

Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz

Article — Digitized Version

## Der EG-Binnenmarkt und das geldpolitische Konzept der Bundesbank

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz (1989) : Der EG-Binnenmarkt und das geldpolitische Konzept der Bundesbank, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 69, Iss. 6, pp. 290-294

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136526>

**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.*

Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel

# Der EG-Binnenmarkt und das geldpolitische Konzept der Bundesbank

*Der sich abzeichnende gemeinsame Binnenmarkt wird nicht ohne Auswirkungen auf das geldpolitische Konzept der Deutschen Bundesbank bleiben. Welche Konsequenzen ergeben sich insbesondere aus der Zulassung von Geldmarktfonds und der Liberalisierung des Kapitalverkehrs?*

Gemäß § 3 des Bundesbankgesetzes ist die Deutsche Bundesbank dem Ziel der „Sicherung der Währung“ verpflichtet. Interpretiert wird dieses Ziel im Sinne der Aufrechterhaltung der inneren Geldwertstabilität (Preisniveaustabilität). Im praktischen Vollzug der Geldpolitik greift die Bundesbank auf bestimmte Informations- und Steuerungsinstrumente zurück<sup>1</sup>, deren Aussagekraft im Zuge der zunehmenden europäischen Integration eingeschränkt werden könnte.

Zentrale Informations- und Orientierungsgrößen im Bundesbankkonzept sind Geldmengenaggregate. Bis 1987 stand ein künstlich geschaffenes Aggregat, die sogenannte Zentralbankgeldmenge, im Mittelpunkt. Dieses Geldmengenaggregat zeichnet sich im wesentlichen dadurch aus, daß die einzelnen Komponenten von M3 mit unterschiedlichen Gewichtungen Eingang finden, und zwar der Bargeldumlauf zu 100%, Sichteinlagen zu 17%, Termineinlagen zu 12% und Spareinlagen zu 8%. Ein überproportional starkes Anwachsen des Bargeldumlaufs in den Jahren 1986 (8%) und 1987 (10,6%) hat dann auch dazu geführt, daß die Deutsche Bundesbank bei ihrer Zielvorgabe für 1988 auf M3 übergang. Da 1988 der Bargeldumlauf gar um 14,9% zugenommen hat, erwies sich dieser Zielgrößenwechsel als außerordentlich wichtig, um den Wert der Vorgabe von Geldmengenzielen nicht weiter zu demontieren.

Bei der jährlichen Festsetzung des Geldmengenziels läßt sich die Deutsche Bundesbank im wesentlichen

von der Zunahme der realen Angebotsmöglichkeiten (Produktionspotential) leiten. Das Geldmengenziel kommt über die Nachfrageseite ins Spiel. Dahinter steht die Überlegung, daß es zur Vermeidung inflationärer Tendenzen wichtig ist, daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht über die Angebotsmöglichkeiten hinauschießt. Konkret läßt sich dabei die gesamtwirtschaftliche Nachfrage am nominalen Bruttosozialprodukt festmachen. Zwischen dem nominalen Bruttosozialprodukt und M3 wiederum bestand bisher – zumindest auf längere Sicht – eine verhältnismäßig stabile Beziehung. Ein Zuwachs von M3 im Ausmaß des Wachstums der Angebotsmöglichkeiten soll somit gewährleistet, daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit der Entwicklung auf der Angebotsseite in Einklang steht. Aufbauend auf dieser Überlegung soll durch die Bekanntgabe der Geldmengenziele auch eine Selbstbindung der Notenbank dokumentiert werden. Dies soll eine stabilitätsorientierte Erwartungsbildung fördern.

Da – folgt man den Ergebnissen ökonomischer Untersuchungen – M3 dem gesamtwirtschaftlichen Ausgabenzuwachs vorangeht, eignet sich dieses Aggregat aber nicht nur als Zwischenzielgröße, sondern zugleich als Frühindikator für die gesamtwirtschaftliche Nachfrageentwicklung. Auf letztere kann die Notenbank über verschiedene Transmissionskanäle einwirken.

## Zinssatzpolitik

Ansatzpunkt für die geldpolitischen Instrumente der Deutschen Bundesbank ist der Interbankengeldmarkt. Mittels zins- und liquiditätspolitischer Maßnahmen wirkt sie auf die Geldmarktsätze ein, wobei sie davon ausgeht, daß dieser Anstoß über die zentrale Rolle, welche die Kreditinstitute im finanziellen Sektor innehaben, auf den realen Sektor, mithin also auf die Ausgabenpläne

*Prof. Dr Egon Görgens, 48, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik, an der Universität Bayreuth. Dr. Karlheinz Ruckriegel, 31, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an diesem Lehrstuhl.*

der privaten Nichtbanken durchschlägt. Hierbei lassen sich zunächst zwei Kanäle ausmachen, über die die Transmission erfolgen kann: über Zinssatzveränderungen im längerfristigen Bereich sowie über Wechselkursveränderungen.

Veränderungen der Geldmarktzinssätze führen über die zentrale Rolle der Banken als Intermediäre im finanziellen Sektor zu entsprechenden Beeinflussungen der langfristigen Zinssätze. Einerseits hat dies über die Kreditkosten Einfluß auf zinsreagible Komponenten der Gesamtnachfrage (Investitions-, Konsumenten-, Baukredite), andererseits haben Zinsveränderungen im längerfristigen Bereich auch Vermögenseffekte zur Folge. Vermögenseffekte treten auf, weil über den Zinssatz der Kurs festverzinslicher Wertpapiere und darüber die Höhe des Vermögens beeinflußt wird. Vermögensveränderungen strahlen ihrerseits auf die privaten Ausgabenentscheidungen, insbesondere auf die Konsumgüternachfrage, aus.

Eine Erhöhung der Geldmarktzinsen beispielsweise führt zu einem Anziehen der Einlagenzinsen (Termineinlagen etc.) bei den Kreditinstituten, da Einlagen von Nichtbanken als Substitut zur Aufnahme von Geldmarktmitteln angesehen werden können. Steigen jedoch die Einstandskosten der Banken, so werden diese ihre Kreditzinsen erhöhen. Steigende Kreditzinsen lassen (ceteris paribus) einen Wertpapiererwerb weniger attraktiv erscheinen. Die Wertpapiernachfrage der Banken wird sich abschwächen, wodurch die Wertpapierkurse – präziser die Rentenurse – nachgeben, der Kapitalmarktzinssatz somit ebenfalls anzieht. Insbesondere das Universalbankensystem bietet dabei vor dem Hintergrund eines starken Engagements der Geschäftsbanken am deutschen Rentenmarkt – mit 36,3% stellten inländische Kreditinstitute Ende 1986 die stärkste Anlegergruppe dar – gute Voraussetzungen für ein rasches Durchwirken geldpolitisch induzierter Impulse in dem längerfristigen Bereich.

### Wechselkurse und Erwartungen

Zum zweiten wirken Geldmarktzinsveränderungen über eine Beeinflussung des Kapitalverkehrs auf den Wechselkurs; dieser aber ist unmittelbar bedeutsam für die Exportwirtschaft und die mit Importen konkurrierenden Branchen. Leicht verdeutlicht werden kann diese Überlegung anhand des Zinsparitätentheorems. Die Zinsparität ist dann gegeben, wenn der Swap-Satz der Zinsdifferenz entspricht. Illustriert sei dies anhand des

Dollar-Kurses. Die Zinsparität liegt hier dann vor, wenn gilt:  $DM\text{-Zinssatz} \times \text{Dollar-Zinssatz} = \text{Swap-Satz}$ . Wird – ausgehend von einer Situation, in der die Zinsparität erfüllt ist – beispielsweise der DM-Zins gesenkt, so hat dies zur Folge, daß Zinsarbitrageure Dollar per Kasse gegen DM kaufen und Dollar per Termin gegen DM verkaufen, wodurch der Dollar-Kassakurs steigt und der Dollar-Terminkurs sinkt und zwar solange, bis die Zinsparität wieder erreicht ist.

Schließlich wirkt die Geldpolitik über eine Beeinflussung der Erwartungen auf das Verhalten der Wirtschaftssubjekte und damit auf den realen Sektor ein. Gelingt es der Notenbank, die Wirtschaftssubjekte davon zu überzeugen, daß sie einen stabilitätsorientierten Kurs verfolgt und diesen auch durchhalten wird, so wird inflationsbedingten Lohn- und Zinsaufschlägen entgegengewirkt, wodurch angebotsseitige Inflationsstöße vermieden werden können.

Große Bedeutung wird hier – wie bereits angeführt – der Veröffentlichung eines Geldmengenziels beigemessen. Die Bundesbank macht sich hierbei den allgemein anerkannten Erfahrungstatbestand zunutze, daß auf mittlere Sicht ein Fortschreiten des Inflationsprozesses ohne ein starkes Wachstum der Geldbestände kaum möglich ist.

Die Bundesbank setzt sich mit der Veröffentlichung von Geldmengenzielen jedoch zugleich einem Erwartungsdruck aus. Häufige Zielverfehlungen können, auch wenn sie auf Sondereinflüssen beruhen, die für sich genommen keine inflationären Gefahren widerspiegeln, selbst Inflationsgefahren hervorrufen, indem sie die Wirtschaftssubjekte verunsichern, was entsprechende Risikozuschläge auf den Arbeits-, Kapital- und Devisenmärkten induzieren kann.

Welche möglichen Konsequenzen ergeben sich nun aus der Verwirklichung des Europäischen Binnenmarktes für die Finanzmärkte und welche Implikationen haben diese für das geldpolitische Konzept der Deutschen Bundesbank?

### Binnenmarkt

Die Schaffung des europäischen Binnenmarktes ist ein Prozeß, der sich aus einzelnen Teilschritten zusammensetzt. Besondere Bedeutung kommt hierbei den EG-Richtlinien zu. Im folgenden sollen daher auch die Implikationen, die die Richtlinie zum europäischen Investmentrecht (1985) und die Richtlinie zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs (1988) für das geldpolitische Konzept der Bundesbank nach sich ziehen können, diskutiert werden.

<sup>1</sup> Zu einer ausführlichen Analyse des geldpolitischen Konzepts der Deutschen Bundesbank vgl. K. Ruckriegel: Finanzinnovationen und nationale Geldpolitik, Bayreuth 1989, insbes. S. 3-62.

**Geldmarktfonds**

Die EG-Richtlinie zur Harmonisierung des Investmentrechts sieht vor, daß bis zum 1. 10. 1989 eine Übernahme in nationales Recht erfolgen soll. Nach jüngsten Informationen will die Bundesregierung in diesem Zusammenhang auch DM-Geldmarktfonds zulassen<sup>2</sup>.

Setzen sich DM-Geldmarktfonds am Markt durch, so bleibt dies jedoch nicht ohne Einfluß auf das geldpolitische Konzept der Bundesbank. Zunächst ist festzuhalten, daß eine mögliche Verbreitung von DM-Geldmarktfonds wohl zu Lasten traditioneller Termin- und Spareinlagen gehen wird. Dies hätte zur Konsequenz, daß das Geldmengenaggregat M3 – ähnlich wie in den USA – um Geldmarktfondsanteile erweitert werden müßte.

Andererseits ist jedoch auch danach zu fragen, inwieweit das Instrument der Mindestreserven durch DM-Geldmarktfonds tangiert werden kann. Offensichtlich reduziert eine Auflösung von Spar- und Termineinlagen bei inländischen Banken zugunsten von DM-Geldmarktfondsanteilen die Mindestreservebasis. Zudem dürften die Fonds die ihnen zufließenden Mittel unter dem Gesichtspunkt der Renditemaximierung anlegen, somit mindestreserve- und börsenumsatzsteuerfreie Anlagen bevorzugen. Zu denken wäre hierbei insbesondere an kurzlaufende Staatspapiere und Euromarkteinlagen. Insgesamt werden DM-Geldmarktfonds deshalb zu einer Schmälerung der mindestreservepflichtigen Einlagenbasis führen.

Um dem entgegenzuwirken, könnte man zunächst eine Einbeziehung von DM-Geldmarktfonds in die Mindestreservepflicht ins Auge fassen. Bei einem solchen Vorgehen bestünde jedoch die Gefahr, daß DM-Geldmarktfonds mindestreservefrei im Ausland aufgelegt und im Inland vertrieben würden. Hinzu käme, daß Informationen über die Entwicklung der Fonds und somit über die Stärke der Expansion von M3 schwieriger und

wohl erst mit einer deutlichen Zeitverzögerung verfügbar würden. Der Wert von M3 als Zwischenzielegröße, vor allem aber als Frühindikator, würde somit in Mitleidenschaft gezogen werden.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß eine Verbreitung von DM-Geldmarktfonds zu einer Reduzierung der Mindestreservebasis führen dürfte. Entsprechende Effekte, die bereits von traditionellen Euromarkteinlagen ausgehen, werden somit verstärkt. Andererseits kann auch nicht ausgeschlossen werden, daß aufgrund von Neuerungen im Zahlungsverkehr (Kundenkarten, Kreditkarten, POS-Zahlungssysteme) die Nachfrage nach Bargeld in Zukunft an Bedeutung verliert. Beides bewirkt jedoch eine – zumindest relative – Reduktion der (Zwangs-) Nachfrage des Geschäftsbankensektors nach Zentralbankgeld, was eine Lockerung der Anbindung des Geschäftsbankensektors an die Notenbank zur Folge hätte. Ist nämlich der Prozeß der monetären Expansion zunehmend nicht mehr von der Bereitschaft der Notenbank abhängig, hierfür zusätzliches Zentralbankgeld zur Verfügung zu stellen, so verliert sie auch an Einflußmöglichkeiten auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrageentwicklung.

**Kapitalverkehrsliberalisierung**

Die Erleichterung des Kapitalverkehrs seit dem Ende der 70er Jahre brachte ein fortschreitendes Zusammenwachsen der Finanzmärkte. Bedeutsam für diesen Prozeß waren insbesondere drei Faktoren: Eine zunehmende Lockerung nationaler Kapitalverkehrskontrollen, eine beträchtliche Senkung der Transaktions- und Informationskosten bei grenzüberschreitenden Transaktionen durch technische Neuerungen sowie eine Verquikung der einzelnen Märkte mittels neuer Finanztechniken (z. B. Währungsswaps).

Der Liberalisierung von Kapitalverkehrskontrollen kommt hierbei eine nicht zu unterschätzende Funktion zu, da erst sie die Voraussetzungen für die gegenseitige Durchdringung der einzelnen Finanzmärkte schafft. Bedeutung muß deshalb auch der EG-Richtlinie zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs vom 24. 6. 1988 beigemessen

<sup>2</sup> Im Referentenentwurf zur Neufassung des § 8 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften ist vorgesehen, daß neben einer Liquiditätsreserve von 10 % bis zu 49 % des Fondsvermögens in Geldmarktanlagen gehalten werden darf.

**VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG**

**KONJUNKTUR VON MORGEN**

Jahresbezugspreis  
DM 120,-  
ISSN 0023-3439

Der vierzehntäglich erscheinende Kurzbericht des HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg über die Binnen- und Weltkonjunktur und die Rohstoffmärkte

**VERLAG WELTARCHIV GMBH HAMBURG**

sen werden. Sie führt die in einzelnen EG-Ländern bereits in den letzten Jahren beobachtbare Liberalisierungstendenz fort. Einer zunehmenden Durchdringung der Finanzmärkte wird damit der Weg bereitet.

### Abgrenzungsprobleme

Zunächst stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage, ob die von der Bundesbank verwendete Geldmengenabgrenzung in Zukunft noch zweckmäßig ist. Bei den herkömmlichen Geldmengenaggregaten werden nur Einlagen von inländischen Nichtbanken bei inländischen Kreditinstituten erfaßt. DM-Einlagen von Gebietsfremden bei deutschen Kreditinstituten hingegen finden keine Berücksichtigung.

Hinter der Nichteinbeziehung von Auslandseinlagen bei inländischen Kreditinstituten stand bisher die These, daß letztere gewöhnlich nicht in einem unmittelbaren Zusammenhang mit der Auslandsnachfrage stünden. Verwiesen wird in diesem Zusammenhang besonders auf „Working Balances“ ausländischer Kreditinstitute<sup>3</sup>.

Nicht unplausibel ist, daß kurzfristige DM-Einlagen ausländischer Nichtbanken deshalb bisher weniger bedeutsam waren, weil Kapitalverkehrsbeschränkungen existierten, die die Errichtung von Auslandskonten beschränkten. Hat man vor Augen, daß im deutschen Außenhandel der DM dominierende Bedeutung zukommt – 1987 wurden 81,5 % der Exporte in DM fakturiert<sup>4</sup> –, und bedenkt man ferner, daß die Geldmengenaggregate die inländische Nachfrageentwicklung frühzeitig sichtbar machen sollen, so sollte man die Frage einer Erweiterung der traditionellen Geldmengenaggregate um kurzfristige DM-Einlagen von Gebietsfremden sorgfältig prüfen. Nimmt im Zuge der Schaffung des gemeinsamen Binnenmarktes der innergemeinschaftliche Handel noch zu, so dürfte dieser Aspekt weiter an Bedeutung gewinnen.

### Folgen für die Zinsbildung

Wie bereits angeführt, versucht die Bundesbank über den Geldmarkt Einfluß auf die Entwicklung der längerfristigen Zinssätze zu nehmen. Sprach man in diesem Zusammenhang zu Beginn der 80er Jahre noch von der sogenannten Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes, so wird mittlerweile die Bedeutung von Auslandseinflüssen betont. Eine Zunahme der gegenseitigen Durch-

dringung nationaler Finanzmärkte wirkt insoweit keine gänzlich neuen Fragestellungen auf; die (auslandsbedingten) Reaktionen könnten in Zukunft jedoch größer und sensibler ausfallen.

Für die Geldpolitik der Bundesbank hat dies zwei Implikationen: Zum einen kann das Interventionsvolumen innerhalb des EWS kurzfristig zunehmen. Die damit verbundenen Liquiditätseffekte am Geldmarkt könnten aber wohl mittels der Wertpapierpensionsgeschäfte (zur Zeit rund 85 Mrd. DM Marktvolumen) relativ rasch sterilisiert werden. Andererseits ist jedoch auch ins Auge zu fassen, daß massivere Kapitalbewegungen nicht spurlos am Kapitalmarkt vorbeigehen dürften, wodurch dessen Entkoppelung vom Geldmarkt verstärkt, somit die geldpolitische Steuerung erschwert würde.

Mit einer verstärkten Abstimmung der Wirtschafts- und Währungspolitik zwischen den einzelnen EG-Ländern könnte diesem Problem entgegengewirkt werden. Der hierfür notwendige stabilitätspolitische Grundkonsens scheint in den letzten Jahren auch zugenommen zu haben. Während nämlich die durchschnittliche Inflationsrate der EG-Länder in den siebziger Jahren bei 9,3 % lag, betrug sie 1987 nur noch 3,7 %; zudem haben sich auch die Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern deutlich reduziert<sup>5</sup>.

### Private Verwendung der ECU

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs dürfte aber auch nicht ohne Bedeutung für die private Verwendung der ECU bleiben. So ist zu bedenken, daß für die Entwicklung des privaten ECU-Marktes die politisch motivierte Förderung durch die EG-Kommission und durch die Länder Frankreich und Italien von großer Bedeutung war. Frankreich und Italien erreichten diese Privilegierung durch eine Sonderbehandlung der ECU im Rahmen dort herrschender Kapitalverkehrsbeschränkungen. Die Haltung der französischen Regierung zur ECU läßt sich exemplarisch an einer Veröffentlichung der französischen Botschaft vom 9. März dieses Jahres ablesen.

Während bisher Privatpersonen noch die Führung von Auslandskonten und von Devisenkonten in Frankreich untersagt ist, wird die ECU von letzterer Beschränkung ausgenommen: „Zur Förderung der ECU-Verwendung wird im Hinblick auf die Schaffung einer europäischen Währungsunion allen Gebietsansässigen, auch den Privatpersonen, die Führung von ECU-Konten in Frankreich gestattet.“<sup>6</sup>

<sup>3</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur längerfristigen Entwicklung und Kontrolle des Geldvolumens, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 37. Jg., Januar 1985, S. 25.

<sup>4</sup> Vgl. H.-E. Scharrer, C. Langer: Wechselkursverschiebungen und Unternehmensreaktionen, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 9, S. 472 f.

<sup>5</sup> Vgl. N. Klotten, P. Bofinger: Währungsintegration über eine europäische Parallelwährung?, in: D. D u w e n d a g (Hrsg.): Europa-Banking, Baden-Baden 1988, S. 58 f.

<sup>6</sup> Französische Botschaft: Frankreich-Info Nr. 5/89, 9. März 1989.

Es stellt sich aber die Frage, wo die Vorzüge der ECU aus mikroökonomischer Sicht zu suchen sind, wenn man von künstlich geschaffenen Privilegierungen absieht, mithin also freien Kapitalverkehr unterstellt. Es ist also zu untersuchen, was in einem solchen Falle für eine Kreditaufnahme in ECU bzw. für das Halten von verzinslichen und unverzinslichen ECU-Forderungen spricht. Zunächst könnte argumentiert werden, daß für einen Kreditnehmer aus einem Land mit hohen Binnenzinsen eine ECU-Kreditaufnahme aufgrund des vergleichsweise niedrigeren ECU-Zinssatzes, für einen Anleger aus einem Land mit niedrigen Binnenzinsen eine ECU-Anlage wegen des vergleichsweise höheren ECU-Zinssatzes lukrativ sei. Folgt man jedoch der Aussage der Bundesbank, wonach zum einen das Nominalzinsgefälle innerhalb der EG vor allem eine Folge der unterschiedlichen Inflationsraten ist, zum anderen die Wechselkursentwicklung innerhalb des EWS sich weitgehend an den Preisdiskrepanzen zwischen den einzelnen Partnerländern orientiert<sup>7</sup>, so wird dieser Zinsvorteil gegenüber einer Verschuldung bzw. einer Anlage in heimischer Währung erkauf mit dem Risiko einer entsprechenden Ab- bzw. Aufwertung der heimischen Währung gegenüber der ECU.

#### Fragwürdige ECU-Vorzüge

Ein anderes Argument besagt, die ECU böte sich zur Verfolgung von Kurssicherungs- und Diversifikationszwecken an. Hierzu ist festzustellen, daß die währungsmäßige Zusammensetzung der ECU in der Regel nur zufällig der einzelwirtschaftlich optimalen Struktur des Portefeuilles entsprechen dürfte. Demgegenüber steht – insbesondere bei kleineren Transaktionen – der Vorteil der Einsparung von Informations- und Transaktionskosten.

Schließlich ist zu fragen, inwieweit unverzinsliche ECU-Einlagen Vorteile gegenüber entsprechenden Anlagen in nationaler Währung aufweisen. Hierbei soll auf DM-Einlagen abgestellt werden. Da unverzinsliche Sichteinlagen primär gehalten werden, um Transaktionen abzuwickeln, ist zu untersuchen, inwieweit ECU-Einlagen im Vergleich zu DM-Einlagen hierfür geeignet sind. Dabei bietet sich an, eine Zweiteilung in binnenwirtschaftliche und in grenzüberschreitende Transaktionen vorzunehmen. Sieht man von dem Problem ab, daß eine Preisauszeichnung gegenüber dem Letztverbraucher in ECU mit der Preisangabenverordnung in Konflikt geriete, so dürften doch zusätzliche Transaktions- und Informationskosten (doppelte Preisauszeichnung, laufende Anpassungen an Wechselkursänderungen) einer Verwendung entgegenstehen.

Bezüglich des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs wird darauf verwiesen, daß eine Fakturierung in ECU einen fairen Interessenausgleich zwischen Ländern mit tendenzmäßig aufwertenden und tendenzmäßig abwertenden Währungen innerhalb des EWS darstellen würde. De facto hat sich jedoch gezeigt, daß – zumindest in Industrieländern – in der Regel in der Landeswährung des Exporteurs fakturiert wird. Begründet wird dies damit, daß der Produzent eines heterogenen Industrieproduktes gewisse Preisspielräume habe, die es ihm ermöglichen, seine eigene Landeswährung gegen entsprechende Preisnachlässe durchzusetzen. So wird beispielsweise darauf hingewiesen, daß bei Lieferungen nach Italien ein durchschnittliches Zahlungsziel von 180 Tagen üblich sei, wobei die italienischen Importeure in der Regel gegen einen Preisabschlag von 3% bereit seien, das Währungsrisiko zu übernehmen<sup>8</sup>. Der oben angesprochene Interessenausgleich kann also bereits in der Preisstellung entsprechend berücksichtigt werden, ohne daß es einer umständlichen Fakturierung in einer Drittwährung bedarf. Daß – wie bereits erwähnt – 1987 81,5% der deutschen Exporte in DM fakturiert wurden, kann wohl als ein Beleg für diese These gewertet werden. Eine 1985 durchgeführte Studie erbrachte auch, daß nur 0,3% der gesamten Außenhandelstransaktionen der antwortenden Unternehmen in ECU fakturiert wurden. Jüngere Erhebungen weisen ebenfalls in diese Richtung. Es verwundert somit auch nicht, daß ECU-Einlagen von inländischen Nichtbanken in der Bundesrepublik bedeutungslos sind. Mit 163 Mill. (Stand Februar 1989) machten sie gerade 0,01% von M3 aus<sup>9</sup>.

Der bisherige Erfolg der ECU dürfte also in nicht geringem Umfang auf künstliche Wettbewerbsvorteile zurückzuführen gewesen sein. Da im Zuge der Liberalisierung des Kapitalverkehrs solche Vorteile zunehmend an Bedeutung verlieren, werden die Entwicklungschancen der privaten Verwendung der ECU in Zukunft wohl begrenzt sein. Wird zudem innerhalb der EG-Länder der stabilitätsorientierten Wirtschafts- und Währungspolitik ein erhöhter Stellenwert eingeräumt, so verliert die ECU zusätzlich an Attraktivität. Implikationen, die aus einer zunehmenden privaten Verwendung der ECU für das geldpolitische Konzept der Bundesbank resultieren könnten, bleiben somit wohl nur theoretischer Natur.

<sup>7</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Märkte für private ECU, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 39. Jg., August 1987, S. 39.

<sup>8</sup> Vgl. K. P o h l e : Management von Währungsrisiken, in: F. W. C h r i s t i a n s (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2. Auflage, Wiesbaden 1988, S. 772.

<sup>9</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Statistische Beihette, Reihe 1, Tabelle 16; dieselbe: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistischer Teil, I.2.b; eigene Berechnungen.