

## Zur monetären Relevanz von Fremdwährungsguthaben

### Eine Erwiderung

Generell ist der Streit um die „richtige“ Abgrenzung eines Geldvolumenbegriffes müßig<sup>1</sup>. Stets muß man fragen, zu welchem Zweck eine Abgrenzung genutzt werden soll. Insofern ist kein abschließendes Urteil darüber möglich, welche Abgrenzung — die von Maier oder die von uns vorgetragene — die „richtige“ ist. Gleichwohl halten wir unsere Abgrenzung nicht für unzweckmäßig.

Der Einwand *Maiers*, daß Fremdwährungsguthaben Transaktionskosten mit sich bringen, ist nicht stichhaltig, wenn die erwähnten Fremdwährungsguthaben nicht umgetauscht werden, sondern zur Bezahlung von Gütertransaktionen zwischen Inländern am Euromarkt verwendet werden, wenn z. B. *Bayer* von *Siemens* Güter kauft und in Luxemburg mit US-Dollar bezahlt. Dieses Beispiel zeigt, daß es nicht richtig ist, davon auszugehen, daß Fremdwährungsguthaben ausschließlich verwendet werden können, um Käufe im Ausland zu tätigen oder um sie in inländische Währung umzutauschen. Wenn man die Möglichkeit vernachlässigt, daß inländische Gütertransaktionen durch finanzielle Transaktionen im Ausland bezahlt werden, so unterstellt man letztlich eine höhere Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, als dies tatsächlich zutrifft.

Andererseits ließe sich der Einwand *Maiers* auch gegen die hergebrachte Definition von M2 und M3 anführen, denn auch die Umwandlung von Bestandteilen des M2- bzw. M3-Geldvolumens in Sichteinlagen zu Zwecken der Bezahlung von Gütertransaktionen verursacht Kosten (z. B. Spareinlagen unter vier Jahren oder Termineinlagen werden in Bargeld oder Sichteinlagen umgeformt). Die monetäre Relevanz von Finanzaktiva nimmt graduell ab mit der Zunahme der Transaktionskosten. Wenn das Kursrisiko von *Siemens*-Aktien nicht da wäre, würde die monetäre Relevanz dieses Aktivums steigen. In den Niederlanden werden aus diesen Gründen Fremdwährungsguthaben in Händen der inländischen Nichtbanken zum Liquiditätsvolumen gezählt.

---

<sup>1</sup> Vgl. z. B. *Welcker, Johannes*, Der Eurodollarmarkt, Tatsächliche und vermeintliche Probleme, in: Konjunkturpolitik, Heft 5, 1981, S. 279 ff., S. 284.

Nach Auffassung von *Maier* führt die funktionale Aggregationsmethode zu verblüffenden Ergebnissen, wenn Inländer ausländisches Bargeld, z. B. Dollar-Noten, auf ein Fremdwährungskonto im Inland einzahlen. Nehmen wir an, daß die Geldmenge eines Landes nach *Maier* aggregiert wird, nämlich so, daß Dollar-Noten in Deutschland zur US-Geldmenge gezählt werden, wie auch DM-Noten im Ausland zur deutschen Geldmenge gerechnet werden. Es zeigt sich u. E. dann ein verblüffendes Ergebnis, wenn *Maiers* Dollar-Noten von Nichtbanken auf ein Sichtkonto bei einer deutschen Bank angelegt werden: Die Dollar-Noten bleiben in Deutschland und bleiben deswegen in der Definition der US-Geldmenge enthalten; das Dollar-Sichtguthaben bei der deutschen Bank müßte *Maier* ebenfalls zur US-Geldmenge hinzurechnen. Zwar spricht *Maier* dieses Konto nicht weiter an. Wir müssen aber annehmen, daß es monetäre Relevanz hat, und zwar nach *Maiers* Argumentation Relevanz für die USA. Somit erweitert sich die US-Geldmenge, ohne daß berücksichtigt würde, daß die Dollar-Noten in einer Bankkassette verschwunden sind und somit keine monetäre Relevanz haben können.

Die funktionale Betrachtungsweise dagegen führt zu einem völlig logischen Ergebnis: Die Dollar-Noten in Händen der deutschen Nichtbanken gehören zur deutschen Geldmenge; das Einzahlen bei einer Bank gegen Einräumung eines Sichtguthabens ändert an dieser Geldmenge nichts. Darüber hinaus wurde die von uns vorgeschlagene „funktionale Betrachtungsweise“ zu aussagekräftigeren Definitionen der monetären Aggregate führen; in ihrer derzeitigen Definition sind die inländischen monetären Aggregate durch die Nichtberücksichtigung der Euromärkte erheblich in ihrer Aussagefähigkeit beeinträchtigt<sup>2</sup>; auch *Poniachek* schlägt eine Neuabgrenzung der Geldmengenaggregate für die offene Volkswirtschaft vor<sup>3</sup>.

Die Euroguthaben in Händen inländischer Nichtbanken sind wie ein Damoklesschwert für die Geldpolitik des Landes der jeweiligen Inhaber dieser Guthaben: Im EWS ist die Zentralbank verpflichtet, die durch

---

<sup>2</sup> *Dufey, Gunter / Issing, Otmar*, Mindestreservepolitik, Geldmengensteuerung und Euromärkte, in: *Banken und Versicherungen, Beiträge zum 1. Symposium Geld, Banken und Versicherungen an der Universität Karlsruhe vom 11. - 13. Dezember 1980, Bd. I*, hrsg. von *Göppel, Hermann / Henn, Rudolf, Königstein/Ts.* 1981, S. 100 ff., S. 106.

<sup>3</sup> *Poniachek, Harvey A.*, Alternative Definitions of Money in an Open Economy: The Case of West Germany, in: *Kredit und Kapital, Heft 1*, 1980, S. 1 ff.

Inländer beim Bankensystem abgegebenen Auslandspassiva gegen neues Zentralbankgeld einzutauschen. Darüber hinaus kann die jeweilige Zentralbank ein Interesse haben, daß ein bestimmter Wechselkurs zum US-Dollar nicht unterschritten wird. Im folgenden wollen wir eine Abschätzung der monetären Relevanz der Eurowährungsguthaben in Händen von Nichtbanken für die Niederlande und für die Bundesrepublik Deutschland vornehmen, d. h. jene Vermögensbestände, die nach der funktionalen Betrachtungsweise in die Geldmengenabgrenzung mit einbezogen werden muß. Ausgangspunkt dieser Schätzung sind die Zahlen der BIZ für die Verbindlichkeiten der Banken des Berichtgebietes einschließlich bestimmter Offshore-Niederlassungen von US-Banken gegenüber den Niederlanden bzw. gegenüber der Bundesrepublik<sup>4</sup>. In diesen Zahlen sind zum einen Interbankpositionen zwischen Eurobanken enthalten, zum zweiten umfassen die Forderungen sowohl Positionen von nationalen Geschäftsbanken als auch Nichtbanken und schließlich umfassen die Zahlen aller verschiedenen Fristigkeiten.

Um die Interbankbeziehungen am Euromarkt auszuschalten, bildet man aus den Gesamtsummen der Tabellen 5 und 7 der BIZ-Quartalsberichte einen Koeffizienten, mit dem die Verbindlichkeiten der Banken im Berichtgebiet gegenüber der Bundesrepublik bzw. den Niederlanden zu multiplizieren sind. Zur Ausschaltung der Bankverbindlichkeiten kann man aus Tabelle 5 der BIZ-Quartalsberichte einen Koeffizienten aus den Spalten (1) und (2) bilden, der die näherungsweise Ermittlung der Nichtbankeneinlagen ermöglicht. Schließlich kann man aus den Angaben der Bank of England die Relation der Passiva einer bestimmten Frist (z. B. bis zu drei Jahren) zu den Gesamtpassiva ermitteln<sup>5</sup>, denn nur kurzfristige Bankpassiva haben eine monetäre Relevanz. Unter Anwendung dieses Verfahrens und nach Umrechnung der so ermittelten Dollar-Beträge in der jeweiligen Landeswährung kommen die Verfasser zu folgenden Ergebnissen, die natürlich wegen der Zuhilfenahme der diversen Koeffizienten nur einen Anhaltspunkt für das Ausmaß der Nichtbankenforderungen bieten können:

---

<sup>4</sup> BIZ, Das internationale Bankgeschäft, Quartalsberichte, laufende Ausgaben, Tabelle 7.

<sup>5</sup> Zitiert bei *Baan / Kleinheyer*, Zur monetären Relevanz der Euromärkte, in: Kredit und Kapital, Heft 3, 1981, S. 423 ff., S. 429.

**Eurodepositen von Nichtbanken in den Niederlanden und M2**

Jahr	Euroeinlagen in Mrd hfl	M2 in Mrd hfl
1976	10	90,6
1977	12	92,3
1978	14	95,7
1979	17	102,9
1980	25	106,7
1981 (Juni)	30	

**Eurodepositen von Nichtbanken in der Bundesrepublik und M2**

Jahr	Euroeinlagen in Mrd DM	M2 in Mrd DM
1976	12	298,2
1977	12	331,8
1978	12	375,4
1979	13	406,5
1980	17	440,6
1981 (Juni)	20	443,8

Quelle: Eigene Berechnung aus Angaben der BIZ-Quartalsberichte.

Die Zahlenangaben für die Bundesrepublik decken sich in etwa mit den Berechnungen von *Dufey* und *Issing*, die für Dezember 1979 auf eine Relation von 12,5 bis 18,75 Mrd. DM Euro-DM-Einlagen mit Fälligkeit von weniger als 30 Tagen in Relation zu einem M2-Volumen von 406 Mrd. DM kommen<sup>6</sup>. Ein Blick in Tabelle 7 der BIZ-Quartalsberichte legt die Vermutung nahe, daß die relativ niedrigen Zahlen, die sich für die Bundesrepublik Deutschland im Verhältnis zu den Niederlanden ergeben, aus statistischen Abgrenzungsproblemen gegenüber Belgien/Luxemburg resultieren. Daraus wäre zu schließen, daß die Euroeinlagen der Nichtbanken in der Bundesrepublik in der o. a. Tabelle eher unterzeichnet sind.

Jan Willem Baan, Katwijk an See  
und Norbert Kleinheyer, Bonn

<sup>6</sup> *Dufey, Gunter / Issing, Otmar*, Mindestreservepolitik, Geldmengensteuerung und Euromärkte, a.a.O., S. 112.

## Zusammenfassung

### Zur monetären Relevanz von Fremdwährungsguthaben Eine Erwiderung

Nach der „funktionalen Betrachtungsweise“ sind die kurzfristigen Euro-depositen in der Hand von inländischen Nichtbanken in die Erfassung der Geldmenge eines Landes einzubeziehen. Mit dieser Methode ließe sich die Effizienz der Geldpolitik des betreffenden Landes erhöhen. Die Verfasser halten ihren Vorschlag auch nach der obenstehenden Kritik von *Gerhard Maier* aufrecht.

Der Einwand, daß Transaktionen notwendig seien, um Eurodepositen zu Zahlungen zu verwenden, geht insofern fehl, als a) auch andere — in Geldmengenabgrenzungen enthaltene — Aktiva nur unter Aufwendung von Transaktionskosten zu Zahlungszwecken benutzt werden können und b) bei Eurodepositen unter Umständen in einem autonomen internationalen Zahlungskreislauf zur Zahlung verwendet werden können, ohne das Transaktionskosten entstehen.

Der zweite Einwand *Maiers*, der auf eine unklare Abgrenzung von Euro-depositen, Fremdwährungsdepositen und Sortenbeständen abhebt, ist gerade bei anderen Aggregationsmethoden als der „funktionalen Betrachtungsweise“ festzustellen. Hingegen würde die „funktionale Betrachtungsweise“ zu einer aussagekräftigen Definition der monetären Aggregate führen, da sie exakt die Kaufkraft in der Hand inländischer Nichtbanken erfaßt.

Abschließend unternehmen die Verfasser den Versuch, das Volumen der in Rede stehenden Eurodepositen in der Hand von Nichtbanken am Beispiel der Niederlande und der Bundesrepublik abzuschätzen.

## Summary

### On the Monetary Relevance of Foreign Exchange Credit Balances — A Reply

According to the “functional approach”, short-term euro-deposits in the hands of domestic non-bankers should be included in the quantity of money of the country concerned. With this method the efficiency of the monetary policy of that country can be improved. The authors uphold their proposal despite the above criticism by *Gerhard Maier*.

The objection that transactions are necessary in order to use euro-deposits for payments misses the mark in that (a) other assets — also falling within the defined limits of the quantity of money — can likewise be used for payments purposes only by incurring transaction costs, and (b) under certain circumstances euro-deposits can be used for payments in an autonomous international payments system without transaction costs accruing.

*Maier's* second objection, which is based on an unclear definition of euro-deposits, foreign exchange deposits and holdings of notes and coins, is

applicable precisely to aggregation methods other than the “functional approach”. In contrast, the “functional approach” would lead to a highly significant definition of the monetary aggregates, as it takes exact account of the purchasing power in the hands of domestic non-bankers.

In conclusion, the authors make tentative estimates of the eurodeposits held by non-bankers, using the examples of the Netherlands and the Federal Republic of Germany.

## Résumé

### De l'importance monétaire des avoirs en devises

#### Une réplique

Dans une “prise en considération fonctionnelle”, les euro-dépôts à court terme aux mains de résidents non-banquiers doivent être englobés dans la masse monétaire d'un pays. Cette méthode permet d'accroître l'efficacité de la politique monétaire de ce pays. Les auteurs maintiennent leur proposition en dépit de la critique ci-dessus formulée par *Gerhard Maier*.

L'objection selon laquelle des transactions sont indispensables pour utiliser les euro-dépôts comme moyens de paiement est irrecevable dans la mesure où a) d'autres actifs — inclus dans le volume monétaire — ne peuvent également servir à des fins de paiement qu'en exposant des frais de transaction et où b) les euro-dépôts peuvent le cas échéant servir de moyens de paiement dans un circuit international autonome sans engendrer de coûts opérationnels.

La seconde objection de *Maier*, qui s'appuie sur une délimitation confuse des euro-dépôts, des dépôts en devises et des encaisses en billets, se vérifie précisément dans d'autres méthodes d'agrégation que dans la “prise en considération fonctionnelle”. En revanche, la “prise en considération fonctionnelle” aurait conduit à une définition représentative des agrégats monétaires, puisqu'elle détermine exactement le pouvoir d'achat des résidents non-banquiers.

Pour terminer, les auteurs entreprennent d'évaluer le volume des euro-dépôts en question se trouvant aux mains de non-banquiers en prenant comme exemples les Pays-Bas et l'Allemagne fédérale.