

# Der Eurodollarmarkt als Instrument internationaler Geldschöpfung?\*

Von Siegfried Menrad, Tübingen

## I. Vorbemerkungen

Über die „Geldschöpfung auf dem Euro-Dollarmarkt“ gibt es eine herrschende Lehre<sup>1</sup>. In den Beiträgen ihrer Vertreter liest man bisweilen, daß diese Lehre kaum noch<sup>2</sup> oder — wie es der Verfasser kürzlich in einem Vortrag hörte<sup>3</sup> — gar nicht mehr bestritten werde. Dieser Behauptung

---

\* Für kritische und ergänzende Hinweise dankt der Verfasser seinen Mitarbeitern, insbesondere Diplom-Volkswirt R.-R. Vögele und Diplom-Volkswirt Th. Leopold.

<sup>1</sup> Vgl. dazu die folgenden Quellen, aus denen auch hervorgeht, daß Höhe und Details der Geldschöpfung auf dem Euro-Geldmarkt umstritten sind: *Bell*, Geoffrey, Credit Creation Through Euro-dollars?, in: *The Banker*, Vol. 114 (1964), S. 494 - 502; *Klopstock*, Fred H., The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues, Essays in International Finance, No. 65, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton N. J. 1968; *Swoboda*, Alexander K., The Euro-Dollar Market: An Interpretation, Essays in International Finance, No. 64, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton N. J. 1968; *Friedman*, Milton, The Eurodollar Market: Some First Principles, in: The Morgan Guaranty Survey, New York, October 1969, S. 4 - 14; *Machlup*, Fritz, Euro-Dollar Creation: A Mystery Story, in: *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, Vol. 23 (1970), S. 219 - 260; *Scanlon*, Charles J., Definitions and Mechanics of Eurodollar Transactions, in: *The Eurodollar*, Edited by Herbert V. Prochnow, Chicago 1970, S. 16 - 41; *Clendenning*, E. Wayne, Euro-Dollars and Credit Creation, in: *International Currency Review*, Vol. 3 (1971), S. 12 - 19; *Mayer*, Helmut W., Multiplier Effects and Credit Creation in the Euro-dollar-Market, in: *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, Vol. 24 (1971), S. 233 - 262; *Niehans*, Jürg, Geldschaffung und Kreditvermittlung im Eurodollarmarkt, in: *Verstehen und Gestalten der Wirtschaft, Festgabe für Friedrich A. Lutz zum 70. Geburtstag am 29. Dezember 1971*, Tübingen 1971, S. 279 - 294; *Fratianni*, Michele, and *Savona*, Paolo, The International Monetary Base and the Euro-Dollar Market, in: *Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 1, Proceedings of the First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy*, Edited by Karl Brunner, Berlin 1972, S. 347 - 394.

verdankt der Verfasser die Anregung zur vorliegenden Stellungnahme, bestreitet er doch, daß es eine „Geldschöpfung auf dem Euro-Dollarmarkt“ gibt. Er stimmt allerdings der Auffassung zu, daß der Euro-Dollarmarkt zur Geldschöpfung der Bankensysteme jener Staaten bzw. Währungsgebiete beiträgt, in denen die Markt-Teilnehmer domizilieren. Der Prozeß, der diesem Beitrag des Euro-Dollarmarktes zugrunde liegt, läßt sich indessen mit dem von der herrschenden Lehre verwendeten Modell nicht abbilden.

Im vorausgehenden war wiederholt vom Euro-Dollarmarkt die Rede, obwohl es sich um einen Geldmarkt dreht, an dem auch andere, insbesondere harte europäische Währungen gehandelt werden<sup>4</sup>. Manche Autoren setzen aber *pars pro toto*<sup>5</sup>, weil der Dollar am Euro-Geldmarkt dominiert<sup>6</sup>. Dagegen ist nichts einzuwenden, solange die bestehende Währungsvielfalt, wo sie sachlich Belang hat, nicht aus dem Auge verloren wird. Um dieser Gefahr von vornherein zu entgehen, soll hier künftig vom Euro-Geldmarkt gesprochen werden, es sei denn, daß tatsächlich nur der Handel mit Dollars am Euro-Geldmarkt gemeint ist.

<sup>2</sup> Häuser, Karl, Monetäre internationale Ordnung und internationale Kapitalbewegungen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 23. Jg. (1970), S. 1079; Bell, Geoffrey, The Euro-dollar Market and the International Financial System, London and Basingstoke 1973, S. 48 - 53; Keinath, Karl, Geldschöpfung auf dem Euro-Dollarmarkt, Reihe: Wirtschaft und Gesellschaft, hrsg. von Norbert Kloten und Fritz Neumark, Bd. 6, Tübingen 1973, S. 117.

<sup>3</sup> de Ridder, Victor A., Der Eurodollarmarkt als Instrument internationaler Geldschöpfung, öffentlicher Vortrag am 20. Januar 1976 an der Universität Tübingen.

<sup>4</sup> Vgl. dazu die Jahresberichte der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, z. B. 34. Jahresbericht, 1. April 1963 - 31. März 1964, Basel, 8. Juni 1964, S. 142 - 145; vgl. auch Angaben und Ausführungen der Deutschen Bundesbank über „Die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Unternehmen“, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 18. Jg. (1966), Nr. 11, S. 3 - 14, hier S. 7 f. und S. 14.

<sup>5</sup> Vgl. z. B. Machlup, Fritz, a.a.O., S. 260; Einzig, Paul, The Euro-Dollar System, Practice and Theory of International Interest Rates, 5. Edition, London and Basingstoke 1973, S. XIX; Lutz, Friedrich A., The Euro-Currency System, in: Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Vol. 27 (1974), S. 183.

<sup>6</sup> Der Dollaranteil an den gesamten ausstehenden Positionen betrug Sept. 1963 73 %, Dez. 1969 82 %, Sept. 1973 66 %, Dez. 1974 72 %. Berechnet nach: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 34. Jahresbericht, a.a.O., Tab. S. 144; 41. Jahresbericht, 1. April 1970 - 31. März 1971, Basel, 14. Juni 1971, Tab. S. 180; 45. Jahresbericht, 1. April 1974 - 31. März 1975, Basel, 9. Juni 1975, S. 142, vgl. dort auch S. 141.

Auch für den Terminus „Geldschöpfung“ ist eine Sprachregelung nötig. Er steht im folgenden an Stelle des von vielen Autoren benutzten Ausdrucks „Geld- und Kreditschöpfung“. Damit soll freilich keineswegs in Abrede gestellt werden, daß der Vorgang der Geldschöpfung, d. h. in diesem Zusammenhang: die Vermehrung der Sichteinlagen von Nichtbanken, mit einer Kreditgewährung der Banken an Nichtbanken einhergeht.

Eine weitere Vorbemerkung ist wegen der Divergenzen erforderlich, die zwischen den Staatsgebieten, in denen Euro-Banken ihren Sitz haben, auf der einen Seite und den Währungsgebieten, denen sie zugehören, auf der anderen Seite bestehen<sup>7</sup>. Es ist durchaus möglich, daß sich Staaten desselben Währungsgebietes außenwirtschaftlich gegeneinander abschirmen. Das spielt unter Umständen auch bei der Geldschöpfung in dem betreffenden Währungsgebiet eine Rolle und muß dann bei der Analyse in Rechnung gestellt werden. Es braucht hier nicht erörtert zu werden, wie dabei im einzelnen zu verfahren ist. Wir können vielmehr von der Feststellung ausgehen, daß der Geldschöpfungsprozeß auf die einzelnen Währungsgebiete bezogen ist, und über mögliche Divergenzen zwischen diesen und den Staatsgebieten, in denen Euro-Banken domizilieren, hinwegsehen.

Im Interesse einer zügigen Beweisführung wird noch vorausgesetzt, dem Leser seien die Grundzüge der Lehre von der Geldschöpfung der Geschäftsbanken bekannt<sup>8</sup> und darüber hinaus sei ihm auch geläufig, wie sich die herrschende Meinung den Geldschöpfungsprozeß am Euro-Geldmarkt vorstellt<sup>9</sup>. Da indessen diese Vorstellung im Mittelpunkt un-

<sup>7</sup> Als Beispiel seien Belgien-Luxemburg und Großbritannien angeführt. Vgl. zur Relation von Staatsgrenzen zu Währungsgrenzen: *Hahn, Oswald, Zahlungsmittelverkehr der Unternehmung, Eine betriebswirtschaftliche Analyse der inländischen Zahlungsmittel und ihrer Bewegungen*, Wiesbaden 1962, S. 53 - 56.

<sup>8</sup> Vgl. z. B. die Darstellung bei *Schneider, Erich, Einführung in die Wirtschaftstheorie*, III. Teil: Geld, Kredit, Volkseinkommen und Beschäftigung, 12., um einen Anhang erweiterte Auflage, Tübingen 1973, S. 4 - 67. — Der Verfasser hat — an *Schneider* anknüpfend — ein anhand empirischer Zahlen überprüfbares und falsifizierbares Modell für die Bundesrepublik Deutschland entwickelt. Vgl. *Menrad, Siegfried, Kreditgewährung — Einlagenwachstum — Geldschöpfung*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 36. Jg. (1966), 1. Ergänzungsheft, S. 115 - 133.

<sup>9</sup> Vgl. dazu *Friedman, Milton, a.a.O., S. 7 - 10; Friedrich, Klaus, The Euro-Dollar System and International Liquidity*, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 2 (1970), S. 339 - 346; *Scanlon, Charles J., a.a.O., S. 33 - 40; Keinath, Karl, a.a.O., S. 18 - 41*. — Teilweise abweichende Darstellungen fin-

serer Kritik steht, sei sie wenigstens ganz kurz rekapituliert. In der Regel wird davon ausgegangen, daß einer Euro-Bank ein Devisenguthaben in US-Dollar zuwachse, z. B. weil ein inländischer Exporteur sein Sichtguthaben bei einer US-Bank gegen Gutschrift auf Girokonto auf die Euro-Bank übertrage. Die Euro-Bank sehe sich so in die Lage versetzt, anderen Euro-Banken Dollar-Kredite zu geben, es komme auch zu solchen Krediten an Nichtbanken, also z. B. an inländische Importeure, zu Übertragungen zwischen Nichtbanken, und zwar teils in anderen Währungen, teils in Dollar, zu erneuten Dollar-Einlagen bei Euro-Banken und auch zu Rückflüssen in das Währungsgebiet der Devisen. Die Vorgänge werden im Modell als ein über mehrere Runden verlaufender Prozeß dargestellt, dessen Amplituden von Runde zu Runde abnehmen, weil eine bestimmte Reservehaltung für Einlagen von Banken und von Nichtbanken sowie Abflüsse vom Markt unterstellt werden. Anhand der Summenformel für konvergierende unendliche geometrische Reihen werden Multiplikatoren und Grenzen der Geldschöpfung definiert. Diese Darstellung wird zuweilen mit der These eingeleitet oder beendet, hier vollziehe sich eine Geldschöpfung auf internationaler Ebene, losgelöst von jener im Rahmen der nationalen Bankensysteme, frei von politischen und administrativen Fesseln und Kontrollen<sup>10</sup>. Ein Hinweis auf die rasante Entwicklung, die sich in den Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ausdrückt<sup>11</sup>, macht das gerne glauben.

---

den sich z. B. bei *Machlup*, Fritz, a.a.O., S. 230 - 242; *Mayer*, Helmut W., a.a.O., S. 247 - 256; *Fratianni*, Michele, and *Savona*, Paolo, a.a.O., S. 374 - 393; *Hewson*, John, and *Sakakibara*, Eisuke, The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A Portfolio Approach, in: International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 21 (1974), S. 314 - 327.

<sup>10</sup> Vgl. z. B. *Friedman*, Milton, a.a.O., S. 6; *Carli*, Guido, Eurodollars: A Paper Pyramid?, in: Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Vol. 24 (1971), S. 98; *Keinath*, Karl, a.a.O., S. 41. Vgl. ferner *Mandel*, Hans H., Eurodevisen — ihre Entstehung und Verwendung, in: Österreichisches Bank-Archiv, 14. Jg. (1966), S. 121.

<sup>11</sup> Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresberichte, a.a.O., 1963/64 ff.

## II. Kritik der herrschenden Lehre von der „Geldschöpfung auf dem Euro-Geldmarkt“

### 1. Grundlegende Gesichtspunkte der Kritik

Das erste Argument gegen die herrschende Lehre von der „Geldschöpfung auf dem Euro-Geldmarkt“ beruht auf der Feststellung, daß es keine Geschäftsbank gibt, die extritorial domiziliert<sup>12</sup>. Aus dieser Feststellung folgt, daß alle Banken politischen und administrativen Regelungen unterliegen, und zwar denen des Staates und Währungsgebietes, zu dem ihr Domizil jeweils gehört. So unterliegen selbstverständlich auch die Geschäftsbanken am Euro-Geldmarkt mit allen ihren Abteilungen und Aktivitäten den Rechtsnormen ihrer jeweiligen Staaten und Währungsinstanzen. Ihre Geschäftstätigkeit unterliegt darüber hinaus faktischen Normen und Bedingungen, wie sie für Banken ihres Landes und Währungsgebietes spezifisch sind. Freilich: Diese rechtlichen und faktischen Normen und Bedingungen sind von Land zu Land und von Währungsgebiet zu Währungsgebiet mehr oder weniger verschieden<sup>13</sup>. Sie beengen das Tätigkeitsfeld der Euro-Geschäftsbanken vielleicht im einen Fall relativ stark, im andern vergleichsweise wenig. In jedem Falle gilt jedoch, daß wir die jeweiligen nationalen und währungsspezifischen Gegeben-

---

<sup>12</sup> Vgl. *Ossola*, Rinaldo, Central Bank Interventions and Eurocurrency Markets, in: *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, Vol. 26 (1973), S. 29.

<sup>13</sup> Vgl. z. B. aus der Schriftenreihe des Instituts für Bank- u. Kreditwirtschaft der Freien Universität Berlin, hrsg. von Erich Thiess, Strukturanalysen ausländischer Banksysteme (ab Heft 6: Schriftenreihe des Instituts für Banken und Industrie, Geld und Kredit der Freien Universität Berlin, hrsg. v. Manfred Hein, Struktur ausländischer Banksysteme): Heft 1, *Hein*, Manfred, Struktur des Bankwesens in Großbritannien, Frankfurt a. M. 1967; Heft 2, *Geis*, Heinz-Günter, Struktur des Bankwesens in Frankreich, Frankfurt a. M. 1968; Heft 3, *Bremeier*, Eberhard, Struktur des Bankwesens in der Schweiz, 2. Aufl., Frankfurt a. M. 1969; Heft 5, *Geis*, Heinz-Günter, Struktur des Bankwesens in Belgien, Frankfurt a. M. 1969; Heft 7, *Meier*, Ulrich, Struktur des Bankwesens in Luxemburg, Frankfurt a. M. 1975. Über Banksysteme außerhalb Europas, aber mit Bedeutung für den Euro-Geldmarkt vgl. ebenda; Heft 4, *Hein*, Manfred, Struktur des Bankwesens in Japan, Frankfurt a. M. 1968; Heft 8, *Ebel*, Jürgen, Struktur des Bankwesens in Kanada, Frankfurt a. M. 1975. Vgl. ferner die Übersicht über einschlägige währungs- und kreditpolitische und steuerrechtliche Bestimmungen in: *The Chase Manhattan Bank, N. A., Eurocurrency Financing*, New York 1975, S. 11 - 23. Beachte aber, daß diese Bestimmungen den Geldschöpfungsprozeß nicht vollständig determinieren, daß vielmehr weitere Bedingungen zu beachten sind.

heiten berücksichtigen müssen, wenn wir das Geschehen am Euro-Geldmarkt untersuchen wollen<sup>14</sup>.

Überlegen wir als nächstes, was eine deutsche Geschäftsbank mit dem Dollar-Sichtguthaben bei einer US-Bank anfangen kann, das ihr von einer Nichtbank gegen Gutschrift übertragen wurde. Aus heuristischen Gründen sehen wir dabei zunächst von inländischen Interbankgeschäften ab, m. a. W.: die betreffende deutsche Bank soll das ganze Geschäftsbanken-System der Bundesrepublik Deutschland repräsentieren, wie es bei der Analyse der Geldschöpfung des Bankensystems eines Währungsgebietes gang und gäbe ist<sup>15, 16</sup>.

Unsere Bank könnte zunächst einmal die Devisen gegen DM-Sichtguthaben bei der Deutschen Bundesbank verkaufen, sei es an diese selbst — Ankaufsbereitschaft vorausgesetzt — oder sei es an eine ausländische Bank, die über DM-Sichtguthaben bei der Bundesbank verfügt. Im Prinzip — nicht im Betrag — das gleiche Ergebnis hätte die Ablösung von Sichtverbindlichkeiten gegenüber einer ausländischen Bank. In allen diesen Fällen würde der Deutschen Bank cet. par. eine Überschußreserve auf Zentralbankkonto zuwachsen, mit der sie Geld- und Kreditschöpfung betreiben könnte. Dabei wäre sie von Anfang an, also auch hinsichtlich der ursprünglichen Nichtbanken-Einlagen an die Mindestreservevorschriften, an den Bargeld- bzw. an den Zentralbankgeld-Quotienten, an die Einlagenrelation und an die sonstigen Koeffizienten der Geldschöpfung gebunden, die für das Währungsgebiet der DM gelten. Im Grunde bedürfte es aber für eine solche Geld- und Kreditschöpfung gar keiner Verwertung der Devisenforderung. Unsere Bank könnte diese im Vertrauen darauf, daß die Konvertibilität auch künftig gewährleistet sei, und unter Hinnahme des Währungsrisikos unmittelbar als Überschußreserve betrachten<sup>17</sup>. Schließlich hätte unsere Bank auch die Mög-

<sup>14</sup> So auch Somogyi, János, Eurodollarmarkt und Kreditexpansion, in: Internationale Währungsordnung und Kapitalmarkt, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität, Frankfurt a. M., hrsg. v. Georg Bruns und Karl Häuser, Frankfurt a. M. 1972, S. 42 ff.

<sup>15</sup> Vgl. z. B. Menrad, Siegfried, a.a.O., S. 117 u. 120.

<sup>16</sup> Daß wir hier gerade an eine deutsche Geschäftsbank denken, hat keine grundsätzliche Bedeutung.

<sup>17</sup> Davon gehen auch andere Autoren aus. Vgl. z. B. Richebächer, Kurt, Das internationale Zahlungssystem als Faktor in der Entwicklung der Geld- und Kapitalmärkte, in: Außenwirtschaft, 26. Jg. (1971), S. 145 f.; Jöhr, Walter Adolf, und Kühne, Karl, Die Weltinflation und die Schweiz, in: Außenwirtschaft, 29. Jg. (1974), S. 434; Wolff, Heide, Bundesrepublik Deutschland und

lichkeit, ihr Dollar-Sichtguthaben bei einer US-Bank im Zuge einer Kreditgewährung auf eine ausländische Bank, etwa eine Euro-Bank, zu übertragen. In diesem Falle müßte sie allerdings wegen der Liquiditätsbeanspruchung, die im Hinblick auf die ursprüngliche Nichtbanken-Einlage gemäß den eben genannten Koeffizienten zu gewärtigen ist, einen Teilbetrag zurückbehalten. Danach würden sich der ausländischen Bank in bezug auf das restliche Dollar-Sichtguthaben grundsätzlich die gleichen Alternativen eröffnen wie vorher dem deutschen Kreditinstitut. Welche Koeffizienten gegebenenfalls für die Geldschöpfung dieser Bank gelten, hängt von den einschlägigen rechtlichen und faktischen Normen und Bedingungen des Währungsgebietes ab, dessen Bankensystem wir uns von dieser Bank repräsentiert denken. Das gilt analog, wenn wir annehmen, abnehmende Teilbeträge des Dollar-Sichtguthabens bei einer US-Bank würden noch Banken weiterer Währungsgebiete erreichen.

Ehe wir daraus die Schlußfolgerung ziehen, wollen wir noch prüfen, welche Bedeutung es für den erörterten Zusammenhang hat, wenn Gutschriften und Lastschriften nicht in inländischer Währung erfolgen, sondern in der Währung der ursprünglich zugeflossenen Devisen. Diese Prüfung erscheint notwendig, um Einwendungen zuvorzukommen, die sich darauf stützen, daß in den üblichen Euro-Geldschöpfungsmodellen von einer Abwicklung über entsprechende (Fremd-)Währungskonten ausgegangen wird<sup>18</sup>. Das Ergebnis liegt in der Feststellung beschlossen, daß auch in dieser Beziehung die am Bankdomizil gültigen länders- bzw. währungsspezifischen rechtlichen und faktischen Normen und Bedingungen der Geschäftstätigkeit der Banken maßgeblich sind. In der Bundesrepublik Deutschland beispielsweise sind nach § 2 (4) Buchst. j) Satz 1 AMR<sup>19</sup> Verbindlichkeiten „gegenüber Gebietsfremden in fremder Währung, deren Gegenwerte gleichzeitig und mit gleicher Laufzeit nachweislich in das Ausland zur Begründung von Forderungen an Gebietsfremde in fremder Währung weitergeleitet worden sind“, von der Mindestreservepflicht freigestellt, sofern sie nicht täglich oder nach einer vereinbarten Kündigungsfrist fällig sind<sup>20</sup>. Gegebenenfalls müssen solche Verbindlichkeiten in Modellen und Berechnungen der Geld- und Kredit-

Großbritannien: Währungsreserven und Bankenliquidität, in: Kredit und Kapital, 7. Jg. (1974), S. 475 f.

<sup>18</sup> Vgl. z. B. das Vorgehen von *Bell, Geoffrey, Credit Creation Through Euro-dollars?*, a.a.O., S. 496 - 500; *Scanlon, Charles J.*, a.a.O., S. 18 - 38; *Keinath, Karl*, a.a.O., S. 18 - 32.

<sup>19</sup> Anweisung der Deutschen Bundesbank über Mindestreserven (AMR) vom 11. November 1968 (Mitt. 5008/68) i. d. F. v. 20. Juni 1975 (Mitt. 5014/75).

schöpfung gesondert erfaßt und so berücksichtigt werden, wie es der zitierten Vorschrift der deutschen Zentralbank entspricht. Im übrigen betrifft die Entscheidung über die Währung, in der die Konten geführt werden, im Grunde lediglich die Verteilung der Kursrisiken auf Schuldner und Gläubiger, und zwar in Abhängigkeit von jener Währung, in der über das Guthaben schließlich verfügt wird<sup>21</sup>. Insbesondere berühren Fremdwährungskonten in keiner Weise die Geldschöpfung in dem betreffenden Fremdwährungsgebiet<sup>22</sup>.

Man könnte sich z. B. den extremen Fall ausdenken, daß zwischen Banken und Nichtbanken des Währungsgebietes der DM vereinbart wird, alle Konten von heimischer Währung auf fremde Währung, sagen wir auf US-Dollar, umzustellen. Das würde gar nichts an den Gesetzmäßigkeiten und Besonderheiten der Geldschöpfung hierzulande ändern. Die so entstandenen Dollar-Sichteinlagen wären nicht dem Geldvolumen der Vereinigten Staaten von Amerika, sondern dem der Bundesrepublik Deutschland zuzurechnen<sup>23</sup>. Bei Zahlungen an Partner in den USA käme es nach wie vor auf Sichtguthaben bei US-Banken bzw. auf die Kreditbereitschaft dieser Banken an. Das führt zu der Feststellung, daß Euro-Dollar-Guthaben und Euro-Dollar-Verbindlichkeiten von Nichtbanken dem Geld- bzw. Kreditvolumen jenes Euro-Partnerlandes zuzurechnen

<sup>20</sup> Auf die Risiken, die die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der deutschen Banken (in der Fassung vom 1. Januar 1976, Abschnitt I, Nr. 3) dem Kunden aufbürden, sei nur am Rande verwiesen. Sie spielen im vorliegenden Zusammenhang keine nennenswerte Rolle und ergeben sich nicht zwangsläufig aus der Sache heraus, sondern sind ein Verhandlungsergebnis.

<sup>21</sup> Die deutschen Vorschriften — insbes. sind wohl jene über die Mindestreserven gemeint — unterscheiden sich von den in den meisten anderen Ländern geltenden dadurch, „daß sie keinen Unterschied zwischen Bankgeschäften in Landeswährung und solchen in Fremdwährung kennen, sondern nur zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden differenzieren“ (Bank für Internationale Zahlungsausgleich, 44. Jahresbericht vom 1. April 1973 - 31. März 1974, Basel 10. Juni 1974, S. 176).

<sup>22</sup> In diesem Sinne schreibt *Brandes*: „... keine Bank außerhalb der Vereinigten Staaten ist in der Lage, die Dollar-Devisenmenge im Wege einer autonomen Geldschöpfung zu vergrößern“ ( *Brandes, Henning, Der Euro-Dollarmarkt, Eine Analyse seiner Entstehungsgründe, seiner Struktur, seiner Marktelemente und seiner einzelwirtschaftlichen und währungspolitischen Bedeutung*, Bd. 7 der Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, hrsg. v. Ludwig Mülhaupt, Wiesbaden 1968, S. 332, vgl. auch S. 67).

<sup>23</sup> Von der Frage der Abgrenzung des Geldvolumens unter währungs- und kreditpolitischen Gesichtspunkten kann hier gänzlich abgesehen werden, da es uns nur auf den Zusammenhang mit dem Geldschöpfungsprozeß ankommt.

sind, in dem sie gemäß den jeweiligen Normen und Bedingungen der Geldschöpfung entstehen. Maßgeblich für die Zuordnung ist also nicht die Währung, in der ein Konto geführt wird, sondern das Domizil der kontoführenden Bank.

Nachdem sich erwiesen hat, daß auch im Falle einer Abwicklung über (Fremd-)Währungskonten die Geldschöpfung der Geschäftsbanken den Gesetzmäßigkeiten und Koeffizienten folgt, die dafür in den einzelnen Währungsgebieten gelten, können wir daraus die Konsequenz für die Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt ziehen. Sie lautet: Eine autonome Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt gibt es nicht, und zwar „autonom“ in dem Sinne, daß sie nach eigenen Gesetzen und unabhängig von der Geldschöpfung verläuft, die den Bankensystemen der einzelnen Währungsgebiete zuzurechnen ist, in denen die beteiligten Euro-Banken domizilieren.

Damit soll nun aber keineswegs behauptet werden, daß die Transaktionen am Euro-Geldmarkt für Untersuchungen über die Geldschöpfung unerheblich seien. Die Vorgänge am Euro-Geldmarkt haben sehr wohl Bedeutung für die Geldschöpfung in den Währungsgebieten, in denen die beteiligten Geschäftsbanken zu Hause sind, aber ihr Einfluß richtet sich nach den währungsspezifischen Normen und Bedingungen. Daher ist die Frage nach der „Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt“ falsch gestellt. Dagegen ist es wohl begründet, nach dem Beitrag zu fragen, den das Geschehen am Euro-Geldmarkt zur Geldschöpfung in den einzelnen Währungsgebieten der Euro-Banken leistet. Hier muß aber einem Mißverständnis vorgebeugt werden: In der jüngeren Literatur wurde verschiedentlich untersucht, welcher Einfluß auf die nationale Geldschöpfung ausgeübt wird, wenn Nichtbanken über einen Teil der ihnen eingeräumten Euro-Währungskredite — er wird zur Abflußquote gerechnet — in heimischer Währung verfügen<sup>24</sup>. Eine solche Untersuchung erscheint indessen müßig, da es — wie gezeigt — für den Geldschöpfungsprozeß in einem bestimmten Land keine wesentliche Rolle spielt, in welcher Währung die Konten geführt werden. In Frage steht daher der Beitrag des Euro-Geldmarktes zur Geldschöpfung in den einzelnen Währungsgebieten der Euro-Banken generell, und die Antwort auf diese Frage hat auch für das Verständnis des Euro-Geldmarktes selbst Be-

---

<sup>24</sup> Hier ist vor allem auf *Clendenning, E. Wayne, The Euro-Dollar-Market*, Oxford 1970, S. 128 - 135, hinzuweisen. Vgl. hierzu ferner *Lutz, Friedrich A., The Euro-Currency System*, a.a.O., S. 190 ff., und *Bell, Geoffrey, The Euro-dollar Market and the International Financial System*, a.a.O., S. 50 f.

lang, denn die Unterschiede zwischen den Geldschöpfungsmultiplikatoren in den Währungsgebieten der Euro-Banken dürften erheblichen Einfluß auf die Zinsbildung und damit auf Umfang und Weg der Zahlungsströme am Euro-Geldmarkt haben<sup>25</sup>. Allerdings bestand unser ursprüngliches Anliegen lediglich darin, die Problematik der herrschenden Lehre von der sogenannten „Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt“ aufzuzeigen. Diesem Anliegen ist u. E. mit den vorgetragenen Argumenten Genüge getan. Sie liefern aber zugleich einige Hinweise darauf, was ein Ansatz berücksichtigen müßte, der die Zusammenhänge wirklichkeitsnäher beschreiben und auch erklären will. Diesen Hinweisen gehen wir im folgenden ein Stück weit nach.

## 2. Weiterführende Gesichtspunkte der Kritik

Wir gehen von der Feststellung aus, daß die Abgrenzung des Euro-Geldmarktes gegen die übrigen internationalen und auch gegen die nationalen Geldmärkte schwierig und umstritten ist<sup>26</sup>. Domizil der Partner, gehandelte Währungen, Usancen und Teilnehmer können teils alternativ, teils nebeneinander als Abgrenzungskriterien herangezogen werden. Es kommt aber noch hinzu, daß eine isolierte Betrachtung des Euro-Geldmarktes von vornherein unzweckmäßig erscheint. Wegen der Interdependenz aller Geldmärkte muß das Geschehen an ihm als Ausschnitt gesehen werden<sup>27</sup>. In letzter Konsequenz würde dies dazu zwingen, ein Weltmodell der Geldschöpfung zu bauen, in dem dann auch die Reserveposition im Internationalen Währungsfonds und die Sonderziehungsrechte ihren Platz hätten<sup>28</sup>. Man könnte dieses Weltmodell vielleicht im

<sup>25</sup> Vgl. dazu o. V., Die kurzfristige Auslandsposition der deutschen Kreditinstitute, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 24. Jg. (1972), Nr. 10, S. 16 - 34, hier S. 23 - 25.

<sup>26</sup> Besonders ausführlich stellt *Brandes* (a.a.O., S. 57 - 77) die Definitions- und Abgrenzungsprobleme des Euro-Dollarmarktes dar. Vgl. unter anderem auch die Erörterungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im 34. Jahresbericht, a.a.O., S. 142 f., und im 35. Jahresbericht, 1. April 1964 bis 31. März 1965, Basel, 14. Juni 1965, S. 142.

<sup>27</sup> Zur Interdependenz des Geschehens am Euro-Geldmarkt und an den nationalen Geldmärkten vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 41. Jahresbericht, a.a.O., S. 178.

<sup>28</sup> Vgl. dazu die Überlegungen von *Fratianni*, Michele, and *Savona*, Paolo, a.a.O., S. 364 - 393; dieselben, Eurodollar Creation: Comments on Prof. Madsrup's Propositions and Developments, in: *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, Vol. 24 (1971), S. 110 - 128; *Mayer*, Helmut W., a.a.O., S. 247 bis 256.

Hinblick auf die quantitative Bedeutungslosigkeit mancher Währungen und Teilnehmer beträchtlich vereinfachen, aber es ist klar, daß das Problem auch dann noch Dimensionen aufweist, die über Ziel und Rahmen dieses Beitrags weit hinausreichen. Andererseits muß eine noch stärkere Reduktion der Modellelemente auch den Aussagewert des Partialmodells verringern. Für eine ex-post-Analyse kann ein solches Partialmodell dennoch nützlich sein. Gehen wir daher in dieser Richtung einen Schritt weiter.

Wie alle internationalen Geldmarktgeschäfte dienen auch jene am Euro-Geldmarkt dem Liquiditätstransfer zwischen verschiedenen Währungsgebieten oder sie bewirken jedenfalls einen solchen Liquiditätstransfer. Sie gehen in den Saldo der Devisenströme ein und mindern oder mehren mit diesem die Möglichkeit der Geldschöpfung in den betreffenden Währungsgebieten. Letztere läßt sich — wenigstens *ex post* — berechnen<sup>29</sup>. Unser Problem wäre nun im Prinzip leicht zu lösen, wenn man den fraglichen Beitrag der Euro-Geldmarktgeschäfte für jedes beteiligte Land anhand der *ex post* ermittelten währungsspezifischen Multiplikatoren und der auf die Euro-Geldmarktgeschäfte zurückzuführenden Änderungen der Devisensalden<sup>30</sup> errechnen könnte. Leider liegen die Dinge sehr viel komplizierter!

Um der Wirklichkeit näher zu kommen, müssen wir jetzt die Fiktion aufgeben, das Geschäftsbanken-System jedes Währungsgebietes werde jeweils von einer einzigen Geschäftsbank repräsentiert. Die Geschäftsbanken eines Währungsgebietes sind nämlich in verschiedener Weise am Geschehen beteiligt. Es bedarf daher einer Differenzierung. Wir betrachten dementsprechend nun die Vorgänge bei einzelnen Geschäftsbanken.

Angenommen, eine Geschäftsbank der Bundesrepublik Deutschland nehme bei einer ausländischen Euro-Bank Drei-Monats-Dollar auf, um sie gemäß § 2 (4) Buchst. j) der „Anweisungen der Deutschen Bundes-

<sup>29</sup> Vgl. für die Bundesrepublik Deutschland neben Menrad, Siegfried, a.a.O., auch Schaaf, Gerhard, Die Geldschöpfungsmöglichkeiten von Einzelbank, Bankengruppe und Bankensystem in der Bundesrepublik Deutschland, Theoretische und empirische Beiträge zur Geldschöpfungslehre, Tübinger Dissertation, Tübingen 1965, bes. S. 188 - 194, sowie die weniger differenzierenden Berechnungen des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung z. B. im Jahresgutachten 1971/72, Währung, Geldwert, Wettbewerb — Entscheidungen für Morgen, Stuttgart und Mainz (1971), S. 58 - 60 und S. 168 f.

<sup>30</sup> Hier bleibt außer acht, ob sich diese Änderungen statistisch einwandfrei ermitteln ließen.

bank über Mindestreserven“ (AMR) „weiterzuleiten“. An dieser Transaktion ist hier lediglich bemerkenswert, daß mangels allgemeingültiger Anhaltspunkte für die Zuordnung von Aktiva zu Passiva<sup>31</sup> die formalen Kriterien der Bundesbank maßgeblich sind: Unter anderem muß die „Weiterleitung“ innerhalb von drei Tagen und mit gleicher Laufzeit erfolgen<sup>32</sup>. Auf die Geldschöpfung der deutschen Geschäftsbank übt die Transaktion per Saldo keinen Einfluß aus<sup>33</sup>. Eine Mindestreservepflicht entsteht nicht, und auch eine freiwillige Reservehaltung erscheint im Hinblick auf die Terminstrenge, die wie an jedem Geldmarkt, so auch am Euro-Geldmarkt herrscht<sup>34</sup>, überflüssig<sup>35</sup>.

Nunmehr unterstellen wir, eine Geschäftsbank in der Bundesrepublik Deutschland gewähre einer ausländischen Euro-Bank einen Drei-Monatskredit in Dollar. Sie muß in diesem Fall damit rechnen, daß der Kredit

<sup>31</sup> Von bloßen Korrekturposten in der Bilanz wird dabei abgesehen.

<sup>32</sup> Vgl. Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zu § 2 (4) Buchst. j) AMR (Vordr. 1505 — 7.75, Nachtrag 45).

<sup>33</sup> Auch nach der herrschenden Lehre erhöht die Verlängerung der „Kreditketten“ durch Interbankgeschäfte das Volumen der Geldschöpfung nicht (vgl. z. B. *Keinath*, Karl, a.a.O., S. 34 und 84). Eine abweichende Auffassung vertreten z. B. *Bell*, Geoffrey, *Credit Creation Through Euro-dollars?*, a.a.O., S. 496 f.

<sup>34</sup> Siehe *Bennin*, Bernhard, Art.: Geldmarkt, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Aufl., redigiert und ergänzt von Erich Achterberg und Karl Lenz, 1. Bd., Frankfurt a. M., 1967, S. 589 - 594, hier S. 589.

<sup>35</sup> Demgegenüber wird von den Vertretern der herrschenden Lehre vielfach unterstellt, die Geschäftsbanken würden für Einlagen von Banken, und zwar auch für Termineinlagen, Liquiditätsreserven unterhalten (vgl. z. B. *Keinath*, Karl, a.a.O., S. 28). Zur Begründung wird u. a. auf differierende Fälligkeiten von Forderungen und Verbindlichkeiten verwiesen (ebenda, S. 84). Bei solchen Differenzen entfiel in der Bundesrepublik Deutschland die Freistellung von der Mindestreservepflicht. — Allgemein gilt, daß gerade auch Geldmarktgeschäfte der Banken der Vorbereitung auf die Liquiditätsbeanspruchung dienen können, die aus differierenden Fälligkeiten anderer, primär durch Zins- oder auch durch Adressenarbitrage motivierter Geldmarktgeschäfte resultiert. Bei Transaktionen der zuletzt genannten Art wird — insbesondere wenn Fristverlängerungen damit einhergehen — relativ rasch eine Grenze erreicht, von der an das Risiko dieser Transaktion mit ihrer Zurechnung zum Geldmarkt nicht mehr vereinbar ist. Auf diesem Hintergrund muß auch die Bereitschaft der Zentralbanken der Zehnergruppe gesehen und beurteilt werden, die Verantwortung für den internationalen Bankenmarkt zu übernehmen und in Notfällen zu helfen. Vgl. zu der entsprechenden Erklärung der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer vom 10. Sept. 1974 den 45. Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, a.a.O., S. 140.

umgehend in voller Höhe in Dollar abgerufen wird. Ihr Geldschöpfungspotential wird offensichtlich gemindert. Über den Umfang dieser Minderung und über ihre weiteren Folgen lässt sich mutatis mutandis das gleiche sagen wie im spiegelbildlich gelagerten nächsten Fall.

Die deutsche Geschäftsbank nehme wieder Drei-Monats-Dollar bei einer ausländischen Euro-Bank auf, diesmal um das kurzfristige Kreditgeschäft mit Nichtbanken zu forcieren. Dabei sind ihr bekanntlich durch Bargeldabflüsse und durch Mindestreservefordernisse für das aufgenommene Termingeld sowie für induzierte Nichtbanken-Einlagen, durch externe Giralgeldverfügungen und durch die Saldenannahme-Bereitschaft anderer Geschäftsbanken des Währungsgebietes Grenzen gezogen<sup>36</sup>. Liquiditätszuflüsse, die sich bei anderen Banken als Folge ergeben, erweitern deren Geldschöpfungspotential analog. Mit Hilfe der Kredite könnten auch Importe finanziert werden, die möglicherweise zu Sichtguthaben ausländischer Euro-Banken bei deutschen Geschäftsbanken führen. Ehe wir aber nun der Versuchung unterliegen, einen in „Runden“ verlaufenden internationalen Prozeß zu konstruieren, wollen wir einhalten und uns auf folgendes besinnen:

Wir haben hier eine vielleicht plausible, aber keinesfalls zwangsläufige Abfolge von Ereignissen beschrieben. Deren quantitative Dimension und Verteilung ist unbestimmt und im Rahmen einer Multiplikatoranalyse auch nicht bestimmbar, und zwar nicht so sehr wegen der großen Zahl von Akteuren, Faktoren und Bedingungen, als vielmehr deshalb, weil die *ceteris-paribus*-Klausel, unter der eine solche Analyse erfolgt, zur Interdependenz des realen Geschehens im Widerspruch steht. Andererseits würde die Suspendierung dieser Klausel Zurechnungsprobleme aufwerfen, die nur mit einer simultanen Lösung überwunden werden könnten<sup>37</sup>.

Die vorausgegangene Beschreibung einiger Vorgänge bei einer deutschen Euro-Bank ermöglicht noch eine andere, in diesem Zusammenhang wichtige Feststellung. Sie zeigt nämlich, daß es im Hinblick auf das Kre-

<sup>36</sup> Vgl. *Schaaf*, Gerhard, a.a.O., sowie — neben anderen — *Deppe*, Hans-Dieter, *Bankbetriebliches Wachstum, Funktionalzusammenhänge und Operations Research in Kreditinstituten*, Stuttgart 1969, bes. S. 55 - 60 und S. 75 bis 121, und *Schilcher*, Rudolf, *Geldfunktionen und Buchgeldschöpfung*, Ein Beitrag zur Geldtheorie, Reihe: *Wirtschaftswissenschaftliche Abhandlungen, Volks- und betriebswirtschaftliche Schriftenreihe der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Freien Universität Berlin*, hrsg. v. Erich Kosiol und Andreas Paulsen, Heft 11, Berlin 1958, bes. S. 155 - 159.

<sup>37</sup> Vgl. dazu *Deppe*, Hans-Dieter, a.a.O., S. 72.

ditgeschäft und das Einlagengeschäft mit Nichtbanken, sofern keine besonderen Absprachen getroffen werden, keine Rolle spielt, woher die zugrundeliegende Überschußreserve stammt. Daraus folgt unmittelbar, daß auch die bankindividuellen Koeffizienten des Geldschöpfungsprozesses von den rechtlichen und faktischen Normen und Bedingungen des jeweiligen Währungsgebietes abhängen, auch wenn sie von Bank zu Bank differieren mögen.

Die Annahme einheitlicher Reservesätze für Einlagen von Banken und für Einlagen von Nichtbanken, die Annahme einheitlicher Abflußquoten und in der Folge die völlige Nivellierung der Geldschöpfungs-Multiplikatoren aller Euro-Banken ist also wirklichkeitsfremd<sup>38</sup>. Sie läßt sich auch nicht mit dem Hinweis auf irgendwelche Gemeinsamkeiten der Euro-Banken oder im Sinne einer Durchschnittsbildung rechtfer- tigen<sup>39</sup>. Erstens ließe sich bei solchem Vorgehen die Wirkung von Ver- änderungen der Liquiditätsverhältnisse und der Zinsrelationen zwischen den Domizilländern der Euro-Banken bestenfalls an einer Veränderung des Durchschnittsmultiplikators konstatieren, aber nicht als Resultante

<sup>38</sup> So auch *Machlup*, Fritz, Euro-Dollars, Once Again, in: *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, Vol. 25 (1972), S. 130 ff.

<sup>39</sup> Über währungs- und kreditpolitische Normen in den Domizilländern der Euro-Banken unterrichten die oben, Anm.13, angegebenen Quellen. — Die Tatsache, daß die deutschen Geschäftsbanken seit knapp zehn Jahren ihre Euro-Geschäfte in zunehmendem Umfang über eigens dafür gegründete Tochterinstitute in Luxemburg abwickeln, mag zu einer gewissen Angleichung der für die Euro-Banken maßgeblichen währungs- und kreditpolitischen Normen beitragen (vgl. *Meier, Ulrich*, a.a.O., S. 16, 40 und 67 - 81). Gleichzeitig be- weist gerade diese Verlagerung, daß sich die Euro-Banken der Bedeutung der länder- bzw. währungsspezifischen Rahmenbedingungen ihrer Geschäftstätig- keit sehr wohl bewußt sind. Außerdem ist zu bedenken, daß zu diesen Rah- menbedingungen nicht nur die währungs- und kreditpolitischen Regelungen des jeweiligen Domizillandes rechnen. Vielmehr gehören auch faktische Gegeben- heiten hierher, und zwar i. H. auf die Geldschöpfung insbes. solche, die im Geschäftsverkehr mit Nichtbanken des Domizillandes eine Rolle spielen (Bar- geld- bzw. Zentralbankgeld-Quotient, Einlagenrelation). — Gewähren Euro- Banken wie z. B. die Luxemburger Institute (vgl. *Meier, Ulrich*, a.a.O., S. 74 f.) Kredite an gebietsfremde Nichtbanken, dann sind die Verhaltensweisen der Kreditnehmer ebenfalls in Rechnung zu stellen. Kredite an Institutionen von Staatshandelsländern z. B. dürften vollständig abgezogen werden. Es ist auch möglich, daß die Kredite im Lande des Kreditnehmers besonderen Vorschriften unterworfen sind wie z. B. in der Bundesrepublik Deutschland vom 1. März 1972 bis 1. August 1974 der Bardepotpflicht (vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 122, und Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 89).

des interdependenten Geflechts von Liquiditätsdivergenzen, Zinsdifferenzen, Multiplikatordiskrepanzen und Saldenverteilungen erklären. Zweitens ist es grundsätzlich verfehlt, von einem isolierten System von Euro-Banken auszugehen, denn die Geldschöpfung einer Euro-Bank lässt sich nicht losgelöst von der Geld- und Kreditschöpfung der übrigen Geschäftsbanken des jeweiligen Staates bzw. Währungsgebietes erfassen. Sie hängen wechselseitig voneinander ab.

So unterdrückt das Modell, mit dem die herrschende Lehre die „Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt“ abzubilden versucht, konstruktionsbedingt gerade jene Fakten und Zusammenhänge, welche für eine Erklärung und Prognose der währungs- und kreditpolitischen Wirkung des Euro-Geldmarktgeschehens wesentlich sind. Es mindert das Gewicht dieses Einwands nicht, daß die beschriebenen methodischen Probleme einer realitätsnahen Analyse noch ungelöst sind und daß Prognosen auch nach Lösung dieser Probleme aus praktischen Gründen schwierig sein werden<sup>40</sup>.

### III. Schlußbemerkungen

Unsere Überlegungen führten von verschiedenen Ausgangspunkten her zu dem Ergebnis, daß sich der Beitrag der Euro-Geldmarktgeschäfte zur Geldschöpfung in den Währungsgebieten, zu denen die Euro-Banken zählen, nach den dafür in diesen Währungsgebieten jeweils maßgeblichen rechtlichen und faktischen Normen und Bedingungen richtet. Damit erweist sich die Behauptung als falsch, der Euro-Geldmarkt und im weiteren auch der Prozeß der „Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt“ seien losgelöst von jeglicher politischen und administrativen Regelung. Abschließend bleibt noch zu prüfen, ob sich unser Ergebnis mit der These vereinbaren lässt, es fehle auch jegliche Kontrolle.

<sup>40</sup> Hier ist vor allem an die große Reagibilität und Elastizität der Geldmarktteilnehmer bei Veränderungen der Liquiditätsverhältnisse, der Zinsrelationen und der Wechselkurse zu denken, ferner an die Unberechenbarkeit im Verhalten der Währungsinstanzen, die für wichtige Prozeßkoeffizienten maßgeblich sind, und an anderes mehr. Vgl. dazu die Untersuchungen von *Hewson, John, and Sakakibara, Eisuke*, The Effect of U. S. Controls on U. S. Commercial Bank Borrowing in the Euro-Dollar Market, in: The Journal of Finance, Vol. 30 (1975), S. 1101 - 1110; *dieselben*, The Impact of U. S. Controls on Capital Outflows on the U. S. Balance of Payments: An Exploratory Study, in: International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 22 (1975), S. 37 - 60; *dieselben*, A Qualitative Analysis of Euro-Currency Controls, in: The Journal of Finance, Vol. 30 (1975), Papers and Proceedings of the Thirty-Third Annual Meeting of the American Finance Association, San Francisco, Cal., December 28 - 30, 1974, S. 377 - 400.

Zunächst einmal ist evident, daß eine zentrale Kontrollinstanz mit einem für die Lenkung des Geschehens am Euro-Geldmarkt geeigneten Instrumentarium fehlt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel verfügt über keinerlei hoheitliche Befugnisse und hat Mühe, die Fakten statistisch zu erfassen. Eine Kontrolle des Euro-Geldmarktes wäre daher nur durch Vereinbarungen zwischen den wirtschafts- und währungspolitischen Instanzen der beteiligten Staaten und Währungsgebiete zu erreichen. Sie könnten unter anderem eine Angleichung der währungs-spezifischen Geld- und Kreditschöpfungs-Multiplikatoren, Maßnahmen zur Verhütung und Bekämpfung von Währungsspekulation sowie Regeln für ein abgestimmtes Verhalten zur Milderung eines möglichen Zinsgefälles zum Gegenstand haben<sup>41</sup>. Vor allem aber müßten sich alle beteiligten Staats- und Währungsbehörden verpflichten, auf die Anlage von Währungsreserven an internationalen Geldmärkten zu verzichten, mit der sie selbst eine „autonome“ Geldschöpfung an diesen Märkten betreiben<sup>42</sup>.

Die Chancen, daß es zu den für die Kontrolle des Euro-Geldmarkts erforderlichen Vereinbarungen kommt, stehen schlecht. Nicht alle beteiligten Staaten sind an seiner Kontrolle überhaupt interessiert. Zumal wenn ihr Kapitalverkehr mit dem Ausland streng reglementiert oder gar in Hand von Behörden ist, können sie den Euro-Geldmarkt nach Vermögen für ihre Zwecke nutzen, die von Zinsvorteilen bis zur Störung der Währungsverhältnisse jener Staaten reichen können, die den freien Geld- und Kapitalverkehr am Euro-Markt ermöglichen. Die letzte Lösung würde darin bestehen, mit seiner Existenzbedingung, dem liberalisierten Geld- und Kapitalverkehr, den Markt und die Gefahren, die von ihm ausgehen, zu beseitigen. Sicher wäre dies nicht zugleich auch die beste Lösung.

---

<sup>41</sup> Einen Ansatz i. S. dieser Zielsetzung bildet der Beschuß des Ministerrats der Europäischen Gemeinschaft zur Vereinheitlichung der Währungspolitik in den Mitgliedstaaten vom 23. Dez. 1973. Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1973, S. 55.

<sup>42</sup> Diese Forderung wurde in der Literatur schon mehrfach aufgestellt: *Machlup*, Fritz, The Magicians and Their Rabbits, in: The Morgan Guaranty Survey, New York, May 1971, S. 10 ff.; *Iklé*, Max, Die Struktur der westeuropäischen Geld- und Kapitalmärkte und ihre Entwicklung im Spannungsfeld USA — Europa, in: Außenwirtschaft, 26. Jg. (1971), S. 165 ff.; *Jöhr*, Walter Adolf, und *Kühne*, Karl, a.a.O., S. 431 f.; vgl. dazu auch die Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1970, S. 36, 40 u. 101, für das Jahr 1971, S. 37, und für das Jahr 1972, S. 38, 41, 48 - 50 und 56.

## Zusammenfassung

### Der Eurodollarmarkt als Instrument internationaler Geldschöpfung?

Die „Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt“ wird nach herrschender Lehre als Multiplikatorprozeß beschrieben, der analog den Geldschöpfungsprozessen nationaler Bankensysteme verläuft, dabei aber unabhängig von den Normen und Bedingungen ist, die für die Geldschöpfung einzelner solcher nationaler Bankensysteme gelten.

Der Verfasser hält diese Darstellung aus mehreren Gründen für verfehlt. Zunächst ist festzustellen, daß es keine exterritorial domizilierenden Geschäftsbanken gibt, daß also alle Banken bei ihrer Geschäftstätigkeit an nationale und währungsspezifische Gegebenheiten gebunden sind. Eine Abwicklung über (Fremd-) Währungskonten ändert hieran nichts. Eine autonome, von den nationalen Normen und Bedingungen unabhängige „Geldschöpfung am Euro-Geldmarkt“ gibt es also nicht. Sinnvollerweise kann daher nur der Einfluß des Geschehens am Euro-Geldmarkt auf die Geldschöpfung in den einzelnen Währungsgebieten der Euro-Banken untersucht werden. Einige Überlegungen in dieser Richtung zeigen, daß die Interdependenz aller Geldmärkte in letzter Konsequenz dazu zwingt, ein „Weltmodell der Geldschöpfung“ zu entwerfen und die *ceteris-paribus*-Klausel durch eine simultane Lösung entbehrlich zu machen. Überdies wird deutlich, daß das von der herrschenden Lehre verwendete Modell wegen der Annahme einheitlicher Reservesätze für Einlagen von Banken und für Einlagen von Nichtbanken sowie wegen der Annahme einheitlicher Abflußquoten gerade jene Fakten und Zusammenhänge unterdrückt, welche für Erklärung und Prognose des Euro-Geldmarktgeschehens nötig sind.

## Summary

### The Eurodollar Market as an Instrument of International Money Creation?

Prevailing theory describes “money creation on the Euro-money market” as a multiplier process, the course of which is analogous to that of the money-creating processes of national banking systems, but is independent of the norms and conditions which apply to creation of money in an individual national banking system.

For several reasons the author considers this description to be erroneous. First of all, it must be stated that there are no commercial banks with an exterritorial domicile and that therefore in their business activities all banks are tied down by national and currency-specific requirements. This position is not altered by settlements via (foreign) exchange accounts. Hence there is no “money creation on the Euro-money market” which is autonomous and independent of national norms and conditions. It stands to reason, therefore, that

only the influence of events on the Euro-money market on money creation in the various currency areas of the Euro banks can be investigated. Some reflections along this line show that, in the final analysis, the interdependence of all money markets compels us to set up a "world model of money creation" and to make the *ceteris paribus* clause unnecessary by means of a simultaneous solution. Furthermore, it becomes clear that, on account of the assumption of uniform reserve rates for deposits of bankers and deposits of non-bankers, and on account of the assumption of uniform outflow rates, the model used by the prevailing theory suppresses precisely those facts and relationships which are needed to explain and forecast events on the Euro-money market.

### Résumé

#### **Le marché de l'eurodollar, instrument de création de monnaie internationale?**

Selon la conception didactique la plus répandue, la « création de monnaie de l'euro-marché » est décrite comme un processus multiplicateur analogue dans son déroulement aux processus de création monétaire des systèmes bancaires nationaux, tout en étant affranchi des normes et des conditions qui s'imposent aux systèmes bancaires nationaux.

L'auteur de l'article juge cette présentation erronée pour plusieurs raisons. L'on admettra d'abord qu'il n'existe pas de banque d'affaires à siège extraterritorial; toute banque est liée pour ses opérations à des conditions spécifiques nationales et monétaires. La réalisation d'opérations via des comptes en monnaie étrangère ne modifie en rien cette situation. Il n'est donc pas de création monétaire autonome de l'euro-marché, indépendante des normes et conditions nationales. L'on ne peut par conséquent qu'examiner l'influence du phénomène de l'euro-marché sur la création de monnaie dans les zones monétaires particulières des euro-banques. Certaines considérations en ce sens indiquent que l'interdépendance de tous les marchés monétaires exige en dernier ressort de projeter un « modèle universel de la création de la monnaie » et de rendre indispensable la clause « *ceteris paribus* » grâce à une solution simultanée. Il est au surplus extrêmement clair que la modèle utilisé par la majorité, en raison de l'adoption de taux uniques de réserve pour les dépôts des banques et pour les dépôts des non-banquiers comme en raison de l'hypothèse des quote-parts uniformes de fuites, efface précisément tous les faits et rapports qui sont indispensables à l'explication et à la projection du phénomène de l'euro-marché monétaire.