

*comments & suggestions  
are highly appreciated*

Newly revised  
S. Casimir MMV

German (English) orthography according to standard Swiss (British) usage

## Devisenterminpolitik forward exchange market policy

Nachstehend in den Beispielen jeweils auf EUR und USD bezogen, weil in dieser Wechselkursbeziehung derzeit von grosser praktischer Bedeutung.

### A. Mengenpolitik: Outright-Terminmarkt-Intervention outright forward intervention

- (1) EZB **kauft** bei *sinkendem* Dollar-Terminkurs 90-Tage-USD auf, um
- ① den USD-Kurs zu stabilisieren; vor allem unter dem Gesichtspunkt, dass
  - ② ein Ausweichen in EUR verhindert wird (→ was sofort eintritt; denn der Kassakurs und der Terminkurs einer Währung hängen [warum?] eng zusammen!), was
    - ① den EUR verteuern und damit
    - ② den Export aus Euroland mindern würde.
- (2) EZB **verkauft** bei *steigendem* Dollar-Terminkurs 90-Tage-USD, um
- ① den USD-Kurs zu stabilisieren; vor allem aus dem Grund, dass
  - ② ein Aussteigen aus dem EUR (jetzt sogleich: Interdependenz von Kassakurs und Terminkurs!) verhindert wird, was
    - ① zu einem Sinken des EUR-Kurses sowie infolge dessen
    - ② zur Verteuerung der Einfuhrgüter aus dem USD-Raum (Erdöl, Metalle, Getreide, Futtermittel!) führen würde.

### Problem

Sinkende (steigende) Terminkurse sind *nicht* vorwiegend "Spekulationsblasen" (speculative bubbles), wie häufig die älteren Lehrbücher (direkt oder indirekt) unterstellen.

Vielmehr spiegeln sie *Erwartungen* wohl informierter Wirtschaftssubjekte über die *längerfristige* ökonomische und politische Entwicklung in einem Währungsgebiet wider. Mit Terminmarkt-Interventionen lassen sich diese Einschätzungen nicht umkehren. Dies hat die Erfahrung der letzten Jahrzehnte völlig zweifelsfrei belegt.

Würde beispielshalber die EZB ihre Reserven an USD auf den Devisen(termin)markt werfen, so würde der Kurs des USD sonder Zweifel sinken. Wenn aber die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte hinsichtlich der US-Wirtschaft besser sind als in Bezug auf die Entwicklung in Europa, dann wird man sofort den jetzt billigeren USD (→ verstärkt: denn viele Wirtschaftssubjekte werden ihre Kreditlinien voll ausschöpfen!) kaufen. Der Kurs des USD schnellte sofort wieder in die Höhe. Die Outright-Intervention der EZB wäre verpufft (would go up in smoke).

→ Von den Marktteilnehmern vermutete, längerfristige Einschätzungen hinsichtlich der Entwicklung von Volkswirtschaften (Währungsräumen) lassen sich keinesfalls mit Mitteln der Geldpolitik umkehren! Hier sind andere wirtschaftspolitische Instrumente (welche?) gefragt. ←

## B. Preispolitik: = Swappolitik forward rate policy

Wichtige Fachbegriffe: Swapsatz (forward rate) = Differenz zwischen Kassakurs und Terminkurs einer Devisen, auf Jahresprozente umgerechnet. — ❶ Ist der Kassakurs (spot rate) höher als der Terminkurs (forward rate), so wird die Termindevisen mit einem Discount (Abschlag; discount) gehandelt. — ❷ Ist der Kassakurs niedriger als der Terminkurs, so wird die Termindevisen mit einem Premium (Aufschlag; premium) gehandelt. — Normale (börsenübliche) Verträge (contracts) beziehen sich zeitlich immer auf 90 Tage.

### Mögliche Strategien der Zentralbank bei der Swappolitik

(1) Zentralbank – ❶ verkauft heimischen Banken USD per Kasse (100) und – ❷ verpflichtet sich zum Rückkauf der von ihr erworbenen Devisen (contracts) zu einem **höheren** Terminkurs (forward rate) in 90 Tagen (102). Sie bietet einen Report (premium), im Beispiel:  $4 \text{ mal } 2\% = 8\%$ .

Folge: Banken werden sich CETERIS PARIBUS ausländischen Geldmärkten zuwenden → Liquidität fließt ins Ausland ab → multiplikative Geldmengenminderung (Kreditschöpfungs-Multiplikator!) im Inland tritt ein. Praktisch ist, wie sich gezeigt hat, dies die einzige erfolversprechende Art der Swappolitik.

(2) Zentralbank – ❶ verkauft heimischen Banken USD per Kasse (100) und – ❷ verpflichtet sich, die von ihr erworbenen Devisen (contracts) zu einem **niedri-**

**geren** Terminkurs zurückzukaufen (98). Sie bietet einen Deport (discount), im Beispiel:  $4 \text{ mal } - 2\% = - 8\%$ .

Folge: Banken werden sich mit Geldexport zurückhalten. — Problem: Zentralbank kann nur schwer (wenn überhaupt!) gegen einen andersgerichteten Marktwapsatz (angenommen: +2%) angehen. → Einen Marktumschwung (change in market course) infolge der Politik der Zentralbank ist nur in Ausnahmefällen wahrscheinlich. Mehr als eine Signalwirkung kann hier kaum erreicht werden.

(3) Zentralbank kauft den heimischen Banken die – ① von ihr oder – ② auf dem freien Markt erworbenen Termindevisen (contracts) zu einem Kassakurs (104) **über** dem Terminkurs (102) zurück.

Folge: Banken werden CETERIS PARIBUS (das heisst hier: wenn der Gewinn aus der Geldanlage im Ausland nicht grösser ist als der Gewinn aus dem günstigen Umtauschkurs bei der Zentralbank; die Zentralbank kann bei ihrem Angebot die [durchschnittliche] Zinsdifferenz entsprechend bemessen) zur Repatriierung (repatriation) ihrer Auslandsguthaben veranlasst. → Wirksamkeit unter den angegebenen Einschränkungen wahrscheinlich. Praktisch aber von minderer Bedeutung, weil ja bei einem Mangel an Liquidität im Inland die Zentralbank andere Mittel hat (welche?), um die Geldmenge zu vermehren. — Zentralbank könnte aber mit dieser Aktion den *Wechselkurs* (kurzfristig!) beeinflussen, wenn viele Banken auf ihr Angebot eingehen!

Gefahr für die Zentralbank bei ihrer bei der Swappolitik mit dem Ziel, Banken zum Geldexport zu bewegen (der praktisch allein bedeutsame Fall 1):

### Swap-Karussell

merry-go-round contracts in central bank covered forward exchange

Karussell-Geschäfte laufen nach folgender Reihe ab:

- ① Banken kaufen (günstige, das heisst: über den allgemeinen Marktbedingungen liegende) kursgesicherte Termindevisen (contracts) bei ihrer Zentralbank.
- ② Diese Kontrakte verkaufen die Banken an das Ausland. Gewinn: Unterschied zwischen dem Swapsatz des freien Marktes (angenommen: Report von 3%) und dem günstigeren Satz mit der Zentralbank (angenommen: Report von 4%).
- ③ Mit dem Gegenwert aus dem Verkauf der Termindollar-Kontrakte beschaffen sich die Banken bei ihrer Zentralbank gleich wieder kursgesicherte Termindevisen. Diese werden an Ausländer abermals gewinnbringend verkauft.
- ④ Der Erlös wird erneut zum Kauf von Kontrakten eingesetzt; siehe ①.

Damit wird dem Ziel der Swappolitik der Zentralbank in diesem Fall, nämlich

- die Banken zum Engagement auf dem Terminmarkt (Geldexport) zu locken,
- um Kursausschläge zwischen Währungsblöcken (im voraus) zu glätten

entgegen gearbeitet.

Siehe wegen einzelner Fachwörter auch das Lexikon "Finanzbegriffe" bei der Adresse  
<http://www.uni-siegen.de/f5/merk/>

**Never trust any person not of sound religion!  
For he that is false to God can certainly not be true to man.**

(Johann Wolfgang Goethe, German poet, philosopher, and statesman)