

Bofinger, Peter

**Article — Digitized Version**

## Private ECU: Triade der Überzeichnung

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Bofinger, Peter (1986) : Private ECU: Triade der Überzeichnung, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 66, Iss. 7, pp. 345-352

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136177>

**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.*

# Private ECU: Triade der Überzeichnung

Peter Bofinger, Stuttgart

**Von einer steigenden Verwendung der Europäischen Währungseinheit (ECU) bei privaten Transaktionen werden oftmals entscheidende Impulse für die währungspolitische Integration in Europa erwartet. Andererseits warnen Kritiker vor den geldpolitischen Risiken einer verstärkten privaten ECU-Nutzung. Wie sind die mit der ECU verbundenen Chancen und Risiken zu bewerten? Wird die Bedeutung der ECU gegenwärtig überschätzt?**

---

Seit nunmehr zwei Jahren steht die Europäische Währungseinheit (ECU) im Rampenlicht eines öffentlichen Interesses, das weit über den engen Kreis der Währungstheoretiker und Währungspolitiker hinausgeht. Die kaum noch zu übersehende Flut an einschlägigen Publikationen bringt es mit sich, daß das Gewicht, das der ECU auf dem Papier beigemessen wird, mittlerweile kaum noch etwas mit der tatsächlichen ökonomischen Relevanz dieser Währungseinheit zu tun hat. Dies gilt schon für die sogenannte „offizielle ECU“, die in der EWS-Entschießung des Europäischen Rates (vom Dezember 1978) zum „zentralen Punkt des Europäischen Währungssystems“ ernannt wurde, obwohl schon damals offenkundig war, daß die für die Funktionsweise eines Festkurssystems zentralen Interventionspunkte nicht in der ECU, sondern in den nationalen Währungseinheiten ausgedrückt werden sollten. Die Tendenz zur Überzeichnung zeigt sich jedoch vor allem bei der Diskussion über die private ECU, insbesondere in den folgenden drei Bereichen:

- Die derzeitige Bedeutung der ECU-Verwendung bei den privaten Marktteilnehmern wird in den meisten Publikationen bei weitem überschätzt.
- Die Entwicklungschancen der ECU als eine europäische Parallelwährung und damit als ein möglicherweise zentrales Instrument der währungspolitischen Integration in Europa werden – nicht zuletzt aufgrund einer zu oberflächlichen Diagnose ihrer bisherigen Marktentwicklung – übertrieben optimistisch beurteilt.
- Die geldpolitischen Risiken einer uneingeschränkten

privaten ECU-Verwendung werden vor diesem Hintergrund nicht selten pessimistisch dargestellt.

Im folgenden wird der Gesamtkomplex „private ECU“ unter diesen drei Gesichtspunkten einer rein ökonomischen Analyse unterzogen.

Würde man als gänzlich unbefangener Laie danach fragen, was es denn mit der ECU für eine besondere Bewandnis habe, dann würde man voraussichtlich auf die großen Erfolge der Europäischen Währungseinheit auf den privaten Märkten hingewiesen werden – wobei dann möglicherweise der Unterton mitschwingen könnte, daß das, was von den privaten Marktteilnehmern für gut befunden worden ist, auch für die Wirtschaftspolitik von Vorteil sein müßte. In der Tat ist die ECU mit einem Marktanteil von 5,2 % heute die dritt-wichtigste Anleihewährung auf dem Euro-Markt – nach dem US-Dollar und der D-Mark (vgl. Tabelle 1) – was besonders beachtlich ist, wenn man berücksichtigt, daß ECU-Anleihen erstmals im Jahr 1981 am Markt aufgekomen sind<sup>1</sup>.

Doch dieser objektiv zutreffende Befund gibt ein verzerrtes Bild der Verwendung dieser Währungseinheit bei privaten Anleiheemittenten. Dies liegt daran, daß die aggregierten Euro-Kapitalmarktstatistiken der OECD nicht erkennen lassen, von welchen konkreten Kreditnehmern in der Vergangenheit eine Verschuldung in ECU gewählt worden ist. Diese Informationen erhält man aus den sehr informativen Ausgaben des ECU-NEWSLETTER. Die Auflistung der einzelnen ECU-Anleiheemittenten führt zu einem recht überraschenden Ergebnis: Von den gesamten als „privat“ bezeichneten

---

*Dr. Peter Bofinger, 31, ist Mitarbeiter der volkswirtschaftlichen Abteilung der Landeszentralbank in Baden-Württemberg in Stuttgart.*

<sup>1</sup> Dabei sollte man jedoch nicht ganz vergessen, daß Korbwährungseinheiten (ERE, EURCO, SZR) in den Jahren von 1973 bis 1975 sogar einen Marktanteil von rund 6 % aufgewiesen haben; allerdings war das Volumen dieser Märkte damals noch vergleichsweise gering.

**Tabelle 1**  
**Marktanteile der ECU und anderer Währungen in %**

(Stand: 1985)

	Euro-Anleihen	Internationale Anleihen	Euro-Bankkredite (Dezember)	Internationale Bankkredite (Dezember)	Außenhandels-fakturierung in Drittwährungen	Außenhandels-fakturierung insgesamt
US-Dollar	71,2	60,8	67,6	63,3	67,4	*
D-Mark	7,0	6,7	13,2	11,8	2,3	*
Yen	4,8	7,8	4,1	6,3	-	*
Schweizer Franken	-	9,0	6,6	6,0	-	*
ECU	5,2	4,2	3,1	1,9	0,8	0,3
Pfund Sterling	4,3	4,0	1,9	3,1	-	*
Rest	7,5	7,5	3,5	7,5	29,5	*

Quelle n.: OECD: Financial Statistics Monthly; BIZ: Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte, Mai 1986; ECU-NEWSLETTER, No. 15, Januar 1986.

ECU-Anleiheemissionen des Jahres 1985 entfallen 14 % auf EG-Institutionen sowie andere europäische und internationale Institutionen; in der Zeit von 1981 bis 1985 lag dieser Anteil sogar bei 19 %. Die Republik Italien ist bei den ECU-Emissionen des Jahres 1985 mit etwa einem Viertel vertreten, und rund 15 % entfallen auf französische Kreditnehmer, die sich zum überwiegenden Teil aus verstaatlichten Großbanken zusammensetzen. Somit handelt es sich bei mindestens der Hälfte der als privat bezeichneten ECU-Anleiheemissionen des Jahres 1985 um Kreditnehmer, die sich bei der Entscheidung für die ECU als Schuldmaßstab nicht allein von den besonderen ökonomischen Vorteilen dieser Währungseinheit haben leiten lassen, sondern sicherlich auch von ihrem deutlich bekundeten politischen Willen, die Rolle der ECU, wo immer es geht, zu fördern.

Man kann nur darüber spekulieren, wie hoch der Marktanteil der ECU ausgefallen wäre, wenn sie vor allem in ihrer Startphase ohne solche Hilfestellungen hätte auskommen müssen (zu denen auch eine gewisse Privilegierung im Rahmen der nationalen Kapitalverkehrskontrollen zählte). Allerdings muß man auch einräumen, daß die ECU-Anleihen wohl zum größten Teil von privaten Anlegern erworben worden sind. Gleichwohl relativiert dieser Befund die Berichte über die außerordentliche dynamische Entwicklung der sogenannten privaten ECU.

### Die Rolle der ECU

Eine weitere Überzeichnung der quantitativen Bedeutung der ECU auf den privaten Märkten ergibt sich daraus, daß als Beleg für ihre gefestigte Position meist Statistiken gewählt werden, die sich lediglich auf die internationalen Segmente der Geld- und Kapitalmärkte beziehen, was dann zu einem falschen Gesamteindruck führt, wenn diese Teilmärkte einen integrierten Bestandteil eines umfassenderen Marktes bilden. So empfiehlt

es sich zumindest, den Markt der Euro-Anleihen, also jener Anleihen, die von einem internationalen Bankenconsortium in einem Land in Fremdwährung plziert werden, im Zusammenhang zu sehen mit dem Markt der „traditionellen Auslandsanleihen“, also jener Anleihen, die von einem nationalen Bankenconsortium in der Landeswährung des Plazierungslandes auf den Markt gebracht werden. Beide Marktsegmente werden in der Statistik zum Aggregat der internationalen Anleihen zusammengefaßt. Hier beläuft sich der Anteil der ECU auf nur noch 4,2 %, womit die ECU nach dem Dollar, dem Schweizer Franken, dem Yen und der D-Mark auf dem fünften Rangplatz steht. Und für die Länder mit offenen Finanzmärkten muß man zudem davon ausgehen, daß ein Kreditnehmer

bei der Entscheidung für eine Anleihewährung nicht nur Fremdwährungen und die ECU, sondern auch seine heimische Währung, und

bei der Entscheidung über den Emissionsmarkt nicht nur den Euromarkt und den Markt für Auslandsanleihen, sondern auch den heimischen Kapitalmarkt als relevante Optionen ansieht. Insoweit ließe sich der „wirkliche“ Marktanteil der ECU nur in der Weise ermitteln, daß man dabei sämtliche nationalen Anleihemärkte mitberücksichtigt. In Anbetracht des hohen Volumens dieser Märkte wäre dieser verschwindend gering.

Zu einer Überschätzung der ECU verleitet auch das eindrucksvolle Wachstum der auf ECU lautenden Bankforderungen und Verbindlichkeiten, das sich im Jahr 1985 auf 56 % belief (Forderungen) und damit nur wenig hinter dem noch dynamischeren Anstieg der Euro-Yen-Forderungen (71 %) zurückblieb<sup>2</sup>. Überproportionale Wachstumsraten sind jedoch für einen „newcomer“ in den ersten Jahren nichts Ungewöhnliches. Ende 1985 betrug der Anteil der ECU an den auf Fremd-

<sup>2</sup> Ausführlicher: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 56. Jahresbericht (1985/86), S. 111.

währungen lautenden Bankforderungen lediglich 3,1 %. Ergänzt man diesen Teilbereich des internationalen Bankgeschäfts um Auslandsforderungen, die auf die Landeswährung der berichtenden Banken lauten, dann vermindert sich der Marktanteil der ECU auf 1,9 %; damit steht die ECU noch hinter dem Pfund Sterling auf dem sechsten Platz. Für die Beurteilung der Entwicklungschancen der ECU als Zahlungsmittel und als Anlagengewährung für Nichtbanken sind die auf ECU lautenden Bankforderungen und -verbindlichkeiten jedoch ohnehin nur bedingt geeignet, da diese zu einem erheblichen Teil auf Interbankbeziehungen basieren. Die ECU-Einlagen von Nichtbanken aus EG-Ländern beliefen sich Ende 1985 auf lediglich 5 Mrd. Dollar, ein Betrag, der im Vergleich zum Geldvolumen der EG-Länder in Höhe von rund 1200 Mrd. Dollar kaum ins Gewicht fällt.

### ECU-Außenhandelsfakturierung

Weit überschätzt wurde bisher auch die Verwendung der ECU als Fakturierungswährung im Außenhandel. Da hierüber bis vor kurzem keinerlei statistische Daten erhoben wurden, waren der Spekulation keine Grenzen gesetzt. Mittlerweile liegen erste Anhaltspunkte über die quantitative Bedeutung der ECU in diesem Bereich vor. Das ist das Verdienst des „Groupement pour la Coopération Monétaire Européenne“, einer Gruppe von Banken, die sich die Förderung der europäischen Integration und der ECU zum Ziel gesetzt hat<sup>3</sup>. Die Gruppe befragte im Jahr 1985 zahlreiche europäische Unternehmen nach ihren Währungspräferenzen bei der Fakturierung und Finanzierung von Außenhandelsgeschäften. Die Antworten von insgesamt 204 Unternehmen stammten überwiegend aus Frankreich und Italien. Da diese beiden Länder durch ihre Kapitalverkehrsbeschränkungen direkt oder indirekt die ECU-Fakturierung fördern<sup>4</sup>, dürfte das Umfrageergebnis somit einen gewissen „bias“ zugunsten der ECU aufweisen. Gleichwohl ergab die Befragung einen Anteil der ECU-Fakturierung von nur 0,3 % der gesamten Außenhandels-transaktionen der antwortenden Unternehmen. Bezogen auf die in Fremdwährung fakturierten Außenhandels-geschäfte liegt der Marktanteil der ECU mit 0,8 % zwar etwas höher, dies ändert jedoch nichts daran, daß die ECU-Fakturierung bisher kaum mehr als eine „quantité négligeable“ darstellt. Dabei muß man noch berücksichtigen, daß die ECU auch auf diesem Felde politische Schützenhilfe durch die EG erhielt und erhält, da beispielsweise bei allen Großprojekten der Europäischen Gemeinschaft auf eine Fakturierung in ECU gedrängt wird.

Bei einer genaueren Betrachtung der Statistik und bei einer integrierten Sichtweise der Geld- und Kapitalmärkte verlieren die für einzelne Teilmärkte abgeleiteten Marktanteile und Rangplätze der ECU somit einiges von ihrem Glanz. Es ist zwar unbestreitbar, daß sich diese Währungseinheit als eine wichtige Bereicherung des Anlagespektrums, insbesondere international agierender Banken und Unternehmen, erwiesen hat, wobei die spezifischen ökonomischen Vorteile der ECU eine Rolle gespielt haben – insbesondere die dadurch geschaffene Möglichkeit, eine diversifizierte Fremdwährungsposition mit vergleichsweise geringen Transaktionskosten aufbauen zu können. Auf der anderen Seite kann man aber nicht übersehen, daß die ECU ohne die massive Unterstützung durch die EG-Kommission und die Länder Frankreich und Italien keinesfalls die Entwicklung genommen hätte, die heute allgemein als ein besonderer Erfolg dieser Währungseinheit gilt. Berücksichtigt man all dies bei der Diagnose der bisherigen privaten ECU-Verwendung, dann erweisen sich die hinter dieser Fassade stehenden tatsächlichen Marktprozesse durchaus nicht als so beeindruckend, daß man allein daraus schon den Schluß ziehen könnte, die ECU sei ganz zwangsläufig der Eck- und Endpunkt einer jeden weiteren monetären Integration in Europa.

### Die ECU als „vehicle currency“?

Die Entwicklungschancen der ECU als europäische Parallelwährung und damit als ein zentrales Instrument der Währungsintegration zeigen sich bei der hier vorgenommenen Diagnose ganz von selbst in einem etwas nüchterneren Bild, als dies in den meisten Publikationen üblich ist<sup>5</sup>. Die Durchsetzungschancen der ECU in einem europäischen Währungswettbewerb können also nicht durch den bloßen Verweis auf ihre bisherigen „Erfolge“ als gesichert gelten. Es bedarf dazu vielmehr einer Analyse der mikroökonomischen Prozesse des Wettbewerbs zwischen der ECU und den nationalen Währungen, wobei unterstellt werden sollte, daß alle Beschränkungen der privaten ECU-Verwendung, aber auch des privaten Geld- und Kapitalverkehrs in Europa außer Kraft gesetzt sind.

Es ist – unter Zugrundelegung dieser Annahmen – bereits ausführlich dargelegt worden, daß es der ECU als Zahlungsmittel für binnenwirtschaftliche Transaktionen

<sup>3</sup> Siehe dazu Peter B o f f i n g e r: Verstärkte private Verwendung der ECU: Hindernisse, Chancen, Risiken, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 64. Jg. (1984), H. 9, S. 448-454.

<sup>5</sup> Siehe beispielsweise Heinrich M a t t h e s: Das Europäische Währungssystem und die ECU, in: Wird die ECU die Europäische Währung der Zukunft? Schriftenreihe der Schweizerischen Vereinigung für Währungsfragen Nr. 3, Mai 1986: „Die Korb-ECU hat ein Potential, das weit über ihre bloße Rolle als ‚financial innovation‘ hinausweist“ (S. 15), und: „Die Bedeutung der Korb-ECU beruht hauptsächlich darauf, daß sie den finanziellen Integrationsprozeß vorantreibt“ (S. 21).

<sup>3</sup> Abgedruckt in ECU-NEWSLETTER, No. 15, Januar 1986, hrsg. vom Instituto Bancario San Paolo di Torino.

**Tabelle 2**  
**Währungsanteile bei der Fakturierung im Außenhandel in %**  
 (Stand: 1979)

	Exporte				Importe		
	Währung des Exporteurs	US-Dollar insgesamt	nachrichtlich US-Dollar bei Exporten außerhalb der USA (1976)	übrige Währungen	Währung des Importeurs	US-Dollar	übrige Währungen
Belgien	44,2	12,5	10,3	43,3	28,4	23,4	48,2
Dänemark	51,0	16,0	-	33,0	27,0	27,0	46,0
Frankreich	62,4	11,6	7,6	26,0	35,8	28,7	35,5
BR Deutschland	82,6	7,2	3,3	10,2	43,7	30,5	25,8
Italien (1976)	39,1	27,9	26,6	33,0	16,0	42,5	41,5
Niederlande	42,9	19,0	11,3	38,1	29,1	31,5	39,4
Japan (1976)	-	78,5	75,3	-	-	-	-

Quelle: Peter B. Kenen: The Role of the Dollar as an International Currency, Group of Thirty, Occasional Papers 13, New York 1983.

weder in den Hartwährungs- noch in den Weichwährungsländern Europas gelingen wird, die nationalen Währungen aus dem Markt zu verdrängen<sup>6</sup>.

Als Wertspeicher weist die ECU als ein Korb aus gegenseitig fixierten Währungen (Ausnahme Pfund und Drachme) gegenüber anderen Fremdwährungen zwar gewisse Vorteile in bezug auf die Sicherheit der zukünftigen Zahlungsströme auf. Gegenüber den jeweiligen Landeswährungen ist die ECU jedoch eine weniger sichere Anlagewährung, so daß risikoscheue Anleger auch dann die Landeswährung als Anlagewährung bevorzugen werden, wenn der Zinsvorsprung der ECU gegenüber der Landeswährung höher ist als die erwartete durchschnittliche Abwertung der ECU. Wenn die ECU also in Zukunft noch wesentlich an Boden gewinnen sollte, dann müssen die Impulse dazu vor allem aus einer wachsenden ECU-Verwendung für grenzüberschreitende Transaktionen kommen.

So wäre es beispielsweise denkbar, daß die ECU in Zukunft vermehrt im europäischen Außenhandel als Fakturierungs- und Zahlungswährung Verwendung finden könnte. Die theoretische Grundlage für einen solchen Prozeß findet man in der Literatur über die Theorie einer „vehicle currency“. Diese geht vor allem auf eine Studie von Swoboda aus dem Jahr 1968 zurück<sup>7</sup>. Dort wird auf der Basis des traditionellen Baumol/Tobin-Mo-

dells der Geldnachfrage nachgewiesen, daß es für Außenhandelsunternehmen unter dem Aspekt der Einsparung von Transaktionskosten optimal sei, die Transaktionskasse nicht in mehreren, sondern nur in einer einzigen Fremdwährung zu halten. Die daraus resultierenden Vorteile seien ein Anreiz, die Außenhandelstransaktionen überwiegend in der „vehicle currency“ zu fakturieren.

Diese zunächst sehr einleuchtende Theorie hat sich jedoch empirisch nicht belegen lassen. Es hat sich gezeigt, daß es den Exporteuren meistens gelingt, ihre Landeswährung bei der Fakturierung durchzusetzen – auch wenn diese Währung im übrigen international keine wesentliche Rolle spielt – und daß der US-Dollar, der am ehesten die Rolle der „vehicle currency“ hätte wahrnehmen können, bei der Außenhandelsfakturierung der meisten Länder einen Anteil von unter 20 % aufweist<sup>8</sup> (vgl. Tabelle 2); eine größere Bedeutung scheint die Dollar-Fakturierung lediglich bei den Exporten Japans und der Entwicklungsländer zu spielen.

Von McKinnon wird diese Dominanz der heimischen Währung im Außenhandel von Industrieländern damit erklärt, daß der Produzent eines heterogenen Industrieprodukts gewisse Preissetzungsspielräume habe, die es ihm auch erlaubten, seine Landeswährung bei der Fakturierung durchzusetzen<sup>9</sup>. Da die Fakturierung in der Landeswährung für die Unternehmensplanung von Vorteil sei, komme es so zu den vergleichsweise hohen Anteilen der Landeswährung an der Exportfakturierung von Industrieländern. Die Entwicklungsländer, in deren Exportsortiment (homogene) Rohstoffe eine große Rolle spielten, seien demgegenüber als reine Mengenanpasser anzusehen, denen ohnehin nichts anderes übrig bliebe, als sich an die täglichen oder wöchentlichen Schwankungen der in Dollar ausgedrückten Rohstoffpreise anzupassen. Eine Fakturierung in Landes-

<sup>6</sup> Ausführlich Peter Bofinger: Europäische Währungsintegration durch eine ECU-Parallelwährung?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 65. Jg. (1985), H. 8, S. 420-425. Ebenso Peter Bofinger: Währungswettbewerb, Köln 1985, S. 117 ff.

<sup>7</sup> Alexander K. Swoboda: The Euro-Dollar Market: An Interpretation, Essays in International Finance No. 64, Princeton 1968.

<sup>8</sup> Dies wurde erstmals von Sven Grassman für den schwedischen Außenhandel ermittelt. Vgl. S. Grassman: A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns, in: Journal of International Economics, Mai 1973, S. 105 f.

<sup>9</sup> Siehe dazu Ronald McKinnon: Money in International Exchange, New York, Oxford 1979, S. 72 f.

währung, selbst wenn sie möglich wäre, würde daran kaum etwas ändern. Schwer zu erklären ist lediglich die große Bedeutung der Dollar-Fakturierung im japanischen Außenhandel, die möglicherweise auf den früheren Entwicklungsland-Status dieses Landes zurückzuführen ist; allerdings muß man bei den hier dargestellten Statistiken berücksichtigen, daß Zahlenangaben sämtlich aus den Jahren 1976 und 1979 stammen, so daß sich gerade im Fall Japans in der Zwischenzeit manches geändert haben mag.

### Geringe empirische Relevanz

In der Literatur besteht heute kaum Dissens, daß das Konzept der „vehicle currency“ zur Erklärung der Struktur der Außenhandelsfakturierung und der Kassenhaltung von Außenhandelsunternehmen nur wenig geeignet sei<sup>10</sup>. Die zentrale Kritik an Swobodas Ansatz lautet, daß er in seinem Modell die Rolle der Banken im internationalen Zahlungsverkehr nicht hinreichend berücksichtigt habe. Insoweit sei es für die Unternehmen überhaupt nicht erforderlich, eigene Zahlungsmittelbestände in verschiedenen oder auch nur einer Fremdwährung zu halten. Überträgt man diese Argumentation auf die zukünftige Entwicklung der ECU als einer Währung für europäische (oder auch internationale) Außenhandelstransaktionen, dann spricht vieles dafür, ihre Marktchancen in diesem Bereich nicht allzu optimistisch einzuschätzen, zumal sie sich hier gegen die D-Mark und den US-Dollar zu behaupten hätte. Mit der geringen empirischen Relevanz des Konzepts der „vehicle currency“ im Außenhandel erklärt sich so möglicherweise auch der im Vergleich zur ECU-Anleihedenomination bisher verschwindend geringe Anteil der ECU an der Außenhandelsfakturierung.

Es bliebe jedoch noch die Möglichkeit, daß es der ECU gelingen könnte, die Rolle einer „vehicle currency“ auf den Devisenmärkten zu erlangen. Für diesen Bereich sieht die neuere Literatur durchaus die Möglichkeit, daß es zur Vorherrschaft einer internationalen Währung kommen kann. So wurde von Chrystal nachgewiesen, daß es im Devisenhandel zur Einsparung von Transaktionskosten führt, wenn anstelle eines direkten Tauschs von beispielsweise D-Mark in Yen ein indirekter

Tausch vorgenommen wird – von D-Mark in US-Dollar und dann von US-Dollar in Yen<sup>11</sup>. Es läßt sich zeigen, daß mit der zunehmenden Verwendung der indirekten Tauschkette die Transaktionskosten des Umtausches der einzelnen Währung in den Tauschintermediär sinken, wodurch diese Tauschkette wiederum vermehrt genutzt wird usw. Am Ende des Prozesses bleibt eine Währung als „vehicle currency“ übrig. In der Tat werden heute die Devisentransaktionen in den „money centers“ (New York, London, Frankfurt) nahezu ausschließlich in der Form indirekter Tauschketten über die „vehicle currency“ US-Dollar abgewickelt<sup>12</sup>.

Wenn sich das Theorem der „vehicle currency“ im Bereich des Devisenhandels bewahrheitet, so heißt das jedoch nicht, daß es auch der ECU möglich sein müßte, in absehbarer Zeit einen solchen Status zu erlangen. Im Gegenteil: Die aufgrund der hohen „economies of scale“ am Markt bestehende Monopolisierungstendenz läßt es ziemlich unwahrscheinlich erscheinen, daß es einer noch recht jungen Währungseinheit gelingen könnte, den „natürlichen“ Monopolisten in seiner Rolle zu beeinträchtigen. Insgesamt läßt sich also weder bei den binnenwirtschaftlichen noch bei den internationalen Leistungs- und Finanztransaktionen erkennen, wie die Europäische Währungseinheit aus eigener Kraft noch wesentlich an Bedeutung gewinnen könnte. Die Möglichkeiten der ECU, von sich aus die währungspolitische Integration in Europa voranzutreiben, erscheinen somit als recht gering, was allerdings nicht ausschließt, daß ihr bei fortgesetzter politischer Protektion ein weiteres Vordringen möglich sein wird.

### Geldpolitische Risiken

Aus der hier vorgenommenen Diagnose der bisherigen quantitativen Bedeutung der ECU und der Prognose ihres zukünftigen Entwicklungspotentials ergibt sich ein im ganzen wenig beunruhigender Befund für die nationalen Geldpolitiken: Auch bei Abschaffung aller rechtlichen Hindernisse für eine uneingeschränkte Verwendung der ECU in der Bundesrepublik und einer Beseitigung aller bestehenden Kapitalverkehrskontrollen in den EG-Ländern, die es den Gebietsansässigen vielfach noch verwehren, überhaupt ECU-Guthaben und -Anleihen zu erwerben, ist nicht zu erkennen, daß die nationale ECU-Nachfrage eine solche Quantität annehmen könnte, daß daraus ein qualitativer Sprung für die geldpolitische Konzeption eines EG-Landes resultieren würde. Für die Bundesrepublik wäre nach einer ECU-Liberalisierung davon auszugehen, daß ECU-Konten ähnlich zu bewerten sind wie die bisher schon zulässigen Fremdwährungskonten. Diese Konten unterliegen uneingeschränkt der Mindestreserve und haben sich

<sup>10</sup> Eine gute Übersicht gibt Henry Schäfer: Begründungen einer internationalen Währung aus der Sicht der Geldtheorie, in: Geld und Währung, 2. Jg. (1986), S. 24-35. Ebenso Stanley W. Black: International Money and International Monetary Arrangements, in: R. W. Jones, Peter B. Kenen (Hrsg.): Handbook of International Economics, Vol. II, Amsterdam, New York, Oxford 1985, S. 1153-1193.

<sup>11</sup> Alec K. Chrystal: On the Theory of International Money, in: J. Black, G. S. Dorrance (Hrsg.): Problems of International Finance, London-Basingstoke 1983, S. 77-92.

<sup>12</sup> So auch Peter B. Kenen: The Role of the Dollar as an International Currency, Group of Thirty, Occasional Papers No. 13, New York 1983, S. 4.

bisher als völlig unproblematisch für die deutsche Geldpolitik erwiesen<sup>13</sup>.

Es ist gleichwohl nicht nur von theoretischem Interesse, einmal danach zu fragen, mit welchen Risiken für die nationale Geldpolitik man zu rechnen hätte, wenn es wider Erwarten doch zu einer kräftigen Zunahme der nationalen ECU-Konten kommen würde. Eine solche sehr systematische Analyse wurde vor kurzem von Helmut W. Mayer, einem Direktor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, erstellt<sup>14</sup>. Mayer, der seine Studie selbst als sehr hypothetisch bezeichnet, geht davon aus, daß der Anteil auf ECU lautender Kredite und Einlagen an den Aktiva und Passiva der Geschäftsbanken in den EG-Ländern bereits 20 % betrage. Zu den Annahmen gehört außerdem die Abwesenheit jeglicher Beschränkungen der privaten ECU-Verwendung im nationalen wie im internationalen Bereich. Im folgenden sollen die wichtigsten Ergebnisse dieser Analyse auf die Bundesrepublik übertragen und kritisch überprüft werden.

### Wirkungen einer Umschichtung

Im ersten Teil seiner Studie untersucht Mayer die geldpolitischen Auswirkungen einer Umschichtung von Bankeinlagen und -krediten, die auf die nationale Währung lauten, in ECU-Einlagen und -Bankkredite – also einen Umbuchungsvorgang ohne Einfluß auf die internationalen Kapitalverkehrsströme. Ein solcher Vorgang könnte dann zu Problemen für die Geldpolitik führen, wenn die Mindestreservesätze für ECU-Guthaben niedriger sind als die Mindestreservesätze für Einlagen in internationaler Währung. In diesem Fall würde durch die Umschichtung zu ECU-Einlagen ein expansiver Liquiditätsimpuls ausgelöst mit unerwünschten Folgewirkungen auf die makroökonomischen Größen. Auch wenn es der Zentralbank gelingen sollte, solche Effekte zu kompensieren – möglicherweise dadurch, daß ein Geldmengenziel gewählt wird, in dem die ECU-Guthaben eingeschlossen sind –, bleibt jedoch ein Problem, daß es bei einer instabilen freiwilligen Reservehaltung der Banken für ECU-Einlagen<sup>15</sup> zu größeren Schwankungen im Verhältnis des Basisgeldes zum Geldvolumen kommen kann. Diese in sich stringente Argumentation hat allerdings für die Bundesrepublik wenig Relevanz, da dort bisher für Fremdwährungspositionen dieselben Reservesätze wie für DM-Positionen angewendet worden sind, so daß man bei einer ECU-Liberalisierung davon ausgehen kann, daß für ECU-Einlagen keine davon abweichenden Reservesätze eingeführt werden. Insoweit wären Verschiebungen in der Währungspräferenz deutscher Einleger zugunsten der ECU geldpolitisch völlig unproblematisch.

Dies wäre anders, wenn die Inländer bei einem Übergang zu ECU-Konten diese nicht bei einer mindestreserverpflichtigen inländischen Bank hielten, sondern bei einer Bank in einem Land ohne Mindestreserve-Vorschriften (Luxemburg, Großbritannien)<sup>16</sup>. Die Verwendung solcher ECU-Konten für binnenwirtschaftliche Transaktionen wäre unzweifelhaft ein Störfaktor für die Geldpolitik der Bundesbank, da dadurch der Zusammenhang zwischen der inländischen Geldmenge und der Entwicklung des Produktionspotentials gelockert würde. Zur Vermeidung solcher Ausweichprozesse sieht Mayer nur die Möglichkeit, in allen Ländern einen einheitlichen Reservesatz auf ECU-Konten einzuführen, was jedoch schon im europäischen und erst recht im internationalen Bereich als kaum durchsetzbar erscheint.

Ist damit aber der Beweis erbracht, daß es durch die ECU zu einer erheblichen Beeinträchtigung der nationalen Geldpolitik kommen kann? Hier bleibt meines Erachtens die Analyse von Mayer zu sehr an der Oberfläche haften. Die skizzierten Risiken dieses Verlagerungsprozesses liegen primär nicht darin begründet, daß die betreffenden Bestände in ECU denominated sind. Sie sind vielmehr allein darauf zurückzuführen, daß – unabhängig von der Währung einer Einlage – eine Abwanderung von einem nationalen Markt auf den Euromarkt stattgefunden hat. Zusätzliche Risiken durch die ECU-Denomination könnten nur damit begründet werden, daß solche Abwanderungsprozesse bei ECU-Konten mit geringeren Transaktionskosten verbunden wären als beispielsweise bei DM-Konten, wo es den Privaten schon heute offensteht, ihre DM-Einlagen nicht in der Bundesrepublik, sondern in Luxemburg zu halten. Wenn die Transaktionskosten eines solchen Ausweichprozesses auf den Euro-DM-Markt derzeit offensichtlich so hoch sind, daß der weitaus größte Teil der DM-Einlagen im Inland verbleibt, dann erscheint es nicht ohne weiteres plausibel, daß sich dies bei ECU-Einlagen grundsätzlich anders verhalten sollte.

### Zins und Geldmenge

Eine weitere Beeinträchtigung der Geldpolitik wird von Mayer, aber auch von Kloten<sup>17</sup> darin gesehen, daß

<sup>13</sup> Ebenso Peter-W. Schlüter: Die ECU als Devisen, in: EG-Kommission, Berichte und Informationen, Nr. 8, 22. Mai 1984, S. 7.

<sup>14</sup> Helmut W. Mayer: Private ECUs, Potential Macro-Economic Policy Dimensions, BIS Economic Papers No. 16 (April 1986). Siehe dazu auch Norbert Kloten: Die ECU: Perspektiven monetärer Integration in Europa, in: Europa-Archiv, 40. Jahr (1985), S. 451-466, insbesondere S. 457 ff.

<sup>15</sup> Der Reservesatz für ECU-Einlagen muß dann entweder gleich Null sein oder niedriger liegen als die von Banken freiwillig angestrebte Reservequote.

<sup>16</sup> Helmut W. Mayer, a.a.O., S. 7.

<sup>17</sup> Helmut W. Mayer, a.a.O., S. 9; Norbert Kloten, a.a.O., S. 457.

die Geldpolitik eines Landes – bei einem maßgeblichen Anteil von ECU-Krediten und -Einlagen – zur Erzielung eines restriktiven Impulses gezwungen sei, die Zinsen für ihre heimische Währung stärker zu erhöhen, als dies sonst erforderlich gewesen wäre. Dieser Zusammenhang läßt sich wie folgt darstellen:

$$(1) \quad i = (1-\alpha) i_{DM} + \alpha \cdot i_{ECU}$$

Der Inlandszins ( $i$ ) ergibt sich vereinfacht als gewogenes arithmetisches Mittel aus dem DM-Zins ( $i_{DM}$ ) und dem ECU-Zins ( $i_{ECU}$ ), wobei diese mit dem Anteil der DM ( $1-\alpha$ ) bzw. der ECU ( $\alpha$ ) an den gesamten inländischen Einlagen gewichtet werden.

$$(2) \quad i_{ECU} = \beta \cdot i_{DM} + (1-\beta) i_R$$

Der ECU-Zins setzt sich wiederum zusammen aus dem DM-Zins und dem durchschnittlichen Zins der übrigen im ECU-Währungskorb enthaltenen Währungen ( $i_R$ ), wobei der DM-Zins mit dem Anteil der DM im ECU-Korb ( $\beta$ ) gewichtet wird. Daraus ergibt sich dann

$$(3) \quad i_{DM} = i \frac{1}{1-\alpha + \alpha\beta} - i_R \cdot \frac{(1-\beta)}{1-\alpha + \alpha\beta}$$

und

$$(4) \quad \frac{i_{DM}}{i} = \frac{1}{1-\alpha + \alpha\beta}$$

Setzt man die konkreten Werte für  $\alpha$  (bei Mayer = 0,2) und  $\beta$  (Anteil der DM im ECU-Währungskorb = 0,33) ein, dann ergibt sich ein Faktor von 1,15. Das heißt, bei einer Anhebung des inländischen Zinsniveaus von beispielsweise 5% auf 6% müßte die Bundesbank dann den DM-Zins von 5% auf 6,15% anheben. Bei dem hohen Gewicht der DM im ECU-Währungskorb wären also die zinspolitischen Implikationen selbst eines Anteils der ECU von 20% noch vergleichsweise gering. Aber auch in einem kleinen EG-Land wie beispielsweise Belgien mit einem Gewicht des belgischen Franc am ECU-Korb von etwa 9% liegt der Faktor mit 1,22 nicht allzu hoch. Ohnehin wäre bei einer wachsenden Bedeutung der ECU danach zu fragen, welchem der beiden Zinssätze (Inlandszins oder Zins für die inländische Währung) die größere makroökonomische Relevanz zukommt.

Bei größeren Paritätsänderungen im EWS stellt sich außerdem das Problem, daß dann die aus DM und ECU zusammengesetzte Geldmenge einen veränderten DM-Gegenwert erhält<sup>18</sup>. Geht man einmal von der bisher größten jahresdurchschnittlichen Wertveränderung der ECU gegenüber der DM aus, die sich 1982 auf

–5,5% belief, dann ergibt sich daraus jedoch nur eine sehr geringe Umbewertung der deutschen Zentralbankgeldmenge, da sich diese zur Hälfte aus Bargeld und zur Hälfte aus Mindestreserven zusammensetzt und nur die Mindestreservekomponente von der Paritätsänderung beeinflusst werden würde. Bei einem ECU-Anteil von 20% an den gesamten mindestreservepflichtigen Aktiva käme es rein rechnerisch zu einem Rückgang der Zentralbankgeldmenge um 0,55%, was in Anbetracht der Bandbreite des Zielkorridors keine allzu großen Schwierigkeiten mit sich bringen würde. Wenn die Banken für die ECU-Einlagen DM-Reserven halten müssen, resultierte aus einer Aufwertung der DM außerdem eine gewisse Liquiditätsfreisetzung. Diese könnte jedoch im Rahmen der geldpolitischen Feinsteuerung jederzeit kompensiert werden.

Im ganzen erscheinen die von Mayer abgeleiteten geldpolitischen Risiken einer reinen Umschichtung von DM-Konten und -Krediten auf ECU-Konten und -Kredite für sich genommen als kein allzu großes Problem für die Geldpolitik zumindest in der Bundesrepublik Deutschland.

#### Destabilisierende Kapitalbewegungen?

Im zweiten Teil seiner Studie geht Mayer davon aus, daß die Umschichtungen von den nationalen Währungen in die ECU und umgekehrt üblicherweise auch mit Kapitalzuströmen und -abflüssen verbunden sind. Das zentrale Ergebnis ist wenig vorteilhaft für die ECU: Bei einem gut entwickelten und allgemein zugänglichen ECU-Markt gerate das EWS in den Zustand eines „nahezu ständigen Ungleichgewichts“ mit destabilisierenden Kapitalströmen zwischen den EG-Mitgliedsländern<sup>19</sup>. Mayer denkt dabei vor allem an die Phasen, in denen von den Märkten ein Realignement der EWS-Paritäten erwartet wird, so daß die auf kurze Sicht erwarteten Wechselkursänderungen nicht mehr durch eine entsprechende Aufspreizung der nationalen Zinssätze kompensiert werden können.

Bei dieser Ableitung stellt sich zunächst die Frage, ob es sich dabei überhaupt um eine zutreffende Darstellung der Verhältnisse in einem Wechselkurssystem wie dem EWS handelt, das bisher ohne nennenswerte Währungskrisen über die Runden gekommen ist. Und ganz allgemein wäre zu begründen, wieso es bei einem gut entwickelten ECU-Markt zu einem größeren Ausmaß der destabilisierenden Kapitalströme kommen sollte als in einer Situation mit völlig freiem Kapitalverkehr und Fremdwährungskonten, die auf die nationalen Währungen lauten. Mayer geht in der Tat davon aus, daß mit einem breiten ECU-Marktsegment die Reaktion der Kapitalströme auf Zinsdifferenzen und Wechselkursände-

<sup>18</sup> Helmut W. Mayer, a.a.O., S. 8.

<sup>19</sup> Helmut W. Mayer, a.a.O., S. 17.

rungserwartungen stärker ausfallen als bisher<sup>20</sup>. Dies erscheint jedoch nur dann als eine zutreffende Prognose, wenn in Europa vorrangig die auf ECU lautenden Kapitalverkehrsströme liberalisiert würden, während für die übrigen Währungen weiterhin Kapitalverkehrsbeschränkungen der unterschiedlichsten Art aufrechterhalten blieben. Eine solche Entwicklung ist aus heutiger Sicht wenig wahrscheinlich, da gerade von deutscher Seite aus die ECU-Liberalisierung in einem ganz engen Verbund mit der Aufhebung von Kapitalverkehrskontrollen in den übrigen europäischen Ländern gesehen wird.

Bei völliger Freiheit für sämtliche Finanztransaktionen innerhalb Europas wird sich bei mangelnder politischer Konvergenz immer wieder das Problem spekulativer Kapitalzuflüsse oder -abflüsse stellen. Daß eine vermehrte ECU-Verwendung dabei noch zusätzliche Instabilität schaffen könnte, ist nicht zu erkennen. Insofern sind also die von Mayer abgeleiteten negativen Effekte eines breiteren ECU-Marktes kein Spezifikum dieser Währungseinheit. Sie sind vielmehr mit jeder Liberalisierung der Kapitalmärkte verbunden, wenn diese nicht durch eine entsprechende wirtschaftspolitische Kooperation flankiert wird.

#### Unkontrollierte ECU-Geldschaffung?

Eng verbunden mit der Problematik der Euromärkte ist die Frage nach dem autonomen Geldschöpfungspotential innerhalb der ECU-Kreisläufe. Sofern es sich um mindestreservepflichtige ECU-Einlagen bei Inlandsbanken handelt, ist die Frage relativ leicht zu beantworten. Der Kreditschöpfungsmultiplikator ist in diesem Fall deutlich geringer als bei DM-Einlagen, da bei 80 % der Zahlungen von den Zahlungsempfängern eine DM-Zahlung gefordert wird, so daß die ECU-Einlage dann in die nationale Währung transferiert werden muß. Anstelle des sonst üblichen Kassenhaltungskoeffizienten tritt im Multiplikator der ECU-Geldschaffung somit ein „Giralgeldhaltungskoeffizient“ bezüglich der nationalen Währungen<sup>21</sup>.

Schwieriger liegen die Verhältnisse bei ECU-Einlagen auf den Euromärkten, bei denen keine Reservehaltung erforderlich ist. Liegt die freiwillige ECU-Reservehaltung der Banken – in Form von „working balances“ – niedriger als die von den nationalen Banken geforderte Mindestreserve – was wahrscheinlich ist –, so ist der Multiplikator der ECU-Geldschaffung insoweit größer. Wegen des gleichwohl sehr hohen „Giralgeldhaltungskoeffizienten“ ist er jedoch noch immer deutlich geringer als der Multiplikator für Einlagen in nationaler Währung. Bei dem von Mayer angenommenen Anteil der ECU-Einlagen von 20 % ergibt sich ein Multiplikator der ECU-Geldschaffung (bezüglich eines Zuflusses von

Einlagen lautend auf nationale Währung in den ECU-Kreislauf) in Höhe von 5/4; bei der traditionellen Multiplikatorformel des nationalen Geldvolumens (bezüglich eines Zuflusses an Zentralbankgeld) beträgt der Multiplikator – unter Annahme eines Reservesatzes von 10 % und eines Kassenhaltungskoeffizienten von 0,1 rund 5.

Insgesamt zeigt die Auseinandersetzung mit Mayers Analyse, daß auch bei einer verstärkten ECU-Verwendung keine spezifischen geldpolitischen Risiken geschaffen werden. Die zentralen Problembereiche sind zweifellos ernst zu nehmen, doch erweisen sie sich als eine geldpolitische Herausforderung völlig unabhängig von der ECU:

□ Bereits heute kommt die Geldpolitik in Anbetracht der mindestreservefreien Euromärkte nicht umhin, ihr Instrumentarium an geänderte Marktverhältnisse anzupassen.

□ Bereits heute stellen spekulative Kapitalbewegungen innerhalb des EWS besondere Anforderungen an die liquiditätspolitische Steuerung einer Notenbank. Wird die jetzt auch von der EG-Kommission vorangetriebene Liberalisierung der europäischen Finanzmärkte nicht von einer Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitiken flankiert, dann werden sich diese Probleme akzentuieren, auch wenn die spekulativ gehaltenen Bestände nicht auf die ECU lauten.

Daß diese Herausforderungen durch einen breiteren ECU-Markt noch verschärft werden, ist aus heutiger Sicht nicht zu erkennen.

Nimmt man die bisherige Entwicklung, die Chancen und die Risiken der privaten ECU im ganzen, dann scheint Euphorie genausowenig angebracht wie allzu große Skepsis. Vielleicht ist es nicht das Schlechteste, die ECU mit dem etwas diffusen Schlagwort der „Finanzinnovation“<sup>22</sup> zu belegen und damit die spezifische Funktion der ECU als ein Instrument zur besseren Allokation auf den Geld- und Kapitalmärkten zu betonen, ohne damit Assoziationen zu wecken, die weit über das ökonomische Potential dieser Währungseinheit hinausgehen.

<sup>20</sup> Helmut W. Mayer, a.a.O., S. 18 f. Mayer begründet dies damit, daß es dann allen Wirtschaftssubjekten möglich sei, bei ihrer nationalen Bank Guthaben von einem Landeswährungskonto auf ein ECU-Konto (und umgekehrt) zu überweisen. In der Bundesrepublik, wo den Privaten diese Option schon seit längerem offensteht, haben sich daraus – auch in der Phase der Dollarstärke – bisher keine nennenswerten Probleme ergeben. Eine volle Liberalisierung der europäischen Finanzmärkte müßte diese Form der Freizügigkeit in allen EG-Ländern nicht nur für die ECU, sondern auch für alle anderen Währungen vorsehen.

<sup>21</sup> Siehe dazu Norbert Klotten, a.a.O., S. 457; ebenso Helmut W. Mayer, a.a.O., S. 23 f.

<sup>22</sup> Siehe dazu Peter Bofinger: Geldpolitik im Zeichen der sogenannten Finanzinnovationen, in: Sparkasse, 103. Jg. (1986), S. 142.