

Bofinger, Peter

**Article — Digitized Version**

## Verstärkte private Verwendung der ECU: Hindernisse, Chancen, Risiken

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Bofinger, Peter (1984) : Verstärkte private Verwendung der ECU: Hindernisse, Chancen, Risiken, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 64, Iss. 9, pp. 448-454

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135961>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Verstärkte private Verwendung der ECU: Hindernisse, Chancen, Risiken

Peter Bofinger, Saarbrücken

**Die deutsche Bundesbank nimmt gegenüber der privaten Verwendung der Europäischen Währungseinheit (ECU) bislang eine recht restriktive Haltung ein – ganz im Gegensatz zu einigen europäischen Nachbarn, die die Verbreitung der ECU im Privatsektor fördern. Worauf ist diese unterschiedliche Haltung zurückzuführen? Welche ökonomischen Vor- und Nachteile sind von einer Liberalisierung der ECU-Verwendung zu erwarten?**

Unternehmen und Banken, die in der Bundesrepublik Deutschland an einer Verwendung der ECU in Geldschuldverträgen interessiert sind, geraten derzeit mit der Rechtsauffassung der Deutschen Bundesbank in erheblichen Konflikt. Nach dieser Rechtsauffassung, die weithin geteilt wird, ist es für Gebietsansässige nach geltendem Recht nicht möglich, rechtswirksam<sup>1</sup> u. a.

ECU-Konten bei deutschen Geschäftsbanken zu führen und/oder

auf ECU lautende Fremdwährungskredite bei deutschen Geschäftsbanken aufzunehmen<sup>2</sup>.

Die Bundesbank begründet ihre Position zum einen damit, „daß die ECU nach den geltenden Bestimmungen nicht als Währung angesehen und auch nicht ohne weiteres einer Währung gleichgestellt werden kann“<sup>3</sup>. Eine solche Anerkennung wäre erforderlich, damit ECU-Konten und ECU-Kredite zwischen Gebietsansässigen unter eine allgemeine Freistellung der Bundesbank für das Führen von Fremdwährungskonten und -krediten fallen könnten<sup>4</sup>. Diese Argumentation der Bundesbank erscheint jedoch wenig überzeugend. Es konnte gezeigt werden, daß die Bundesbank weder durch rechtliche Bestimmungen noch durch die „herrschende Meinung“ des währungsrechtlichen Schrifttums daran gehindert wäre, in der Europäischen Währungseinheit eine „Währung“ im Sinne des Währungsgesetzes und damit im Sinne ihrer allgemeinen Freistellung zu sehen<sup>5</sup>.

Aufgrund ihrer eigenwilligen Interpretation des Ausdrucks „Währung“ sieht die Bundesbank rechtlich nur die Alternative, auf ECU lautende Konten im Rahmen

von § 3 Satz 2 Währungsgesetz zu genehmigen. Eine solche Genehmigung, so fürchtet die Bundesbank, könnte jedoch als ein erster Schritt zu einer liberaleren Handhabung von Indexklauseln im deutschen Geld- und Kapitalverkehr mißverstanden werden. Diese Alternative müsse daher ebenfalls ausscheiden<sup>6</sup>.

Selbst wenn man sich der Rechtsauffassung der Bundesbank anschließen wollte, dann bliebe für den Gesetzgeber immer noch die Möglichkeit, den geltenden rechtlichen Rahmen so zu ändern, daß die Rechtslage ganz eindeutig zugunsten einer privaten Verwendung der ECU in Geldschuldverträgen zwischen Gebietsansässigen spricht. Eine solche Rechtsänderung könnte beispielsweise darin bestehen, daß man § 49 Außenwirtschaftsgesetz um einen dritten Absatz ergänzt, der wie folgt lauten könnte: „§ 3 Satz 1 Währungsgesetz findet auf Geldschuldverhältnisse, die auf die Europäische Währungseinheit (ECU) lauten, keine Anwendung.“

Damit stellt sich jedoch die eigentliche Frage, welche ökonomischen Vor- und Nachteile mit einer solchen europa-politischen Initiative des Gesetzgebers verbunden sein könnten. Bei der sehr juristischen Schlagseite der

<sup>1</sup> Die Bundesbank kann es niemandem verbieten, auf ECU lautende Geldschuldverträge abzuschließen. Sie wird diesen jedoch die nach § 3 Währungsgesetz erforderliche Genehmigung nicht erteilen. Damit ist ein solcher Vertrag nach § 134 BGB nichtig, da er gegen ein gesetzliches Verbot verstößt. Die Rechtsfolge der Nichtigkeit ist eine ausreichende Sanktion, um Vertragspartner von Verstößen gegen § 3 Währungsgesetz abzuhalten.

<sup>2</sup> So z. B. Schreiben der Deutschen Bundesbank vom 13. April 1984 an den Verband öffentlicher Banken.

<sup>3</sup> Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1983, S. 74.

<sup>4</sup> Deutsche Bundesbank: Mitteilung Nr. 1009/61 (Recht und Währung) vom 24. August 1961. Betreff: Eingehung von Verbindlichkeiten in fremder Währung. Veröffentlicht im Bundesanzeiger Nr. 167 vom 31. August 1961.

<sup>5</sup> So ausführlich Peter B o f i n g e r : Zur Diskussion über die private Verwendung der Europäischen Währungseinheit (ECU), Diskussionsbeiträge Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der Universität des Saarlandes, Nr. 8402, Saarbrücken 1984. Ebenso Peter B o f i n g e r : Ist die Europäische Währungseinheit (ECU) eine Währung?, in: Sparkasse Nr. 8/1984 (101. Jg.), S. 293-294.

*Dr. Peter Bofinger, 29, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftswissenschaft, insbesondere Geld- und Kreditwesen, der Universität des Saarlandes.*

in der Bundesrepublik bisher geführten Diskussion über die private Verwendung der ECU sind diese ökonomischen Aspekte bisher vergleichsweise wenig erörtert worden.

Daß die deutschen Banken und Unternehmen von einer Liberalisierung der ECU-Verwendung profitieren könnten, erscheint durch einen Blick auf das europäische Ausland als sehr naheliegend. Dort hat die ECU im Privatsektor seit einigen Jahren eine überraschend starke Verbreitung gefunden:

□ Bei den internationalen Anleiheemissionen („Euro-Anleihen“) lauten mittlerweile rund 4½ % des gesamten Anleihevolumens auf ECU (Tabelle 1). Die ECU ist derzeit nach dem US-Dollar, der D-Mark und dem Pfund Sterling die viertwichtigste Anleihewährung.

□ Auch im Bereich der Euro-Kredite ist die ECU im Vormarsch. Dies wurde vor kurzem durch einen „Jumbo-Kredit“ deutlich, bei dem die italienische Gesellschaft ENI einen Betrag von 450 Mill. ECU bei einem internationalen Bankenkonsortium aufgenommen hat<sup>7</sup>. Das

<sup>6</sup> So z. B. Leonhard G l e s k e : Wir haben keine Angst (Interview), in: Wirtschaftswoche Nr. 11 vom 3. März 1984, S. 11.

<sup>7</sup> Instituto Bancario San Paolo di Torino (Hrsg.): ECU-Newsletter, Nr. 8, März 1984, S. 8.

<sup>8</sup> Siehe dazu beispielsweise L e o d e C o r e l : L'usage privé de l'écu, in: Eurépargne, Nr. 3/1983, S. 18.

<sup>9</sup> So Dominique R a m b u r e : L'utilisation privée de l'écu, in: Banque No. 427 (Avril 1983), S. 434.

<sup>10</sup> Vgl. dazu für Frankreich ausführlicher OECD: Regulations Affecting International Banking Operations (1981-I), Paris 1981, S. 32. Für Italien näheres in OECD: Regulations Affecting International Banking Operations (1981-II), Paris 1982, S. 25. Ebenso Michel L e l a r t : L'utilisation du DTS et de l'écu par le secteur privé (2. L'écu et le DTS, monnaies de règlement), in: Banque No. 434 (Décembre 1983), S. 1385.

<sup>11</sup> Carlo A. C i a m p i : Next Steps Along the Road, in: ECU-Newsletter, December 1983 (Nr. 7), S. 2.

<sup>12</sup> So Pierre G u i m b r e t i è r e : Le marché de l'écu, in: Revue du Marché Commun, Août-Septembre 1982, S. 393.

Volumen der bisher vergebenen ECU-Euro-Kredite belief sich bis Ende Mai 1984 auf rund 2,5 Mrd. ECU. Bemerkenswert ist sowohl bei den ECU-Anleihen als auch bei den ECU-Krediten, daß die Kreditnehmer – sieht man einmal von EG-Institutionen ab – im wesentlichen aus den Schwachwährungsändern Italien und Frankreich stammen (Tabelle 2).

□ Das ECU-Einlagengeschäft hat in den letzten Jahren ebenfalls zugenommen<sup>8</sup>. Es ist aber hinter dem Wachstum des Kreditgeschäfts zurückgeblieben. Man spricht davon, daß der ECU-Markt gegenwärtig ein struktureller Schuldner-Markt sei<sup>9</sup>. Die vergleichsweise schwache Expansion des ECU-Einlagengeschäfts dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, daß es für Italiener und Franzosen aufgrund der nationalen Devisenvorschriften nicht möglich ist, ECU-Einlagen bei heimischen oder ausländischen Banken zu unterhalten<sup>10</sup>. Die ECU-Einlagen stammen somit vor allem von EG-Institutionen, die diese bei Banken in Belgien und Luxemburg halten. Darüber hinaus wurden in den letzten Jahren auch auf ECU lautende Depositenzertifikate (CD) emittiert (Lloyds Bank, Crédit Lyonnais, Lavoro Bank International und Banque Internationale à Luxembourg). ECU-Sparbücher werden vom Crédit Européen angeboten.

□ Offizielle Zahlenangaben über den ECU-Interbanken-Markt lassen sich nur schwer erhalten. Der italienische Notenbankpräsident spricht von mehreren hundert Banken, die aktiv am ECU-Interbanken-Markt beteiligt seien<sup>11</sup>; rund die Hälfte dieser Banken dürfte aus Italien stammen<sup>12</sup>. Es wird geschätzt, daß der Markt einen Umfang von 5 bis 10 Mrd. ECU aufweist<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> So z. B. Dominique R a m b u r e , a.a.O., S. 436; Pierre G u i m b r e t i è r e : L'estimation du marché de l'écu, in: Eurépargne, Nr. 1/1984.

**Tabelle 1**  
**Internationale Anleihe-Emissionen<sup>1</sup>**  
[in Millionen Dollar]

Währung	1981		1982		1983		1. Halbjahr 1984	
	Mill. \$	%	Mill. \$	%	Mill. \$	%	Mill. \$	%
US-Dollar	25 761	82,3	42 228	83,9	39 230	78,3	27 273	79,0
Kanadischer Dollar	688	2,2	1 200	2,4	1 067	2,1	604	1,7
Deutsche Mark	1 396	4,5	3 253	6,5	4 042	8,1	2 121	6,2
Britisches Pfund	535	1,7	846	1,7	2 153	4,3	1 801	5,2
Japanischer Yen	410	1,3	598	1,2	233	0,5	348	1,0
ECU	153	0,5	823	1,6	2 191	4,4	1 482	4,3
Sonstige Währungen	2 351	7,5	1 379	2,7	1 207	2,3	884	2,6
Insgesamt	31 294	100,0	50 328	100,0	50 123	100,0	34 513	100,0

<sup>1</sup> Anleihen, die von einem internationalen Bankensyndikat gezeichnet werden und in einer Währung denominiert sind, die nicht die Landeswährung des Plazierungslandes ist.

Quelle: OECD: Financial Statistics Part 1 (International Markets), Juli 1984, S. 10.

**Tabelle 2**  
**Aufteilung der ECU-Kreditnehmer nach dem Herkunftsland (Stand Ende Mai 1984)**

Land	Zahl der Geschäfte			Betrag in Mill. ECU		
	Emission von Anleihen	Kreditaufnahme	Insgesamt	Emission von Anleihen	Kreditaufnahme	Insgesamt
Italien	5	38	43	265	1138	1403
Europäische Supranationale Organisationen	23	5	28	1267	235	1502
Frankreich	21	5	26	1362	567	1929
Nordische Länder	10	1	11	390	75	465
Vereinigte Staaten	5	–	5	151	–	151
Kanada	4	–	4	225	–	225
Japan	5	–	5	210	–	210
Sonstige	11	9	20	650	518	1169
Insgesamt	84	58	142	4520	2533	7054

Quelle: Michel Sarmet: L'écu est-il une bonne monnaie d'emprunt à moyen et à long terme?, in: Banque, No. 441 (Julliet/Août 1984), S. 787.

Schließlich gibt es einige wenige französische Unternehmen (Saint Gobain<sup>14</sup>, Lesieurs), die dazu übergegangen sind, im Außenhandel in ECU zu fakturieren.

### Die Ursachen des Erfolges

Um die Verbreitungschancen der ECU in der Bundesrepublik abschätzen zu können, hat man sich zu fragen, woran es liegt, daß die ECU im Ausland – vergleicht man sie einmal mit ihrer Vorgängerin, der ERE (Europäische Rechnungseinheit), oder mit dem Sonderziehungsrecht oder anderen Korbwährungen – auf ein so breites Interesse in der Privatwirtschaft gestoßen ist. Für die Beantwortung dieser Frage findet man in der französischen Fachliteratur zahlreiche Hinweise:

Erstens erscheint eine Kreditaufnahme in ECU vor allem für solche Unternehmen von Interesse, die aus dem Exportgeschäft über Forderungen verfügen, die auf unterschiedliche europäische Währungen lauten. Unter dem Aspekt der Vermeidung von Währungsrisiken („Hedging“) bestünde die optimale Lösung für solche Unternehmen darin, sich genau entsprechend der Währungsstruktur und der Laufzeitstruktur jeweils in den betreffenden nationalen Währungen zu verschulden. Diese Lösung scheidet jedoch häufig aus, weil die nationalen Kapitalmärkte für Währungen wie den französischen Franc, die italienische Lire, die dänische Krone oder das irländische Pfund

entweder Zugangsbeschränkungen für Ausländer aufweisen (besonders für längere Laufzeiten)<sup>15</sup>

<sup>14</sup> Saint Gobain verwendet die Fakturierung im Außenhandel mit seinen ausländischen Konzerntöchtern. Siehe dazu z. B. Jacques Pilliet: Facturation et paiement des échanges inter-sociétés en écu, in: ECU-Newsletter, Numéro Special, Mars 1984, S. 43-44. Ebenso o. V.: l'écu a grandi, in: Economie et Industrie (Lettre trimestrielle de la Compagnie de Saint Gobain) No. 34 (Juin 1984), S. 5-6.

<sup>15</sup> Siehe dazu z. B. für Frankreich OECD: Regulations Affecting International Banking Operations (1981 - I), Paris 1981, S. 31.

oder aber generell nur über ein sehr geringes Volumen verfügen<sup>16</sup>.

In dieser Situation erweist sich die Verschuldung in ECU als eine „second-best“-Lösung. Sie hat zwar häufig den Nachteil, daß die durch den ECU-Währungskorb vorgegebenen Währungsanteile eines ECU-Kredits auf die Hedging-Bedürfnisse des Kreditnehmers nicht exakt zugeschnitten sind. Sie bietet jedoch den Vorteil, daß so überhaupt eine (wenn auch indirekte) Verschuldung in bestimmten Währungen ermöglicht wird.

Für deutsche Unternehmen, die ihre Produkte hauptsächlich in verschiedenen EG-Ländern absetzen und die überdies ihre Erzeugnisse in den Währungen der Abnehmerländer fakturieren, wäre eine ECU-Verschuldung von daher auch in Betracht zu ziehen. Da jedoch vom gesamten deutschen Export nur

2,8 % in französischen Franc,

1,3 % in italienischen Lira,

1,3 % in Pfund Sterling,

1,1 % in holländischen Gulden und

0,9 % in belgischen Franc

fakturiert sind<sup>17</sup>, dürfte der Kreis der an einer ECU-Verschuldung interessierten deutschen Unternehmen derzeit verhältnismäßig eng sein. Dies könnte sich allerdings ändern, wenn ihre ausländischen Handelspartner in Zukunft verstärkt auf eine Fakturierung in ECU drängen sollten.

Unter „second-best“-Erwägungen erscheint zweitens eine Kreditaufnahme oder Geldvermögensanlage

<sup>16</sup> Vgl. Marcel Sarmet: L'écu est-il une bonne monnaie d'emprunt à moyen et long terme?, in: Banque No. 441 (Julliet/Août 1984), S. 783.

<sup>17</sup> Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, Mai 1982, S. 34 (Zahlenangaben für den Jahresdurchschnitt 1981).

in ECU (und somit nicht in individuell zusammengestellten Währungskörben) insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen als eine attraktive Alternative. Während große Unternehmen mit einer ausgebauten Finanzabteilung in der Lage sein dürften, eine auf ihre Bedürfnisse maßgeschneiderte Währungs- und Laufzeitenstruktur des Gesamtvermögens durch eine Kreditaufnahme und Geldvermögensanlage jeweils in den nationalen Währungen zu erreichen, kann es für kleinere Unternehmen mit einer Einsparung von Transaktions- und Verwaltungskosten verbunden sein, wenn sie sich für die konfektionierte ECU entscheiden<sup>18</sup>. Dies gilt in besonderem Maße für Unternehmen, die sich nur selten in ausländischen Währungen verschulden (oder Geldvermögen anlegen)<sup>19</sup>.

### Kapitalverkehrsbeschränkungen

Die große Beliebtheit der ECU vor allem in Frankreich und Italien dürfte neben den beiden genannten Punkten auch ganz wesentlich auf Kapitalverkehrsbeschränkungen zurückzuführen sein, die in diesen Ländern herrschen. Zu nennen sind dabei beispielsweise Vorschriften, wonach Importeure, die Vorauszahlungen auf Importrechnungen leisten möchten, verpflichtet sind, dafür einen Fremdwährungskredit aufzunehmen<sup>20</sup>. Gleiches gilt für Exporteure, die ihren ausländischen Abnehmern Lieferantenkredite einräumen. In beiden Fällen ist es für die Unternehmen möglich, die ECU anstelle einer ausländischen Währung zu wählen.

Die Grundlage dafür wurde geschaffen, als Italien (am 11. September 1981) und Frankreich (am 21. Mai 1982) die ECU als Devisen im Sinne der dort geltenden Devisenvorschriften anerkannten. Mit diesen Entscheidungen wurde der ECU ein wichtiger Wettbewerbsvorteil sowohl gegenüber nationalen Währungen als auch gegenüber anderen Währungskörben eingeräumt. Der Vorteil der ECU-Finanzierung besteht darin, daß es den italienischen oder französischen Außenhändlern damit ermöglicht wird, indirekt und nach dem Korbgewicht ihrer Währungen (Anteil des Franc am ECU-Korb rund 17 %, Anteil der Lire 8 %) die sonst untersagte Kreditaufnahme in der eigenen Währung im Ausland zu erreichen. Die starke Beliebtheit, die die ECU so vor allem in Italien erlangt hat, zeigt sich daran, daß dort mittlerweile

12 % der kurzfristigen Fremdwährungskredite in ECU denominated sind<sup>21</sup>.

Kapitalverkehrsbeschränkungen dürften auch ein Grund dafür sein, daß französische Banken eine Kreditvergabe in ECU häufig attraktiver gefunden haben als eine Kreditvergabe in ausländischen Währungen: Französische Banken ist es generell untersagt, auf französische Franc lautende Kredite an Ausländer zu vergeben<sup>22</sup>. Mit anderen Worten: Wollen sie Auslandskredite vergeben, dann müssen sie diese in ausländischer Währung denominieren. Auch hier bietet die offiziell als Devisen anerkannte ECU eine teilweise Ausweichmöglichkeit. Durch eine Kreditvergabe in ECU kann eine französische Bank immerhin indirekt (nach Maßgabe des Korbanteils des französischen Franc) eine teilweise Kreditvergabe in heimischer Währung erreichen und insoweit die Kreditbeschränkung umgehen<sup>23</sup>.

### Weitere Vorteile

Das Interesse französischer Unternehmen an einer Fakturierung in ECU dürfte in erster Linie ebenfalls auf Kapitalverkehrsbeschränkungen zurückzuführen sein. Dies ergibt sich daraus, daß es französischen Unternehmen weitgehend untersagt ist, für Importgeschäfte eine Kurssicherung zu bewirken<sup>24</sup>. Französische Importeure haben daher ein besonders starkes Interesse an einer Fakturierung in Franc. Dabei ergäbe sich jedoch für ihre ausländischen Lieferanten wiederum die Notwendigkeit, ihre auf französische Franc lautende Exportforderung durch eine gleichzeitige Kreditaufnahme in französischen Franc abzusichern. Dies erscheint diesen wegen der oft sehr hohen Euro-Franc-Zinsen meistens als nicht sehr attraktiv<sup>25</sup>. Hier kann sich die Fakturierung in ECU für beide Vertragsseiten als eine Kompromißlösung<sup>26</sup> erweisen. Der französische Importeur hat dann immerhin in Höhe von rund 17 % des Kaufpreises eine „sichere“ Fakturierung in ECU. Der ausländische Exporteur kann sich zu den gegenüber den Euro-Franc-Zinsen deutlich geringeren ECU-Zinsen absichern.

Ein weiteres speziell auf Frankreich und Italien bezogenes Argument für die starke Verbreitung der ECU dürfte in der relativ geringen Aufnahmefähigkeit des heimischen Kapitalmarktes in diesen Ländern zu sehen sein. Somit sehen sich Kreditnehmer aus Italien und

<sup>18</sup> Vgl. Marcel Sarmet, a.a.O., S. 786.

<sup>19</sup> Vgl. Jean-Pierre Ravisé, Patrick Lepeytre: Ecu, nouvelle monnaie de financement, nouveau marché, in: Banque No. 432 (Octobre 1983), S. 1109.

<sup>20</sup> Vgl. dazu International Monetary Fund: Exchange Arrangements & Exchange Restrictions (Annual Report 1983), Washington 1983, S. 272. Ausführlicher Mario Mauro: Les financements import-export en ECU: quelques réflexions, in: ECU-Newsletter, Numéro Spécial, Mars 1984, S. 33. Für Frankreich: Jacques-Henri David: Système Monétaire Européen – un succès incontestable, in: Banque No. 436 (Février 1984), S. 166.

<sup>21</sup> ECU-Newsletter, March 1984, S. 8 (Angaben für Ende September 1983).

<sup>22</sup> Vgl. dazu International Monetary Fund, a.a.O., S. 202.

<sup>23</sup> Vgl. Jacques-Henri David, a.a.O., S. 166.

<sup>24</sup> Vgl. dazu International Monetary Fund, a.a.O., S. 199.

<sup>25</sup> Vgl. Dominique Rambuere, a.a.O., S. 438.

<sup>26</sup> So Jean-Pierre Ravisé, Patrick Lepeytre, a.a.O., S. 1108.

Frankreich häufiger als Kreditnehmer aus anderen Ländern veranlaßt, Mittel im Ausland in ausländischer Währung aufzunehmen<sup>27</sup>. Auch hier bietet eine Kreditaufnahme in ECU den Vorteil, daß zumindest ein Teil des im Ausland aufgenommenen Kredits indirekt auf die heimische Währung lautet.

### Kostenvorteile und mehr Sicherheit?

Es bleibt zu fragen, ob die ECU auch dann eine attraktive Kredit- und Anlagewährung gewesen wäre, wenn die genannten administrativen Beschränkungen des Geld- und Kapitalverkehrs nicht existiert hätten. In der französischen Fachliteratur wird diese Frage eindeutig bejaht. Die besonderen Vorteile der ECU gegenüber anderen Währungen für den Kreditnehmer werden darin gesehen, daß die ECU

□ im Vergleich zu starken Währungen mit großem Wechselkursrisiko (Dollar, DM, Yen), das mehr oder weniger durch eine niedrigere Verzinsung ausgeglichen werde, ein vergleichsweise geringes Wechselkursrisiko bei noch attraktiven Zinsen aufweise, und

□ im Vergleich zu schwachen Währungen wie dem französischen Franc einen Zinsvorteil für den Kreditnehmer bei einem fast vernachlässigbar geringen Wechselkursrisiko biete<sup>28</sup>.

Diese Argumentation dürfte sich jedoch kaum verallgemeinern lassen. Zum einen ist es außerordentlich unwahrscheinlich, daß die Kreditaufnahme in einer bestimmten Währung dauerhaft einen Kostenvorteil für den Kreditnehmer und damit einen Kostennachteil für den Kreditgeber aufweisen wird. Die von französischen Autoren angesprochenen und durch Berechnungen<sup>29</sup> belegten Kostenvorteile einer ECU-Verschuldung können nur darauf beruhen, daß die ECU in der Vergangenheit gegenüber dem französischen Franc schwächer aufgewertet worden ist, als dies der Minderverzinsung der ECU gegenüber dem Franc entsprochen hätte. Eine solche Konstellation mag in bestimmten Zeiträumen in der Vergangenheit geherrscht haben. Man sollte sie jedoch nicht für dauerhaft nehmen. Denn man müßte dann unterstellen, daß die ECU-Kreditgeber stets die Aufwertung der ECU gegenüber dem Franc überschätzten. Sonst wären sie bei der am Markt vorherrschenden Zinsdifferenz zwischen Franc und ECU nicht

bereit, den ECU-Kredit zu vergeben. Auf der anderen Seite müßte man davon ausgehen, daß die Kreditnehmer die tatsächliche Aufwertung der ECU zutreffend vorausschätzen; nur so wäre die Kreditaufnahme für sie die überlegene Alternative. Für solche „heterogenen Erwartungen“<sup>30</sup> von Kreditnehmern auf der einen und Kreditgebern auf der anderen Seite gibt es jedoch keinerlei Anhaltspunkte.

Auch das zweite Argument, eine Verschuldung in ECU sei generell sicherer als eine Verschuldung in nationalen ausländischen Währungen, bedarf der Überprüfung. Ganz allgemein kann man feststellen, daß man über die „Sicherheit“ bestimmter Vermögensgegenstände keine interpersonell vergleichbaren Aussagen treffen kann<sup>31</sup>. Ob also eine Verschuldung oder auch eine Geldvermögensanlage in ECU „sicherer“ ist als in irgendeiner anderen Währung, das kann nur jeweils anhand der individuellen Vermögenspositionen einzelner Entscheidungsträger beurteilt werden.

### Ein Beispiel

So ist beispielsweise für einen Franzosen, der Geldvermögen für seine Altersversorgung anspart, eine Anlage in Franc sicherer als eine Anlage in irgendeiner anderen Währung: Seine gesamte Vermögensposition bleibt damit stets unbeeinflusst von den unsicheren Wechselkursschwankungen des Franc gegenüber anderen Währungen. Eine Anlage in DM ist demgegenüber eine unsichere Alternative: Das Gesamtvermögen, über das der Franzose im Alter verfügen kann, hängt dabei entscheidend von der unsicheren Wechselkursentwicklung des Franc gegenüber der DM ab. Eine Geldvermögensanlage in ECU ist für diesen Entscheidungsträger somit

□ sicherer als die Geldanlage in DM, denn von dem angelegten Betrag sind 17 % (Korbgewicht des Franc) unabhängig von Schwankungen des DM/Franc-Kurses, und

□ unsicherer als die Geldanlage in Franc, denn vom angelegten Betrag sind immerhin 83 % wechselkursabhängig.

Die ECU-Anlage bringt für einen Anleger oder Kreditnehmer, der bisher keinerlei Fremdwährungsforderungen oder -kredite eingegangen ist, den Vorteil der Risiko-Diversifikation mit sich: Da der ECU-Währungskorb

<sup>27</sup> Vgl. Marcel Sarmet, a.a.O., S. 786.

<sup>28</sup> So z. B. Dominique Ram bure, a.a.O., S. 437.

<sup>29</sup> Siehe dazu die Berechnung von Jean-Pierre Ravisé, Patrick Lepetrey, a.a.O., S. 1110 und S. 1117.

<sup>30</sup> Dieser Ausdruck ist geprägt worden von M. E. Streit: Heterogene Erwartungen, Preisbildung und Informationseffizienz auf spekulativen Märkten, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 139. Jg. (1983), S. 67 - 79.

<sup>31</sup> Die theoretische Struktur dieses Problems kann hier nicht voll ausgebreitet werden. Ausführlicher siehe dazu Wolfgang Stützel: Die Relativität der Risikobeurteilung von Vermögensgegenständen, in: Herbert Hax (Hrsg.): Entscheidung bei unsicheren Erwartungen, Köln, Opladen 1970, S. 9 - 26; Peter Bofinger: Währungswettbewerb, noch unveröffentlichte Dissertation, Saarbrücken 1984, S. 72-76, S. 123-128, S. 144 f.

verschiedene Währungen enthält, deren Franc-Wechselkurs sich aufgrund unterschiedlicher (statistisch unabhängiger) Faktoren entwickelt, ist eine Anlage in ECU, die diesen Diversifizierungsvorteil aufweist, für den geschilderten französischen Entscheidungsträger sicherer als eine Anlage, die ausschließlich in einer nationalen Fremdwährung gehalten wird.

Schließlich ist die ECU-Anlage für einen Entscheidungsträger eine sicherere Anlage als eine Anlage in Währungen, die nicht in den Interventionsmechanismus des Europäischen Währungssystems einbezogen sind<sup>32</sup>. Durch die Interventionsverpflichtungen der am EWS-Interventionsmechanismus beteiligten Notenbanken ist auf kurze Sicht eine nahezu völlige Stabilität der Wechselkurse gesichert. Auf mittlere und längere Sicht ist gewährleistet, daß sich die Wechselkursänderungen in vergleichsweise geringem Rahmen halten. Allerdings spricht dieses Argument nicht nur für die ECU, sondern auch für alle anderen Währungen (DM, holländischer Gulden usw.), für die feste Interventionspunkte im EWS festgelegt worden sind.

Die drei genannten Argumente gelten im wesentlichen jedoch nur für Anleger oder Kreditnehmer, die über keinerlei positive oder negative Fremdwährungspositionen verfügen. Solche Anleger dürften nicht die Hauptinteressenten für ECU-Kredite oder ECU-Anlagen sein. Hierbei ist vielmehr an multinational operierende Unternehmen zu denken, die sowohl über Forderungen als auch über Verbindlichkeiten in den unterschiedlichsten Währungen verfügen. Für solche Entscheidungsträger läßt sich keinerlei generelle Aussage treffen, ob die ECU eine sicherere Währung ist als andere Währungen. So ist beispielsweise für Unternehmen, die überwiegend in Dollar fakturierte Erzeugnisse exportieren, eine Verschuldung in Dollar sicherer als eine Verschuldung in ECU.

### Chancen der ECU in der Bundesrepublik

Insgesamt läßt sich feststellen, daß die bisherigen Erfolge der ECU im benachbarten Ausland auf drei unterschiedlichen Ursachen beruhen:

□ Im Vordergrund stehen die Kapitalverkehrsbeschränkungen vor allem in Italien und Frankreich. Durch die Verwendung der ECU wird eine teilweise Umgehung dieser Vorschriften ermöglicht.

<sup>32</sup> Das Pfund Sterling ist zwar im ECU-Währungskorb enthalten. Es bestehen jedoch keine bilateralen Interventionspunkte des Pfunds gegenüber den übrigen EWS-Währungen. Das Pfund kann gegenüber diesen völlig frei floaten.

<sup>33</sup> Siehe dazu ausführlich S. Shavell: Sharing Risk of Deferred Payment, in: Journal of Political Economy, Vol. 84, S. 161-168. Ebenso Peter Bofinger: Währungswettbewerb, a.a.O., S. 132-147.

□ Für kleinere und mittlere Unternehmen sowie für Unternehmen, die sich nur selten in ausländischer Währung verschulden, bietet sich eine Kreditaufnahme in ECU statt jeweils in den nationalen Währungen als ein Weg zur Einsparung von Transaktions- und Verwaltungskosten an.

□ Generell läßt sich zwar nicht erkennen, daß die ECU eine für Kreditnehmer kostengünstigere und/oder sicherere Währung darstellt. Gleichwohl kann es für einzelne Vertragspartner von individuellen Geldschuldverhältnissen vorteilhafter (im Sinne des Pareto-Kriteriums)<sup>33</sup> sein, die ECU anstelle anderer Währungen zu verwenden.

Deutsche Unternehmen, private Anleger und Banken dürften dagegen nur ein sehr viel geringeres Interesse an der ECU haben als vergleichbare Ausländer:

□ Es besteht keinerlei Notwendigkeit, heimischen Kapitalverkehrsbeschränkungen auszuweichen.

□ Wegen der Ergiebigkeit des deutschen Kapitalmarktes sind eine Auslandsverschuldung und eine Verschuldung in ausländischen Währungen nur in deutlich geringerem Maße erforderlich.

Für eine gewisse Attraktivität der ECU könnten folgende Argumente sprechen:

□ Eine ECU-Kreditaufnahme ermöglicht eine indirekte Verschuldung in Währungen, die sonst für Ausländer nicht zugänglich sind.

□ Die Kreditaufnahme (oder Geldanlage) in ECU ist mit geringeren Transaktions- und Verwaltungskosten verbunden als eine Kreditaufnahme (oder Geldanlage) in unterschiedlichen nationalen Währungen.

□ Die ECU kann sich für Entscheidungsträger, die über keinerlei Auslandspositionen verfügen, als eine diversifizierte und damit auch vergleichsweise sichere Fremdwährungsanlage erweisen.

□ Die Fakturierung in ECU kann für deutsche Unternehmen, die im Außenhandel mit Franzosen und Italienern stehen, vorteilhafter sein als eine Fakturierung in nationaler Währung. Sollte sich die Außenhandels-Fakturierung in ECU allgemein verbreiten, dann würde dies infolge der Kurssicherungsbedürfnisse auch zu einer größeren ECU-Anlage oder ECU-Kreditaufnahme von deutschen Unternehmen führen.

Diese Gründe sprechen zwar nicht dafür, daß die ECU in der Bundesrepublik eine allzu große Verbreitung finden dürfte. Sie sprechen jedoch eindeutig dafür, sämtliche Restriktionen bei der ECU-Verwendung in der Bundesrepublik abzuschaffen.

Nun könnte die Deutsche Bundesbank dieser Argumentation entgegenhalten, daß es deutschen Unternehmen oder Anlegern schon beim geltenden Recht offensteht, sich gegenüber Gebietsfremden sowohl in ECU zu verschulden als auch von diesen auf ECU lautende Forderungen zu erwerben<sup>34</sup>. Insoweit könnten die hier aufgeführten Vorteile einer privaten ECU-Verwendung für Gebietsansässige schon heute wahrgenommen werden, wenn sie Geldschuldvverträge mit Gebietsfremden abschließen. Eine solche Argumentation wäre zwar zutreffend, sie würde jedoch die damit einhergehenden strukturellen Effekte übersehen: Für Unternehmen oder private Anleger, deren Hausbank über eine Auslandstochter verfügt, dürfte diese Ausweichmöglichkeit nur sehr geringe Schwierigkeiten aufwerfen. Alle anderen Unternehmen und Anleger sind jedoch beim geltenden Recht gezwungen, für ECU-Anlagen oder ECU-Kredite anstelle ihrer Hausbank entweder auf eine inländische Bank überzugehen, die über eine Auslandstochter verfügt, oder aber auf eine ausländische Bank.

In der Bundesrepublik sind davon vor allem die Kunden von Sparkassen und Kreditgenossenschaften betroffen. Da sich darunter überwiegend kleinere und mittlere Unternehmen befinden, hat das ECU-Verbot nicht zuletzt mittelstandspolitisch unerwünschte Effekte. Wenn diese Effekte dadurch gemildert werden, daß viele der betroffenen Unternehmen auf Banken mit Auslandstöchtern oder auf ausländische Banken ausweichen, dann führt das ECU-Verbot zu Struktureffekten auf das deutsche Bankensystem, die sich ebenfalls nicht rechtfertigen lassen. Hierauf haben Vertreter der Sparkassen zu Recht hingewiesen<sup>35</sup>.

Des weiteren ist zu bedenken, daß durch das ECU-Verbot Tendenzen zur Verlagerung des Bankengeschäfts ins Ausland ausgelöst werden. Dies erscheint unter dem Aspekt der Bankenaufsicht als wenig vorteilhaft.

### Geringe Risiken

Nachdem bisher die Vorteile aufgezählt worden sind, die mit einer Liberalisierung der ECU-Verwendung verbunden sein dürften, gilt es nun auch nach den Risiken eines solchen Schritts des Gesetzgebers zu fragen.

Auf kürzere Sicht lassen sich nur schwer gesamtwirtschaftliche Nachteile erkennen, die aus einer freizügigen ECU-Verwendung resultieren könnten. Diese Mei-

<sup>34</sup> § 3 Währungsgesetz, auf den sich die Bundesbank bei ihrer restriktiven Haltung beruft, gilt nur für Geldschulden, die in fremder Währung eingegangen werden. Insoweit ist das Eingehen von Forderungen durch Inländer gegenüber Ausländern genehmigungsfrei. Durch § 49 Absatz 1 Außenwirtschaftsgesetz ist der Geltungsbereich von § 3 Währungsgesetz dann auf Geldschuldvverhältnisse zwischen Gebietsansässigen eingeschränkt worden. Insoweit können Inländer sich auch in ECU gegenüber Ausländern verschulden.

nung wird auch von Mitarbeitern der Deutschen Bundesbank geteilt: Peter W. Schlüter stellt beispielsweise fest: „ Die unmittelbaren Wirkungen einer Zulassung von ECU-Konten und ECU-Transaktionen in der Bundesrepublik Deutschland können im ganzen gering eingeschätzt werden. ( . . . ) Solange die DM als solide eingeschätzt wird, brauchte sie die Konkurrenz der ECU ebensowenig zu fürchten wie sie bisher die Konkurrenz anderer Währungen fürchten mußte. Die Erfahrung hat gezeigt, daß das heimische Interesse an Konten in Fremdwährungen gering geblieben und die Geldpolitik dadurch nicht gefährdet worden ist, da die geldpolitischen und bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften in gleicher Weise Anwendung auf D-Mark- wie auf Fremdwährungskonten von Gebietsansässigen finden.“<sup>36</sup>

Worin bestehen dann die „weitreichenden Konsequenzen“ (Schlüter), die sich auf längere Sicht aus der Weiterentwicklung der ECU ergeben könnten? Hier sind die Äußerungen von Schlüter ebensowenig konkret faßbar wie die anderer Persönlichkeiten der Deutschen Bundesbank<sup>37</sup>. Die starke Abneigung der Bundesbank gegenüber der ECU läßt sich eigentlich nur so verstehen, daß sie zwar in einer privaten ECU-Verwendung für sich genommen keine stabilitätspolitischen Risiken sieht. Sie scheint jedoch zu befürchten, daß – durch die „Hintertür“ einer allmählichen privaten ECU-Verbreitung – das von der EG-Kommission und wohl auch von Frankreich und Italien angestrebte Ziel einer eigenständigen EG-Zentralbank gefördert werden soll<sup>38</sup>. Diese Befürchtungen der Bundesbank erscheinen als nicht ganz unbegründet. Es ist immerhin erstaunlich, daß Länder wie Italien und Frankreich mit einer sehr strikten Devisenzwangswirtschaft der ECU den Status einer Devisen verliehen haben, um so ganz bewußt Ausnahmetatbestände zu schaffen, durch die die Attraktivität der ECU wesentlich gefördert worden ist.

Allerdings erforderte die Schaffung einer europäischen Zentralbank nach Artikel 236 EWG-Vertrag eine Zustimmung durch den deutschen Gesetzgeber. Es ist derzeit nicht zu erkennen, daß sich dieser bei einer für die Wirtschaftsordnung der Bundesrepublik so zentralen Frage allein davon leiten lassen könnte, daß die ECU von manchen Unternehmen, Banken oder Privatpersonen in der Bundesrepublik verwendet wird.

<sup>35</sup> So z. B. Diethard B. S i m m e r t : Der Markt soll entscheiden, in: Sparkasse 6/1984 (101. Jg.), S. 203.

<sup>36</sup> Peter W. S c h l ü t e r : Die ECU als Devisen, abgedruckt in: Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Presse- und Informationsbüro Bonn (Hrsg.): Berichte und Informationen Nr. 8 vom 22. Mai 1984, S. 7.

<sup>37</sup> Siehe dazu beispielsweise Leonhard G l e s k e , a.a.O., S. 11.

<sup>38</sup> So z. B. Edmont A l p h a n d é r y , André F o u r g a n s : L'écu: Stratégie pour une Europe en crise, in: Banque No. 438 (Avril 1984) S. 397 f.