

Die Schweizer Banken und der Euromarkt

Von Beda Angehrn

Die historisch und institutionell bedingte Rolle des Finanzplatzes Schweiz hat im Gefolge des enormen Wachstums des Euromarktes in den letzten 20 Jahren zusätzliche Bedeutung erfahren. Die dabei resultierende Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt wird in diesem Aufsatz einer genaueren Analyse unterzogen. In quantitativer Hinsicht wird illustriert, welches die Bedeutung des Auslandsgeschäftes für die Schweizer Banken ist, bzw. welches die Stellung der Schweizer Banken auf dem Euromarkt ist. In qualitativer Hinsicht werden einige geldpolitisch relevante Aspekte dieser Verflechtung dargestellt. Im speziellen werden die geldmengenpolitischen Implikationen allfälliger Repatriierungen von Euromarktanlagen herausgeschält.

Für die Schweizer Banken war das Auslandsgeschäft schon immer eine quantitativ und qualitativ bedeutende Geschäftssparte. Das Know-how und die Effizienz des schweizerischen Bankensystems, das Bankgeheimnis, die politische und wirtschaftliche Stabilität der Schweiz und weitere Faktoren haben bewirkt, daß sich die Schweiz allmählich zu einem bedeutenden internationalen Finanzzentrum entwickelte. Dessen ungeachtet blieb jedoch die Rolle des Finanzplatzes Schweiz sowohl in quantitativer wie in qualitativer Hinsicht ziemlich unerforscht und undurchsichtig.

Das Entstehen und enorme Wachstum des Euromarktes¹ in den letzten 15 Jahren hat dazu geführt, daß das Auslandsgeschäft der Schweizer Banken noch sehr viel wichtiger geworden ist, als es bis anhin schon war. Auch dieser Entwicklung ungeachtet blieb das Auslandsgeschäft der Schweizer Banken und insbesondere deren Verflechtung mit dem Euromarkt weiterhin von ökonomischen Analysen weitgehend ausgeklammert. (Zu den wenigen Untersuchungen, die hiezu durchgeführt wurden, gehören vor allem *Kleinwefers* sowie *Schiltknecht*.) Auch wurden die geldpolitischen Implikationen der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt, insbesondere die Implikationen in bezug auf die Geldmengensteuerung, kaum analy-

¹ Im folgenden werden die Begriffe „Euromarkt“ und „Eurogeldmarkt“ synonym verwendet. Der Eurokredit- und der Eurokapitalmarkt werden damit ausgeklammert.

siert. Man setzte einfach voraus, daß die Notenbank die Geldmenge in einem Regime flexibler Wechselkurse nach Belieben und unabhängig vom Ausland steuern kann. Einen Beitrag in dieser Richtung zu leisten, ist deshalb Zweck dieses Aufsatzes.

Bevor wir uns näher mit dem angeschnittenen Problembereich auseinandersetzen, ist es angebracht, kurz auf den Unterschied zwischen Auslandsanlagen und Euromarktanlagen, bzw. zwischen ausländischen Geldmärkten und Euromarkt hinzuweisen. Als Euromarktanlagen bezeichnet man grundsätzlich diejenigen Auslandsanlagen, die *nicht* auf die Währung des betreffenden Landes lauten. Eine Dollaranlage einer Schweizer Bank in den USA beispielsweise ist eine Anlage auf einem ausländischen Geldmarkt (nämlich dem amerikanischen); eine Dollaranlage bei einer Londoner Bank stellt dagegen eine Euromarktanlage dar. Da jedoch in den Bilanzen der Schweizer Banken nicht explizit zwischen Euromarktanlagen und anderen Auslandsanlagen unterschieden wird, und da es aus geldmengenpolitischer Sicht irrelevant ist, ob Auslandsanlagen auf dem Euromarkt oder auf ausländischen Geldmärkten getätigt werden, wird in den folgenden Ausführungen zwischen Auslandsaktivitäten und Euromarktaktivitäten nicht immer streng unterschieden.

Die Gliederung dieses Aufsatzes ist wie folgt: Im ersten Abschnitt wird die (quantitative) Bedeutung des Auslandsgeschäftes für die Schweizer Banken auf den Auslandsmärkten (insbesondere dem Euromarkt) geschildert und dargestellt. Im zweiten Abschnitt werden einige qualitative, und in geldpolitischer Sicht relevante Aspekte der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt herausgestellt. Im dritten Abschnitt werden die geldmengenpolitischen Implikationen der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt herausgearbeitet. Dabei wird vor allem die Frage im Vordergrund stehen, ob nicht auch *nach* dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen Repatriierungen von Euromarktanlagen seitens der Banken bis zu einem gewissen Grad zu einem höheren Geldangebot führen können. Im vierten Abschnitt schließlich werden einige geldpolitische Folgerungen gezogen.

1. Die quantitative Bedeutung der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Ausland

Bevor wir verschiedene qualitative Aspekte zur Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Ausland herausarbeiten, sind einige quantitative Bemerkungen hierzu angebracht. Dabei müssen wir uns im wesentlichen mit den Daten zu den *gesamten* Auslandaktiven bzw. Auslandspassiven begnügen, sind doch die Bilanzen der Schweizer Banken wenig detailliert. Insbesondere liegen keine genauen Angaben zu den Euro-

marktaktivitäten vor. Wir können jedoch indirekt einen gewissen Anhaltspunkt zur quantitativen Bedeutung der Euromarktverflechtung der Schweizer Banken gewinnen, da wir davon ausgehen können, daß die Zunahme der Auslandsaktiven (bzw. -passiven) in den letzten 15 Jahren weitgehend auf das Entstehen des Euromarktes zurückzuführen ist. Zudem liegen auch von der BIZ hierzu gewisse Daten vor.

1. Betrachten wir als erstes Tabelle 1 auf S. 366.

Diese Tabelle zeigt, daß von 1950 - 1978 die Auslandsaktiven der Schweizer Banken von 2.6 Mia. Fr. auf 134.7 Mia. Fr., die Auslandpassiven von 2.6 Mia. Fr. auf 104.3 Mia. Fr. zugenommen haben. Die Auslandsaktiven und -passiven sind jedoch nicht nur absolut, sondern auch im Vergleich zu den übrigen Bankaktivitäten stark angestiegen, erhöhte sich doch der Anteil der Auslandsaktiven (bzw. -passiven) an der Bilanzsumme von 8,9 % auf 33,8 % (bzw. von 9,1 % auf 26,2 %). Diese Entwicklung reflektiert zweifellos die zunehmende Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt. Das Wachstum der Auslandsaktiven (bzw. -passiven) in den letzten 25 Jahren vollzog sich allerdings keineswegs kontinuierlich. Vielmehr waren die Wachstumsraten bis etwa 1965 relativ bescheiden, und erst in der Periode 1965 - 1971 fand eine ausgeprägte Expansion der Auslandsaktivität statt (dies war auch die Phase des enormen Wachstums des Euromarktes). Von 1972 - 1978 folgte dann eine Phase der Stagnation, ja es fand sogar ein leichter Rückgang im prozentualen Anteil des Auslandsgeschäftes an der Bilanzsumme statt.

2. Gleichzeitig mit dieser Expansion des Auslandsgeschäftes hat sich ein bemerkenswerter Strukturwandel vollzogen. Wie Tabellen 2 und 3 illustrieren, sind die *Sicht*depositen ausländischer Banken bei Schweizer Banken sowie die *Sicht*guthaben schweizerischer Banken bei ausländischen Banken in ihrer relativen und absoluten Entwicklung weit hinter der Entwicklung der entsprechenden Depositen bzw. Verbindlichkeiten auf *Zeit* zurückgeblieben. Gleichzeitig hat (vor allem auf der Aktivseite) der Anteil des Geschäftes mit *Banken*, das sogenannte Interbankengeschäft, weit stärker zugenommen als das Geschäft mit *Nicht*banken. Dieser Strukturwandel ist ebenfalls Ausdruck des Vordringens des Euromarktes. Der Euromarkt ist ja hauptsächlich ein Interbankenmarkt, auf welchem Anlagen auf *Zeit* die wichtigste Geschäftssparte sind. Die zunehmende Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt kommt auch in den von der BIZ veröffentlichten Zahlen zum Ausdruck. Die BIZ beziffert das Volumen des Eurogeldmarktes etwa für das Jahr 1976 auf ca. 300 Mia. \$, wobei die Anlagen (bzw. die Verbindlichkeiten) der Schweizer Banken mit 18.4 Mia. \$ bzw. mit 15.3 Mia. \$) angegeben wurden.

Tabelle 1
(in Mia. Fr.)²

Jahres- ende	Auslandsaktiven		Auslandspassiven		Bilanz- summe
	absolut	in % der Bilanz- summe	absolut	in % der Bilanz- summe	
1950	2.6	8.9	2.6	9.1	28.9
1951	2.3	7.5	3.0	10.0	30.5
1952	2.6	8.2	3.4	10.5	32.1
1953	3.2	9.3	3.6	10.7	34.0
1954	3.3	9.2	3.8	10.6	36.0
1955	3.6	9.4	4.3	11.1	38.5
1956	4.0	9.7	5.0	12.1	41.2
1957	4.6	10.4	5.4	12.2	44.2
1958	5.9	12.2	6.6	13.6	48.7
1959	6.3	12.1	6.7	12.8	52.4
1960	7.8	13.3	7.9	13.3	59.1
1961	9.2	13.6	10.0	14.8	67.9
1962	10.6	14.0	11.9	15.6	76.0
1963	13.4	15.8	14.7	17.3	85.0
1964	16.3	17.3	17.2	18.3	93.8
1965	18.6	18.1	18.9	18.4	102.4
1966	21.8	19.6	20.2	18.2	110.9
1967	28.3	22.5	26.5	21.1	125.6
1968	38.2	25.6	33.7	22.6	149.0
1969	55.4	31.2	49.1	27.7	177.5
1970	70.8	33.7	60.8	28.9	210.0
1971	90.6	36.8	77.5	31.5	246.3
1972	96.7	36.4	80.6	30.3	265.5
1973	95.8	34.6	81.0	29.3	276.6
1974	92.8	32.4	78.7	27.4	286.7
1975	112.5	34.8	88.0	27.2	323.0
1976	122.1	35.1	96.6	27.8	347.7
1977	125.9	34.1	95.9	26.0	369.6
1978	134.7	33.8	104.3	26.2	398.5

² Quellen für Tabellen 1 - 6 sind: „Das schweizerische Bankwesen“, Jahrgänge 1950 - 1976, sowie die dazugehörigen Beihefte „Struktur und Entwicklung der Auslandaktiva und Auslandpassiva“. Für Tabelle 5 wurden zusätzlich die Monatsberichte der SNB für die Jahre 1955 - 1976 benutzt.

Tabelle 2

Auslandsaktiven (in Mia. Fr.)²

Jahr	Ausl. Bankendeb. auf Sicht		Ausl. Bankendeb. auf Zeit		Total Ausl. Bankendeb.	Sonstige Auslandsaktiva (d. h. Nichtbanken-debitoren)	Total Auslandsaktiva
	SFr.	Fremdw.	SFr.	Fremdw.			
1950					0.8	1.8	2.6
1951					0.8	1.5	2.3
1952					0.9	1.7	2.6
1953					1.2	2.0	3.2
1954					1.4	1.9	3.3
1955					1.4	2.2	3.6
1956					1.7	2.3	4.0
1957					1.9	2.7	4.6
1958					2.8	3.1	5.9
1959					2.8	3.5	6.3
1960					3.5	4.3	7.8
1961					4.2	5.0	9.2
1962					5.0	5.6	10.6
1963					6.8	6.6	13.4
1964					8.4	7.9	16.3
1965					9.4	9.2	18.6
1966					10.6	11.2	21.8
1967					14.1	14.2	28.3
1968					20.5	17.7	38.2
1969					30.6	24.8	55.4
1970					41.7	29.1	70.8
1971					54.9	35.7	90.6
1972 ^{a)}	4.1	12.3	8.6	38.0	63.0	33.7	96.7
1973	3.0	10.9	11.3	33.7	58.9	36.9	95.8
1974	2.1	10.3	10.3	33.7	56.4	36.4	92.8
1975	1.8	9.9	12.5	47.4	71.6	40.9	112.5
1976	1.7	8.2	14.9	49.1	73.9	48.2	122.1
1977	1.2	9.2	15.9	47.5	73.8	52.1	125.9
1978	1.5	9.6	15.3	51.5	77.9	56.8	134.7

a) Die Bankendebitoren werden erst seit 1972 nach Sicht und Zeit und nach Schweizerfranken und Fremdwährung getrennt ausgewiesen. Unabhängig davon sind die Zahlen vor und nach 1972 ohnehin nur bedingt vergleichbar.

Tabelle 3
Auslandspassiven (in Mia. Franken)²

Jahr	Ausl. Bankenkreditoren auf Sicht		Ausl. Bankenkreditoren auf Zeit		Total Ausl. Bankenkreditoren	Sonst. Auslandspassiva (d. h. Nichtbankenkreditoren)	Total Auslandspassiva
	Sfr.	Fremdw.	Sfr.	Fremdw.			
1950					0.8	1.8	2.6
1951					0.9	2.1	3.0
1952					0.8	2.6	3.4
1953					0.9	2.8	3.7
1954					0.9	2.9	3.8
1955					1.1	3.2	4.3
1956					1.3	3.7	5.0
1957					1.3	4.1	5.4
1958					1.4	5.2	6.6
1959					1.4	5.3	6.7
1960					1.6	6.3	7.9
1961					2.3	7.7	10.0
1962					2.6	9.3	11.9
1963					2.9	11.8	14.7
1964					3.7	13.5	17.2
1965					4.5	14.4	18.9
1966					4.7	15.5	20.2
1967					8.3	18.2	26.5
1968					10.6	23.1	33.7
1969					15.1	34.0	49.1
1970					18.6	42.1	60.7
1971					31.0	46.5	77.5
1972 ^{a)}	2.5	7.7	7.8	22.9	40.9	39.7	80.6
1973	3.2	6.5	7.2	25.6	42.5	38.5	81.0
1974	2.6	5.8	6.8	12.5	27.7	51.0	78.7
1975	1.7	8.0	7.0	29.4	46.1	41.9	88.0
1976	1.9	8.7	6.2	36.1	52.9	43.7	96.6
1977	2.0	8.9	5.1	35.1	51.1	44.8	95.9
1978	2.4	8.1	4.2	41.2	55.9	48.4	104.3

a) Vgl. Fußnote Tabelle 2.

3. Ebenfalls eine Art Strukturwandel hat sich im Auslandvermögensstatus der Schweizer Banken vollzogen (vgl. Tab. 4 auf S. 370). War der swapbereinigte Nettoauslandstatus der Schweizer Banken in der Periode 1950 - 1964 fast immer negativ und dabei ziemlich stabil, so änderte sich dies ab 1965 entscheidend. Seit 1965 war der Nettoauslandstatus immer *positiv*, d. h. die Schweizer Banken befanden sich gegenüber dem Ausland *immer* in einer *Nettogläubigerrolle*, und das Nettoauslandvermögen der Schweizer Banken nahm — abgesehen von den Jahren 1967, 1971, 1973, 1977 — in jedem Jahr beträchtlich zu, um im Jahre 1978 ein Niveau von rund 33 Mia. Fr. zu erreichen.

4. Die Verflechtung der Schweizer Banken mit den internationalen Finanzmärkten kommt aber in den Tabellen 1 - 4 nur unzureichend zum Ausdruck, da sich verschiedene Auslandaktivitäten (die sogenannten indifferenten Geschäfte) nicht in der Bankbilanz niederschlagen. Dabei handelt es sich vor allem um Treuhandgeschäfte, d. h. Geschäfte, bei denen die Schweizer Banken auf Rechnung ihrer Kunden auf dem Euromarkt agieren, aber auch um Geschäfte im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung. Das Volumen der Treuhandanlagen der Schweizer Banken im Ausland belief sich im Jahre 1978 auf bemerkenswerte 54.5 Mia. Fr. und war damit beinahe *halb so groß* wie die eigenen Auslandsanlagen der Schweizer Banken. (Die Größe dieses Volumens erklärt sich vor allem dadurch, daß bei Treuhandanlagen die Verrechnungssteuer von 35 % nicht zur Anwendung kommt).

2. Qualitative Aspekte der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Ausland

Die durch das Vordringen des Euromarktes bedingte zunehmende Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Ausland ist jedoch nicht nur in quantitativer Hinsicht bemerkenswert. Auch qualitativ ist diese Verflechtung durch verschiedene Aspekte gekennzeichnet, die bemerkenswert sind und denen aus geldpolitischer Sicht große Bedeutung zukommt.

1. Der in diesem Zusammenhang wohl relevanteste Aspekt ist der Umstand, daß der Euromarkt für die Schweizer Banken weitgehend die *Rolle und Funktion eines nationalen Geldmarktes* erfüllt. Die Schweiz verfügt über keinen ausgebauten Geldmarkt³, so daß die Schweizer Banken genötigt sind, ihre Liquiditätsdisparitäten zu einem beträchtlichen Teil auf dem Euromarkt auszugleichen. Damit verbunden ist ein weiterer, geldpolitisch relevanter Aspekt: Das Fehlen adä-

³ Geldmarktpapiere gibt es nur in sehr geringem Umfang; handelbare Geldmarktpapiere gibt es überhaupt nicht.

Tabelle 4

Nettoauslandstatus der Banken (in Mia. Fr.)²

Jahresende	Nettoauslandstatus gemäß Tabelle 1	Swapbereinigter Nettoauslandstatus
1950	– 0.1	– 0.1
1951	– 0.7	– 0.7
1952	– 0.8	– 0.8
1953	– 0.5	– 0.5
1954	– 0.5	– 0.5
1955	– 0.6	– 0.6
1956	– 1.0	– 1.0
1957	– 0.8	– 0.8
1958	– 0.7	– 0.7
1959 ^{a)}	– 0.4	+ 0.08
1960	– 0.03	+ 0.1
1961	– 0.8	– 0.5
1962	– 1.2	– 0.6
1963	– 1.3	– 0.4
1964	– 0.9	– 0.7
1965	– 0.3	+ 1.3
1966	+ 1.5	+ 3.1
1967	+ 1.8	+ 2.1
1968	+ 4.5	+ 7.2
1969	+ 6.3	+ 9.0
1970	+ 10.1	+ 14.2
1971	+ 13.1	+ 13.1
1972	+ 16.1	+ 18.4
1973	+ 14.9	+ 18.0
1974	+ 14.1	+ 18.1
1975	+ 24.5	+ 29.2
1976	+ 25.4	+ 33.1
1977	+ 29.9	+ 32.5
1978	+ 30.4	+ 32.9

a) Vor 1959 tätigte die SNB keine Swapgeschäfte mit den Banken.

quater geldmarktpolitischer Instrumente zusammen mit den sehr hohen Euromarktanlagen der Schweizer Banken hat dazu geführt, daß die kurzfristige Geld- und Liquiditätspolitik der Schweizerischen Nationalbank vor allem aus Swappolitik besteht. Die Nationalbank pflegt beispielsweise über den Ultimo Liquidität in den Markt zu pumpen, indem sie Devisen von den Schweizer Banken auf Swapbasis, d. h. für eine bestimmte Frist (meist 7 oder 14 Tage) im Austausch gegen Schweizerfranken übernimmt.

2. Weitere in geldtheoretischer Hinsicht relevante Aspekte der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Ausland werden im Zusammenhang mit der Struktur der schweizerischen Zahlungsbilanz deutlich. Betrachten wir hiezu die Zahlungsbilanzentwicklung der Schweiz in den letzten 20 Jahren (Tab. 5 auf S. 372). (Zu den in dieser Tabelle angegebenen Zahlen ist anzumerken, daß die Schweiz über keine ausgebaute Kapitalverkehrsstatistik verfügt und sich deshalb der Saldo des Kapitalverkehrs der *Nichtbanken* nur als Restposten aus dem Ertragsbilanzsaldo, dem Saldo des Kapitalverkehrs der Banken und der Veränderung der Währungsreserven ermitteln läßt.) Diese Tabelle zeigt, daß die Schweiz charakteristischerweise strukturelle Zahlungsbilanzüberschüsse aufweist. Von großer Bedeutung sind die (als Restposten eruierten) *Kapitalzuflüsse der Nichtbanken*, die, kumuliert über die Periode 1955 - 1978, beinahe gleich groß sind wie die kumulierten Ertragsbilanzüberschüsse. Der Kapitalverkehr der Banken weist dagegen eindeutig negatives Vorzeichen auf, d. h., es findet ein Kapitalabfluß statt. In den Kapitalzuflüssen der Nichtbanken äußert sich in hohem Maße die Rolle des Finanzplatzes Schweiz (die Schweiz ist traditionell Zielort umfangreicher ausländischer Gelder), schlagen sich doch die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland zu einem beträchtlichen Teil *nicht* in der Bankbilanz nieder (Vermögensverwaltung, Treuhandgelder etc.). Diese strukturellen Zahlungsbilanzüberschüsse haben verschiedene, geldpolitisch relevante Auswirkungen. Die wichtigsten sind:

- eine stetige Aufwärtsbewegung des Schweizerfrankenkurses;
- ein im internationalen Vergleich tiefes Zinsniveau (vgl. hiezu Fußnote 4);
- beträchtliche Währungsreserven;

⁴ Wenn man argumentiert, daß das Zinsniveau eine Funktion der inländischen Geld- und Kapitalmarktsituation ist, impliziert dies, daß Kapitalzuflüsse nur unter *festen* Wechselkursen ein tiefes Zinsniveau induzieren, da die Zentralbank nur in einem solchen Währungssystem bei Zahlungsbilanzüberschüssen intervenieren und damit den inländischen Geldmarkt verflüssigen muß. Dieses Argument ist jedoch nur teilweise richtig. Sein Mangel besteht darin, daß es den Swapmarkt ausklammert.

Gleichgewicht auf dem Swapmarkt (bzw. dem Devisenterminmarkt) impliziert, daß das Zinsparitätentheorem erfüllt ist. Neuere empirische Untersuchungen belegen eindeutig, daß dies in der Realität der Fall ist, d. h. daß der Swapmarkt immer im Gleichgewicht ist (bzw. die Anpassungsgeschwin-

Tabelle 5

Schweizerische Zahlungsbilanzentwicklung (in Mia. Fr.)²

Jahr	Ertragsbilanz (1)	Nettokapitalverkehr Banken (2) (folgt aus Tab. 4) (swapbereinigt)	Nettokapitalverkehr Nichtbanken (3) (Residualgröße aus [1], [2] und [4])	Veränderung der Währungsreserven (4)
1955	+ 0.7	+ 0.1	- 0.5	+ 0.3
1956	+ 0.1	+ 0.4	- 0.1	+ 0.4
1957	- 0.2	- 0.2	+ 0.8	+ 0.4
1958	+ 1.0	- 0.1	- 0.2	+ 0.7
1959	+ 0.8	- 0.7	unv.	+ 0.1
1960	+ 0.4	- 0.2	+ 0.9	+ 1.1
1961	- 0.9	+ 0.6	+ 2.2	+ 1.9
1962	- 1.5	unv.	+ 2.0	+ 0.5
1963	- 1.6	- 0.2	+ 2.6	+ 0.8
1964	- 1.8	+ 0.4	+ 1.6	+ 0.2
1965	- 0.3	- 2.1	+ 3.0	+ 0.6
1966	+ 0.5	- 1.8	+ 1.6	+ 0.3
1967	+ 1.0	+ 1.0	- 1.0	+ 1.0
1968	+ 2.4	- 5.1	+ 4.3	+ 1.6
1969	+ 2.3	- 1.8	- 0.2	+ 0.3
1970	+ 0.3	- 5.1	+ 7.8	+ 3.0
1971	+ 0.3	+ 1.1	+ 2.4	+ 3.8
1972	+ 0.8	- 5.4	+ 6.6	+ 2.0
1973	+ 0.9	+ 0.4	- 0.7	+ 0.6
1974	+ 0.5	- 0.1	- 0.6	- 0.2
1975	+ 6.7	- 11.1	+ 7.6	+ 3.2
1976	+ 8.7	- 3.9	- 1.3	+ 3.5
1977	+ 8.3	- 0.4	- 3.0	+ 4.9
1978	+ 7.9	- 0.5	- 1.6	+ 5.8
	+ 37.3	- 34.7	+ 34.2	+ 36.8

Ausländischer Kapitalzufluß: Ertragsbilanz 37.3 Mia. Fr. = 52.2 %
Kap.-Verkehr Nichtbanken 34.2 Mia. Fr. = 47.8 %
71.5 Mia. Fr.

Verwendung des ausländischen Kapitalzufflusses: Währungsreserven (Zunahme d. Geldbasis) 36.8 Mia. Fr. = 51.5 %
Kap.-Export Banken (Erhöhung des Auslandvermögens) 34.7 Mia. Fr. = 48.5 %
71.5 Mia. Fr.

— die Tatsache, daß die mit Abstand gewichtigste Komponente auf der Entstehungsseite der monetären Basis die Zahlungsbilanzüberschüsse sind (siehe Tab. VI). Dieser Zusammenhang wird anhand der Definitionsgleichung für die Geldbasis deutlich:

$$dB = (Ex - Im) + (KM_B - KX_B) + (KM_{NB} - KX_{NB}) + (dKB + dKS + dKNB)^5$$

Der erste Summand dieser Gleichung (Ertragsbilanzsaldo) ist gemäß Tab. 6 positiv, der zweite Summand (Kapitalverkehr der Banken) ist negativ, der dritte Summand (Kapitalverkehr der Nichtbanken) ist ebenfalls positiv, während der vierte Summand (Kreditgewährung der Notenbank) positiv, jedoch sehr klein ist (im Jahre 1978 war er sogar leicht negativ!).

Tabelle 6

Entstehung der monetären Basis (Mia. Fr.)²

Jahr	Währungsreserven		Andere Entstehungskomponenten		Geldbasis
	abs.	in %	abs.	in %	
1974	24.7	84.9 %	4.4	15.1 %	29.1
1975	27.1	87.7 %	3.8	12.3 %	30.9
1976	29.7	90.1 %	3.0	9.9 %	32.7
1977	33.7	98.3 %	0.6	1.7 %	34.3
1978	39.4	103.1 %	- 1.2	- 3.1 %	38.2

digkeit unendlich schnell ist). Gleichgewicht auf dem Swapmarkt (bzw. Devisenterminmarkt) bedeutet:

$$(i) \quad \frac{p - p_{t+1}}{p} = i_{FW} - i_{SFr}$$

(wobei p = Preis der Fremdwährung, z. B. \$, ausgedrückt in SFr.

p_{t+1} = Terminpreis der Fremdwährung, z. B. \$, ausgedrückt in SFr. [beispielsweise auf 3 Monate]

i_{FW} = Zinssatz der Fremdwährung auf dem Euromarkt auf entsprechende Laufzeit [z. B. 3 Monate]

i_{SFr} = Zinssatz von Schweizerfranken).

Da sich die erwartete Kursentwicklung im Terminkurs spiegelt, gilt gleichzeitig:

$$(ii) \quad \frac{p - p^e}{p} = \frac{p - p_{t+1}}{p} \quad (p^e = \text{der zum Zeitpunkt } t + 1 \text{ erwartete Preis der Fremdwährung})$$

Was läßt sich nun aus diesen Gleichungen zu i_{SFr} sagen? Grundsätzlich implizieren die strukturellen Zahlungsbilanzüberschüsse der Schweiz eine mehr oder weniger kontinuierliche Aufwärtsbewegung des Kurses des Schweizerfrankens. Dies wiederum bedeutet, daß der für den Zeitpunkt $t + 1$ erwartete Kurs des Schweizerfrankens, $1/p^e$, höher ist als der heutige Schweizerfrankenkurs, $1/p$, d. h. daß $p > p^e$. Gemäß Gleichungen (ii) und (i) ist somit $i_{FW} > i_{SFr}$. Je ausgeprägter die Tendenz zu Zahlungsbilanzüber-

3. Ein interessanter Aspekt hiebei ist die Rolle der Schweizer Banken im Rahmen der Zahlungsbilanzentwicklung. Tab. 5 zeigt nämlich, daß die Schweizer Banken *mehr* Kapital exportieren, als ihnen vom Ausland zufließt. Sie reexportieren somit nicht nur die ihnen direkt zufließenden Gelder, sondern darüber hinaus auch einen Teil der aus der Ertragsbilanz und dem Kapitalverkehr der Nichtbanken resultierenden Überschüsse (für die Periode 1955 - 1978 belief sich dieser Anteil auf 48,5 %). Dieser Reexport ist Ausdruck der für die Schweizer Banken charakteristischen Drehscheibenfunktion. Gleichzeitig gibt diese Reexportfunktion der Schweizer Banken eine Erklärung für die Nettogläubigerstellung der Schweizer Banken auf den internationalen Finanzmärkten (Tab. 6).

4. Dieser Nettokapitalexport der Schweizer Banken ist geldpolitisch auch insofern interessant, als damit illustriert wird, daß die Schweizer Banken nicht, wie manchmal behauptet wird, für den Aufwärtsdruck des Schweizerfrankens mitverantwortlich sind, sondern diesen im Gegenteil gelindert haben. Ohne den Reexport durch die Schweizer Banken wäre der Anstieg des Schweizerfrankens noch viel ausgeprägter ausgefallen.

3. Geldmengensteuerung und die Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt

Nach den eher deskriptiven Ausführungen in den ersten beiden Abschnitten wenden wir uns in diesem Abschnitt einem mehr analy-

schüssen ist, d. h. je ausgeprägter der erwartete Kursanstieg des Frankens ist, desto niedriger ist das SFr-Zinsniveau im Vergleich zum Fremdwährungszinsniveau.

Die Frage ist selbstverständlich, *in welchem Ausmaß* Gleichung (i) das inländische Zinsniveau beeinflußt. Da im Falle der Schweiz der Euromarkt weitgehend die Funktion eines nationalen Geldmarktes erfüllt, kann man hier sicher davon ausgehen, daß Gleichung (i) das kurzfristige Schweizerfranken-Zinsniveau *entscheidend* mitbeeinflußt. Dies bedeutet nichts anderes, als daß das Zinsniveau in der Schweiz entscheidend durch den Swapmarkt und damit durch die erwartete Kursbildung, und damit letztlich durch die erwartete Zahlungsbilanzentwicklung beeinflußt ist. Daß dieser Zusammenhang wirklich funktioniert, kann immer in spekulativen Perioden beobachtet werden, in welchen das kurzfristige Schweizerfranken-Zinsniveau jeweils ein Niveau von Null oder annähernd Null erreicht.

⁵ Die Symbole bedeuten: Ex = Exporte, Im = Importe, KM_B = Kapitalimporte der Banken, KX_B = Kapitalexporte der Banken, KM_{NB} = Kapitalimporte der Nichtbanken, KX_{NB} = Kapitalexporte der Nichtbanken, KB = Zentralbankkredite an Banken, KS = Zentralbankkredite an den Staat, KNB = Zentralbankkredite an Nichtbanken.

M = Geldangebot, B = Geldbasis, $s = D_B/D_{NB}$, D_{NB} = Sichtdepositen von Nichtbanken, D_B = Sichtdepositen ausländischer Banken, $r = R/(D_{NB} + D_B)$. R = Liquiditätsreserven, $c = C/D_{NB}$, C = Bankkonten plus Giro Guthaben bei SNB.

tischen Problem zu, nämlich der Frage nach den geldmengenpolitischen Implikationen der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt.

1. Unter dem Regime fixierter Wechselkurse (d. h. bis ins Jahr 1973) stellten die hohen Euromarktanlagen der schweizerischen Banken für die monetären Behörden ein beträchtliches Problem dar, waren doch diese Anlagen vorwiegend kurzfristiger Natur und konnten somit jederzeit abgerufen und repatriiert werden. Erst der Übergang zu flexiblen Wechselkursen eliminierte dieses Problem, denn erst dadurch erlangte die Schweizerische Nationalbank eigentliche Kontrolle über die Geldmenge (bzw. über die Geldbasis). Bei flexiblen Wechselkursen führen Repatriierungen von Auslandsgeldern lediglich zu einem Kursanstieg des Schweizerfrankens und zu einer Umverteilung von vorhandener Liquidität, nicht aber zur Schaffung neuer Liquidität, d. h. neuem Basisgeld. Ist dieses Argument jedoch in allen Fällen korrekt? Ist es nicht denkbar, daß Repatriierungen aus dem Euromarkt auch unter flexiblen Wechselkursen zu einem Anstieg des Geldangebots führen?

Um diese Frage analysieren zu können, ist vorzuschicken, daß Repatriierungen von Auslandsguthaben über zwei Kanäle erfolgen können: Auslandsguthaben können auf dem *Devisenkassamarkt* gegen Schweizerfranken verkauft werden, oder sie können auf dem *Swapmarkt* temporär gegen Schweizerfranken getauscht werden. Diese beiden Kanäle unterscheiden sich darin, daß in der zweiten Variante nicht nur eine *Devisenkassatransaktion* involviert ist, sondern zusätzlich eine *Devisentermintransaktion*. Da diese Termintransaktion jedoch die Geldmenge nicht berührt, können wir von dieser Transaktion in den folgenden Ausführungen abstrahieren, d. h. davon ausgehen, daß Repatriierungen von Euromarktguthaben seitens der Banken immer zu einem entsprechenden Verkauf ausländischer Devisen führen. (Die geldangebotstheoretische Bedeutung von auf Schweizerfranken lautenden Euromarktanlagen wird weiter unten analysiert). Die Auswirkungen von Repatriierungen auf das Geldangebot in der Schweiz hängen nun davon ab, *wer* die bei der Repatriierung anfallenden Devisen kauft, bzw. mit *welchem Zahlungsmittel* dies getan wird. Hierbei lassen sich fünf Fälle unterscheiden:

a) Der Käufer ist eine inländische Bank. In diesem Fall ändert sich in bezug auf das Geldangebot nichts. Es findet nur eine Umverteilung von Liquidität innerhalb des Bankensystems statt.

b) Der Käufer ist eine inländische Nichtbank und bezahlt die Devisen mit Sichtguthaben bei einer kommerziellen Bank. Buchhalterisch

bedeutet diese Transaktion, daß sich die Bilanz des aggregierten Bankensystems verkürzt, bzw. daß sich die Geldmenge zurückbildet. Gleichzeitig werden durch diese Transaktion bisher gebundene Liquiditätsreserven frei, so daß das Bankensystem das Geldangebot um genau den Betrag erhöhen wird, um den sich die Geldmenge zurückgebildet hat. Letztlich bleibt deshalb auch hier die Geldmenge unverändert; es verändert sich nur deren Verteilung. Dieses Ergebnis ist auch intuitiv einleuchtend, wenn wir uns eine Geldangebotsfunktion vor Augen halten und uns bewußt sind, daß die obige Transaktion weder die Geldbasis noch die Verhaltensparameter im Geldmultiplikator (Kassenhaltungskoeffizient, Reservequotient der Banken) in irgendeiner Weise ändert.

c) Der Käufer ist wiederum eine inländische Nichtbank, doch bezahlt er in diesem Falle die Devisen mit Zentralbankgeld. Es mag dabei zwar unwahrscheinlich sein, daß Devisen (in größerem Umfang) gegen Schweizerfrankenbanknoten gekauft werden, doch ist es wohl möglich und kommt sicher auch vor, daß Firmen Devisenkäufe mit Giroguthaben bei der Schweizerischen Nationalbank begleichen. Ein Kauf von Devisen mittels Zentralbankgeld bedeutet, daß Basisgeld von den Nichtbanken in das Bankensystem fließt. Es ändert sich somit die *Verteilung* des Zentralbankgeldes zwischen Banken und Nichtbanken, nicht aber die Zentralbankgeldmenge. Die geringere Menge von Basisgeld in Händen der Nichtbanken bedeutet zwar, daß das Geldangebot um diesen Betrag zurückgegangen ist, doch da die gleichzeitig größere Menge von Basisgeld in Händen des Bankensystems das Geldangebot um ein Vielfaches dieses Betrages erhöhen wird (Multiplikatorprozeß), wird insgesamt das Geldangebot zunehmen. Wie läßt sich dieses Ergebnis intuitiv im Rahmen einer Geldangebotsgleichung erklären? Halten wir uns eine Geldangebotsgleichung vor Augen, ist offensichtlich, daß sich weder die Geldbasis noch der Reservequotient, der das Verhalten des Bankensystems erklärt, im Verlaufe dieses Prozesses verändert. Was sich verändert, ist die in Händen der Nichtbanken befindliche Basisgeldmenge, und damit der Koeffizient c , der das Verhältnis von Zentralbankgeld zu Bankensichtguthaben der Nichtbanken zum Ausdruck bringt (Kassenhaltungskoeffizient). Im Unterschied zur üblichen Definition des Koeffizienten c besteht hier das in Händen der Nichtbanken befindliche Basisgeld nicht nur aus Banknoten/Münzen, sondern auch aus den Giroguthaben bei der Notenbank.

Eine solche Rückbildung des Kassenhaltungskoeffizienten c aufgrund einer Umverteilung von Basisgeld zwischen Banken und Nichtbanken ist somit ein potentieller Mechanismus, via den Repatriierungen von Euromarktanlagen zu einem höheren Geldangebot führen können.

d) Der Käufer ist eine ausländische Bank und bezahlt mit bei Schweizer Banken gehaltenen Sichtguthaben. Diese Transaktion bewirkt (ähnlich wie in b), daß sich die Bilanz des aggregierten Bankensystems verkürzt. Die Geldmenge bleibt davon jedoch unberührt, da sich nur die Sichtguthaben von ausländischen Banken zurückbilden und diese ja nicht zur Geldmenge zählen. Da aufgrund dieser Bilanzverkürzung bisher im Bankensystem gebundene Liquiditätsreserven frei werden, können die Banken ihr Geldangebot erhöhen, so daß sich auch in diesem Falle die Geldmenge aufgrund von Repatriierungen ausweitet. Wie läßt sich dieses Ergebnis intuitiv im Rahmen einer Geldangebotsgleichung erklären? Schließlich verändert sich hier ja weder die Geldbasis noch der Reservequotient *noch* der Kassenhaltungskoeffizient. Der Schlüssel zum Verständnis des geschilderten Mechanismus liegt in den Sichtguthaben der ausländischen Banken bei Schweizer Banken, die in Geldangebotsgleichungen üblicherweise ausgeklammert sind. Definieren wir, um diese Größe in den Geldmultiplikator einbauen zu können, einen Parameter s , der das Verhältnis von Sichtdepositen ausländischer Banken zu Sichtdepositen von Nichtbanken festhält (m. a. W. einen Strukturparameter zur Beschreibung der Zusammensetzung der Passivseite der Bankbilanz). Die unter Verwendung dieses Parameters resultierende Geldangebotsgleichung ist durch folgenden Ausdruck gegeben:

$$M = \frac{1 + c}{r(1 + s) + c} B^6.$$

Dieser Ausdruck macht deutlich, daß bei Berücksichtigung der Sichtguthaben ausländischer Banken das Geldangebot unter anderem eine Funktion des Parameters s ist. Bildet sich dieser Parameter s zurück, z. B. weil ausländische Banken ihre Sichtdepositen zum Kaufe von Devisen verwenden, erhöht sich der Geldmultiplikator und damit das Geldangebot. Der ökonomische Mechanismus, der hiebei zum Ausdruck kommt, besteht darin, daß bei einem Rückgang von s die Zentralbankgeldreserven des Bankensystems vermehrt zur Schaffung von Sichtdepositen von Nichtbanken und in geringeren Ausmaße zur Schaffung von Sichtdepositen ausländischer Banken eingesetzt werden.

e) Der Käufer ist eine ausländische Nichtbank und bezahlt mit ebenfalls bei Schweizer Banken gehaltenen Sichtdepositen. Entscheidend bei dieser Variante ist die Frage, ob solche Sichtdepositen zur Geldmenge gezählt werden. Ist dies der Fall, haben wir Variante b), d. h. geld-

⁶ Für weitere Gründe, weshalb kaum „Geld“ im nennenswerten Umfang auf dem Euromarkt geschaffen wird, und weshalb auf dem Euromarkt geschaffene Depositen kaum als Zahlungsmittel eingesetzt werden, vgl. *J. Niehans* und *J. Hewson*.

angebotsmäßig ändert sich nichts. Ist dies nicht der Fall, haben wir Variante d), mit der Modifikation, daß *s* so zu definieren ist, daß darin *alle* ausländischen Sichtdepositen enthalten sind.

Repatriierungen von Euromarktanlagen durch die Schweizer Banken können sich also auch bei flexiblen Wechselkursen bis zu einem gewissen Grade in einem höheren Geldangebot niederschlagen. Dies ist der Fall, wenn entweder der Käufer der Devisen (bzw. der Verkäufer der Schweizerfranken) hiezu Giro Guthaben bei der Schweizerischen Nationalbank verwendet, oder wenn der Käufer eine ausländische Bank ist. In beiden Fällen bewirkt der Verkauf von Devisen durch die Schweizer Bank einen Anstieg des Geldmultiplikators.

2. Wir haben bisher von den Schweizerfrankenanlagen der Banken auf dem Euromarkt abstrahiert. Der Grund war, daß Schweizerfranken-Euromarktanlagen zwar gegen andere Finanzaktiva getauscht werden können, daß davon jedoch die Passivseite und damit die Geldmenge nicht berührt wird. Insbesondere kann das Bankensystem (bei gegebener Basisgeldmenge) die Euromarktanlagen nicht dazu verwenden, sich zusätzliche Liquiditätsreserven zu beschaffen.

Gleichwohl können die auf Schweizerfranken lautenden Euromarktanlagen bzw. Euromarktverbindlichkeiten eine gewisse Bedeutung für das Geldangebot haben. Um dies zu sehen, müssen wir uns vor Augen halten, daß es in bezug auf das Geldangebot keine Rolle spielt, ob eine Bank Schweizerfrankenanlagen bei andern Schweizer Banken oder bei Eurobanken hält; in beiden Fällen handelt es sich um Interbankbeziehungen. Auf Schweizerfranken lautende Euromarktanlagen können deshalb nur dann geldangebotstheoretisch von Bedeutung sein, wenn Interbankbeziehungen generell eine geldangebotstheoretische Rolle spielen. Ist dies aber der Fall?

Betrachten wir hiezu die mikroökonomische Funktion von kurzfristigen Guthaben *bei* andern Banken, bzw. von kurzfristigen Verbindlichkeiten *gegenüber* andern Banken. Kurzfristige Guthaben bei Banken (insbesondere solche auf Sicht) erfüllen mikroökonomisch weitgehend die Funktion von Liquiditätsreserven. Dies bedeutet, daß eine Bank, deren Sichtguthaben bei andern Banken ansteigen, dadurch in die Lage versetzt wird, ihr Kredit- und Geldangebot zu erhöhen. Sichtverbindlichkeiten gegenüber Banken spielen dagegen mikroökonomisch eine ähnliche Rolle wie Sichtverbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken; d. h., sie können jederzeit abgerufen werden, so daß — wenn auch in relativ geringem Ausmaße — Liquiditätsreserven gehalten werden müssen. Dies bedeutet, daß eine Bank, deren Sichtverbindlichkeiten gegenüber andern Banken ansteigen, sich dadurch

veranlaßt sieht, zusätzliche Liquiditätsreserven zu halten. Eine Intensivierung der Interbankguthaben bzw. -verbindlichkeiten auf Sicht wird demnach die Liquidität des Bankensystems erhöhen, stellen doch die zusätzlichen *Sichtguthaben* bei Banken weitgehend Liquiditätsreserven dar, wogegen für die zusätzlichen *Sichtverbindlichkeiten* gegenüber Banken nur relativ geringfügige Liquiditätsreserven gehalten werden müssen. Diese liquiditätserhöhende Wirkung einer Ausweitung von Interbankenbeziehungen bedeutet, daß sich der Bedarf an Zentralbankgeldreserven seitens des Bankensystems, d. h. der Reservequotient r , senkt. Mit diesem Rückgang von r wird (im Rahmen einer Geldangebotsgleichung) deutlich, daß und warum eine Intensivierung der Interbankenbeziehungen tatsächlich zu einem höheren Geldangebot führen kann. Angesichts des geringen Umfanges der auf Schweizerfranken lautenden Euromarktanlagen der Schweizer Banken (insbesondere der Anlagen auf Sicht), wird jedoch die praktische Relevanz dieses Argumentes eher gering sein.

3. Des weitern ist die Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt für das Schweizerfranken-Geldangebot auch deswegen von Bedeutung, weil auf dem Euromarkt bekanntlich Geldschöpfung stattfinden kann. Dies ist der Fall, wenn Individuen einen Teil ihrer auf Schweizerfranken lautenden Sichtguthaben nicht bei Schweizer Banken, sondern bei Eurobanken halten, und wenn die von den Eurobanken damit vergebenen Schweizerfrankenkredite zumindest teilweise im Eurobankensystem verbleiben. Um diesen Mechanismus in einer Geldangebotsgleichung beschreiben zu können, muß man als erstes die Geldmengendefinition so erweitern, daß bei Eurobanken gehaltene Schweizerfrankenguthaben in die Geldmenge eingeschlossen werden. (Schließlich kann auf dem Euromarkt nur solches „Geld“ geschaffen werden). Ferner muß man einen Parameter definieren, der die Allokation der Sichtguthaben der Nichtbanken zwischen Schweizer Banken und Eurobanken beschreibt, sowie einen Parameter, der das Reserveverhalten der Eurobanken zum Ausdruck bringt. Es ist dann leicht zu zeigen, daß das Geldangebot um so höher ist, je stärker die Neigung ist, Schweizerfranken-Sichtguthaben bei Eurobanken zu halten. So interessant dieser geldmengenerhöhende Mechanismus ist, muß man sich vor Augen halten, daß es hier nicht die Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt ist, die diesen Effekt zustande bringt, sondern vielmehr die Verflechtung der *Nichtbanken* mit dem Euromarkt. Insofern liegt dieser Mechanismus außerhalb des Rahmens des vorliegenden Aufsatzes. Es sei an dieser Stelle nur noch kurz angedeutet, daß dieser Mechanismus empirisch vermutlich nicht allzu relevant ist, da der bei Eurobanken gehaltene Anteil von Schweizerfranken-Sichtguthaben gering sein dürfte⁶.

4. Schließlich kann die Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt auch auf eher indirekte Weise für das schweizerische Geldangebot von Bedeutung sein. Bei flexiblen Wechselkursen schlagen sich wie erwähnt Repatriierungen von Euromarktanlagen nicht in einer höheren Geldbasis, sondern in einem höheren Wechselkurs nieder. Dieser Anstieg des Wechselkurses kann nun so stark sein, daß sich die Notenbank veranlaßt sieht, auf dem Devisenmarkt zu intervenieren und auf diese Weise die Geldbasis doch zu erhöhen. Genau dies ereignete sich verschiedentlich im Falle des Schweizerfrankens, am ausgeprägtesten wohl im Herbst 1978. Repatriierungen von Euromarktanlagen können damit auch unter einem Regime flexibler Wechselkurse zu einer Ausweitung der Geldbasis führen; allerdings nicht, weil die Notenbank aufgrund der Ausgestaltung des Währungssystems intervenieren *muß*, sondern weil sie (unter politischem Druck stehend) interveniert, um die Konkurrenzfähigkeit der heimischen Exportindustrie auf den Weltmärkten zu erhalten.

4. Geldpolitische Folgerungen

Der Übergang von fixen zu flexiblen Wechselkursen ist vor allem zustande gekommen, um auf diese Weise eine vom Ausland unabhängige Geldmengenpolitik betreiben zu können. Die oben dargestellten Mechanismen weisen jedoch darauf hin, daß die dadurch erreichte Unabhängigkeit nur bedingt ist. Insbesondere können Repatriierungen von Euromarktanlagen auch bei fixen Wechselkursen zu einem höheren Geldangebot führen, allerdings nicht über eine höhere Geldbasis, sondern über einen höheren Geldmultiplikator. Verschiedene der in einem Geldmultiplikator enthaltenen Allokationsparameter sind durchaus abhängig von Repatriierungen bzw. vom dadurch induzierten Wechselkursanstieg. Dies bedeutet, daß nationale Geldpolitik durch die international tätigen Banken bis zu einem gewissen Grade neutralisiert werden kann. Expansive geldpolitische Maßnahmen können teilweise in den Euromarkt versickern, kontraktive geldpolitische Maßnahmen können durch Repatriierungen vom Euromarkt teilweise unterlaufen werden. Gleichzeitig kann sich das Geldangebot elastischer an eine veränderte Geldnachfrage anpassen, als es ohne Euromarkt der Fall wäre.

Die erhöhte Variabilität des Geldmultiplikators bedeutet jedoch nicht notwendigerweise eine Beeinträchtigung der *Effektivität* der Geldpolitik. Schließlich können geldpolitische Maßnahmen mittels der dargestellten Mechanismen nur *teilweise*, nie aber vollumfänglich neutralisiert werden. Zur Gewährleistung einer effektiven Geldpolitik muß sich die Nationalbank einfach der erhöhten Anpassungsfähigkeit

des Bankensystems und der erhöhten Variabilität des Geldmultiplikators im Klaren sein und dies in ihr Kalkül einbeziehen.

Zusammenfassung

Die Verflechtung der Schweizer Banken mit den Auslandsmärkten (insbesondere dem Euromarkt) wird in diesem Aufsatz sowohl in qualitativer wie in quantitativer Hinsicht dargestellt und analysiert. Qualitativ steht vor allem die Frage nach der Bedeutung dieser Verflechtung für die schweizerische Volkswirtschaft im Vordergrund. Es wird gezeigt, daß nicht nur die schweizerische Zahlungsbilanz und der Wechselkurs des Schweizerfrankens, sondern auch das Zinsniveau in der Schweiz wie auch Art und Umfang der schweizerischen Geldpolitik weitgehend von der Verflechtung der Schweizer Banken mit dem Euromarkt bestimmt werden. Des weiteren werden die aus dieser Verflechtung resultierenden Implikationen bezüglich Geldmengensteuerung analysiert.

Summary

This paper describes and analyzes both quantitatively and qualitatively the interrelationships between Swiss banks and the financial markets abroad (especially the Euromarkets). It is shown that Switzerland's balance of payments, Switzerland's interest rate level, the exchange rate of the Swiss franc as well as Swiss monetary policies are influenced and in part even determined by those interrelationships. Subsequently, the paper addresses the implications of those interrelationships for controlling the money supply, establishing that even after the emergence of flexible exchange rates, repatriations of Swiss banks' investments on the Euromarket may result in a higher money supply.

Literatur

- Bank for International Settlements: "Forty-seventh annual report."
- Kleinewefers, H.* (1972), *Das Auslandsgeschäft der Schweizer Banken*, Zürich.
- Niehans, J.* und *J. Hewson* (1976), *The Eurodollar Market and Monetary Theory*, *Journal of Money, Credit and Banking* (1976), 1 - 27.
- Schiltknecht, K.* (1977), *Die Geldpolitik der Schweiz unter dem System flexibler Wechselkurse*, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* (1977), 1 - 26.
- Schweizerische Nationalbank: *Das schweizerische Bankwesen, Jahrgänge 1950 bis 1976, sowie die dazugehörigen Beihefte Struktur und Entwicklung der Auslandaktiven und Auslandpassiven.*