteilung der zwei Arten der Paritätsänderungsspekulation.

Im allgemeinen wird die Paritätsänderungsspekulation von den wirtschaftspolitischen Instanzen als ein lästiger Störenfried angesehen, der sie zu einer Auf-oder Abwertung zwingen will. Auch in der öffentlichen Meinung gilt die Paritätsänderungsspekulation als etwas Negatives.

Dies sieht man schon daran, daß nur in diesem Zusammenhang von «Spekulation» gesprochen wird, während die Kursschwankungsspekulation als «Kurssicherung» oder «Termingeschäft» bezeichnet wird. Häufig wird so getan, als erzwingt die Spekulation eine Paritätsänderung.

Ursache der Spekulation ist aber, wie schon vorher erwähnt, ein fundamentales Ungleichgewicht der Grundbilanz, das eine Paritätsänderung erwarten läßt, und die Untätigkeit der maßgeblichen Stellen der Wirtschaftspolitik.

Wenn Z.B. bei einer abwertungsbedrohten Währung der Diskontsatz erhöht wird, die Mindestreservesätze heraufgesetzt werden und die Finanzpolitik auf eine Stabilisierung gerichtet ist, so müssen die Spekulationstendenzen meist abklingen. In diesem Fall machen Notenbank und Regierung nämlich glaubhaft, daß das ausenwirtschaftliche Gleichgewicht mit binnenwirtschaftlichen Mitteln herbeigeführt werden soll.

Wird in einem Land mit aufwertungsbedrohter Währung verkündet, daß man sich keiner Anpassungsinflation unterziehen, daß man stattdessen den Geldwert stabil halten will, und auch die entsprechende Politik betreibt, so ist bei anhaltenden Zahlungsbilanz Überschüssen mit einer aufwertung zu rechnen, und es wird weiter spekuliert.

Die passive Paritätsänderungsspekulation kann eine Auf-oder Abwertung erzwingen. Durch die Forcierung und Verzögerung der Zahlungen bekommt eine oder mehrere Zentralbanken hohe Bestände an Devisenreserven. Die anderen Zentralbanken sehen dagegen ihre Reserven dahinschwinden, so daß sie Druck auf die Zentralbanken und Regierungen mit der aufwertungsverdächtigten Währung ausüben, bis diese die Parität heraufsetzen.

Dies bringt aber die Importeure und Exporteure dieser Länder keine abrupte Änderung der Kalkulationsbasis mehr, da der Terminkurs, mit dem sie rechnen, die Aufwertung bereits antizipiert hat.

#### Literaturverzeichnis

1. Carell, E., Allgemeine Volkswirtschaftslehre Heidelberg 1966
2. Lipfert, H., Devisenhandel Taschenbücher für Geld. Bank und Börse B.d. 24 Hrsg. Ph. Möhring Frankfurt a.M. (1968)
3. Lipfert, H., Internationaler Devisen- und Geldmarkt 2. Aufl. Frankfurt a.M. (1967).
4. Lipfert, H., Internationale Finanzmärkte Probleme und Entwicklung eines Jahrzehnts. Frankfurt a.M. (1964).
5. Steuer, W., Die Aufwertungsspekulation Untersuchungen über das Spar-, Giro-, und Kreditwesen Bd. 44 Hrsg. F. Voigt. Berlin 1969
6. Stucken. R., Spekulation in. HdSW Bd. 9. Stuttgart-Tübingen-Göttingen 1956.