

Filc, Wolfgang

**Article**

## Harte oder "gehärtete" ECU für Europa?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Filc, Wolfgang (1991) : Harte oder "gehärtete" ECU für Europa?,  
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 71, Iss. 4, pp. 196-201

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136747>

**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.*

Wolfgang Filc

## „Harte“ oder „gehärtete“ ECU für Europa?

Nach der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den Kernländern der EG wurde am 1. 7. 1990 die erste Stufe begonnen, die zur Währungsunion führen soll. Der Beitritt des Pfund Sterlings zum Wechselkursmechanismus des EWS war Voraussetzung, um Großbritannien in den monetären Integrationsprozeß einbeziehen zu können. Der Entwurf einer europäischen Zentralbankverfassung, weitgehend orientiert am Bundesbankgesetz, fand die Zustimmung der EG-Finanzminister, wenn von den üblichen Vorbehalten Großbritannien abgesehen wird. Ferner beschloß der Europäische Rat Ende Oktober 1990 – wiederum unter Ausnahme der Regierung Großbritanniens – die zweite Stufe des monetären Einigungsprozesses Anfang 1994 beginnen zu lassen. Als Voraussetzungen hierfür werden die Vollendung des europäischen Binnenmarktes, weitere und dauerhafte Fortschritte bei der güterwirtschaftlichen und monetären Konvergenz sowie die Unabhängigkeit der dann zu errichtenden Europäischen Zentralbank genannt.

Konkrete Vorstellungen über die inhaltliche Ausgestaltung der zweiten Stufe sind rar. Genannt werden die Verengung der Schwankungsbreite der Wechselkurse, die endgültige Übertragung von Teilen nationaler Währungsreserven auf die Europäische Zentralbank, strikter wirkende Formen der Kooperation der nationalen Geldpolitiken, möglicherweise ergänzt um eine Zentralisierung von Devisenmarktinterventionen im EWS bei der Europäischen Zentralbank sowie die endgültige Fixierung von Wechselkursen zwischen EWS-Währungen, deren Wechselkurse gegeneinander in den letzten Jahren ohnehin nur noch innerhalb sehr enger Grenzen geschwankt hatten.

Voraussetzung einer Übertragung geldpolitischer Kompetenzen auf eine Gemeinschaftsinstanz muß es sein, daß nationalen Zentralbanken die gleiche Unabhängigkeit von Regierungen und Institutionen der Europäischen Gemeinschaft eingeräumt wird, wie dies für die

künftige Europäische Zentralbank vorgesehen ist. Weil in einigen Mitgliedsländern die Bereitschaft fehlt, eine strikte Trennung von Regierung und Zentralbank zu vollziehen, ist anzunehmen, daß sich die Inhalte der zweiten Stufe auf kleinere Änderungen technischer Details des geldpolitischen Abstimmungsprozesses beschränken werden. Die Zwischenschaltung einer zweiten Stufe wäre dann überflüssig<sup>1</sup>.

Es ist wohl auf diese Konzeptionslosigkeit hinsichtlich der inhaltlichen Ausgestaltung der bereits terminierten zweiten Stufe zurückzuführen, daß der Vorschlag der britischen Regierung, eine „harte“ ECU zu implementieren, ohne hierfür bislang eine geschlossene Konzeption vorgelegt zu haben, auf Interesse gestoßen ist. Denn die Aufrechterhaltung des Subsidiaritätsprinzips und damit der Verantwortlichkeit nationaler Zentralbanken für ihr jeweiliges Währungsgebiet bei Bereitstellung einer weiteren eigenständigen europäischen Währung, die mindestens so wertstabil wie jede andere EG-Währung ist, eine Währung, die sich im freien Wettbewerb gegenüber den Landeswährungen behaupten und sich schließlich gemäß der freien Wahl aller Europäer als alleiniges Zahlungsmittel in der EG durchsetzen soll – das ist eine Konstruktion, die allen Bürgern allein Vorteile verspricht. Ist das die inhaltliche Ausgestaltung der zweiten Stufe, die gleichsam als währungspolitische Quadratur des Kreises anmutet? Ist die „harte“ ECU die europäische Perspektive?

Zur Erinnerung: Bereits im November 1989 präsentierte das britische Finanzministerium einen sogenannten „evolutionsorientierten Ansatz“ zur Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion<sup>2</sup>. Danach sollten die Währungen aller EG-Länder in einen Wettstreit treten, um den Stabilitätsanker des Europäischen Währungssystems zu bilden. Flexible Wechselkurse seien Voraussetzung, damit sich in einem langwierigen Marktprozeß eine einheitliche EG-Währung herausbilden könne. Diese An-

<sup>1</sup> Vgl. das Zeitgespräch „Eine zweite Stufe der europäischen Währungsunion?“, mit Beiträgen von M. J. M. Neumann, W. Filc, R. H. Hasse, F. Reither, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 70. Jg. (1990), H. 7, S. 335 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Das Schatzamt Ihrer Majestät: Ein evolutionsorientierter Ansatz im Hinblick auf die Wirtschafts- und Währungsunion, in: P. Bofinger (Hrsg.): Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion in Europa, Analysen und Dokumente, Wiesbaden 1990, S. 149.

*Prof. Dr. Wolfgang Filc, 47, lehrt Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Geld, Kredit und Währung an der Universität Trier.*

regung wurde als Alternative zum Delors-Plan nicht ernsthaft diskutiert, weil offenkundig war, daß flexible Wechselkurse kein Weg sein können, der zu einer einheitlichen Währung für Europa führt<sup>3</sup>. Die nun vorliegende britische Anregung ist deshalb attraktiv, weil sie – wie der Delors-Plan – daran festhält, die ECU schrittweise zur einheitlichen europäischen Währung auszubauen, zugleich aber über den Delors-Plan insoweit hinausgeht, als sie eine „harte“ ECU verspricht, die mithin Vorteile gegenüber der bisherigen ECU aufweisen muß.

Die Konstruktion dieser „harten“ ECU ist bisher nicht detailliert dargelegt worden. Bislang sind allein Konturen erkennbar<sup>4</sup>.

- Erstens soll die „harte“ ECU eine 13. Währung der EG werden, sie soll von einem Europäischen Währungsfonds (EWF)<sup>5</sup> gegen hereingenommene EG-Währungen emittiert werden.
- Zweitens soll die „harte“ ECU niemals gegenüber irgendeiner EWS-Währung abgewertet werden. Die „harte“ ECU soll deshalb mindestens so wertstabil sein wie die stabilste Gemeinschaftswährung.
- Drittens soll es im Belieben eines jeden Bürgers stehen, nationale Währungen in wertstabilere „harte“ ECU zu tauschen.
- Viertens soll dem EWF das Recht eingeräumt werden, nationale Währungen gegen „harte“ ECU abzugeben, um dadurch Druck auszuüben, eine stabilitätsgerechte Geldpolitik zu verfolgen.
- Fünftens soll im geldpolitischen Bereich das Subsidiaritätsprinzip gewahrt bleiben, mithin die ungeteilte Verantwortlichkeit nationaler Zentralbanken für ihr jeweiliges Währungsgebiet.
- Sechstens soll der EWF eine eigenständige Zinspolitik für die „harte“ ECU verfolgen können<sup>6</sup>.

Das britische Finanzministerium und die Bank of England geben vor, dadurch eine evolutionäre Entwicklung einleiten zu wollen, die an die Stelle eines auferlegten institutionellen Wandels treten soll, wie er im Delors-Bericht dargelegt werde, die schließlich in einem längeren Anpassungsprozeß zu einer einheitlichen europäischen Währung führen soll, nämlich zu der „harten“ ECU<sup>7</sup>. Aber

schon die wenigen bekannten Konstruktionsmerkmale der „harten“ ECU erwecken starke Zweifel, ob dies ein tragfähiger Weg ist, der zu einer einheitlichen europäischen Währung führen kann.

Unklar ist, ob die ECU ihren Korbcharakter beibehalten soll. Die gegenwärtige Gestaltung der ECU als Währungskorb mit festen Währungsbeträgen schließt es aus, daß sie gegenüber allen darin enthaltenen Währungen aufwertet. Vereinbar mit ihrem Korbcharakter ist dagegen, daß die ECU niemals gegenüber der stärksten EWS-Währung abwertet. Hierzu müßten bei Abwertungen anderer EWS-Währungen gegenüber der ECU und der stärksten EWS-Währung die Korbbestandteile der ECU angepaßt werden. Soll die „harte“ ECU Qualitätsvorteile gegenüber allen EG-Währungen aufweisen, so ergäbe sich also zwangsläufig ihre Trennung von EG-Währungen, somit auch von der derzeitigen Korbkonstruktion der ECU. Geschieht dies aber, so ist unklar, wie sich ein eigenständiger Wert der ECU herausbilden soll.

### Fehlender Wirtschaftsraum

Bislang ist nicht bekannt, wie sich der Wert irgendeines Gutes, eines Finanzaktivums oder einer Währung unabhängig von fundamentalen Einflußfaktoren herausbilden soll. Der relative Wert nationaler Währungen ergibt sich aus der gegenwärtigen und prospektiven Wirtschaftsleistung des jeweiligen Landes und deshalb aus erwarteten Ertragsraten von Finanzaktiva und Sachaktiva. Eine „harte“ ECU, die vom EWF gegen Hereinnahme nationaler Währungen ausgeteilt wird, kann sich auf keinen Wirtschaftsraum stützen. Folglich kann sich kein Wechselkurs der „harten“ ECU gegenüber EG-Währungen ergeben, der in irgendeiner Weise Ausdruck irgendeiner relativen wirtschaftlichen Leistungskraft ist. Denkbar wäre dagegen, die Attraktivität dieser dreizehnten Währung durch eine besonders attraktive Verzinsung darauf lautender Finanzaktiva zu fördern. Doch wie soll das vor sich gehen? Die Emission harter ECU ist dem EWF vorbehalten, sie soll von der Hereinnahme von EG-Währungen begrenzt sein. Eine eigenständige Zinsbildung für „harte“ ECU ist bei der passiven Rolle des EWF bezüglich der Emission dieser dreizehnten Währung der EG aber nicht möglich.

In Währungsräumen vollzieht sich die Zinsbildung vor

<sup>3</sup> Die Probleme einer reinen Marktlösung auf dem Weg zu einer einheitlichen Währung eines Integrationsraums werden ausführlich diskutiert von P. Bofinger: Währungswettbewerb, Köln u.a. 1985.

<sup>4</sup> Vgl. Bank of England: The hard ECU in stage 2: operational requirements, 21. Juni 1990; The United Kingdom's proposal for economic and monetary union, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Vol. 30, Nr. 3, August 1990, S. 374 ff.; H. M. Treasury: Economic and Monetary Union – Beyond Stage I: Possible Treaty Provisions and Statute for a European Monetary Fund, Proposals by the UK Government, Januar 1991.

<sup>5</sup> In dem Arbeitspapier der Bank of England „The hard ECU in stage 2“, a.a.O., ist noch die Rede von einer „Hard ECU Bank (HEB)“.

<sup>6</sup> „The HEB's ability to issue interest-bearing hard-ecu paper in unlimited amounts (subject to its intervention obligation), and at interest rates of its own choosing, would give it the power to manage ecu interest rates.“ (The hard ECU in stage 2, a.a.O., S. 7.)

<sup>7</sup> Vgl. The United Kingdom's proposal for economic and monetary union, a.a.O.

dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung der entsprechenden Wirtschaftsräume. Sie wird zudem von Zentralbanken gesteuert, häufig wird sie von geldpolitischen Maßnahmen dominiert. Für „harte“ ECU gibt es keinen geltenden Wirtschaftsraum, es existieren keine gesamtwirtschaftlichen Bedingungen, die sich in Zinssätzen ausdrücken könnten. Folglich könnte sich eine eigenständige, von nationalen Währungsräumen abweichende Zinsentwicklung für die „harte“ ECU nur herausbilden, wenn der EWF verzinsliche Aktiva emittierte und durch Festlegen ihrer Renditen die Zinsbildung für die private Verwendung der „harten“ ECU bestimmte. Dieser Emission von Finanztiteln würde eine Bereitstellung zusätzlicher „harter“ ECU gegenüberstehen. Sie träte neben die Geldschöpfung von Zentralbanken der EG. Eine eigenständige Zinsbildung für die „harte“ ECU müßte dann zwangsläufig zu einer Aufweichung des Stabilitätsstandards des gemeinsamen europäischen Währungsraums führen.

#### Inkonsistenzen des Vorschlages

Die Bewahrung des sonst von der britischen Regierung angemahnten Subsidiaritätsprinzips in geldpolitischen Fragen ist deshalb mit der Bereitstellung einer ECU als zusätzliche und eigenständige Währung unvermeidbar. Inkonsistent ist die britische Anregung auch deshalb, weil die Garantie einer stets wertstabileren „harten“ ECU, also einer Währung, die trendmäßig gegenüber allen nationalen Währungen der EG aufwertet, nicht mit ihrer höheren Verzinsung vereinbar ist. Denn dann ergäbe sich ein doppelter Anreiz, diese neue europäische Währung nachzufragen, einmal als Folge erwarteter Aufwertungen, zum anderen des Zinsvorteils wegen. Dieser „evolutionsorientierte“ Ansatz ist deshalb nicht vereinbar mit irgendeinem Gleichgewicht zwischen nationalen Finanzmärkten und einem Markt für ECU-Finanzaktiva oder mit einem Gleichgewichtswechselkurs der ECU gegenüber EG-Währungen. Die Arbitragebedingung zwischen Finanzmärkten erfordert bei einer garantierten trendmäßigen Aufwertung der „harten“ ECU gegenüber allen EWS-Währungen Zinssätze für diese zusätzliche Währung, die unter den Zinsniveaus aller EWS-Länder liegen. Dann aber würde der Zinstrend in Europa eindeutig vom EWF bestimmt; die Zentralbanken aller anderen Länder müßten dafür Sorge tragen, Zinsdifferenzen an Finanzmärkten ihrer Währungsräume gegenüber der ECU in Übereinstimmung zu bringen mit erwarteten Aufwertungsraten der ECU. Folglich müßte der EWF eine „expansivere“ Geldpolitik verfolgen als jede Zentralbank der EG. Das schafft Inflationsgefahren.

Es ist Vorrecht und Aufgabe staatlicher Instanzen – von Notenbanken und der Bankenaufsicht –, den institu-

tionellen und gesetzlichen Rahmen des Geldwesens in Währungsräumen zu gestalten und die Zinsentwicklung an nationalen monetären Märkten zu steuern, alles mit dem Ziel der Geldwertstabilität, um Knappheitsverhältnisse zwischen monetären Aktiva, Realaktiva und in diesem Zusammenhang dem Produktionspotential zu gestalten. Eine von nationalen Währungen unabhängige ECU kann hierzu keinen Beitrag leisten. Eine dreizehnte eigenständige Währung für zwölf Wirtschafts- und Währungsräume in der EG ist inkonsistent. Sie erhöht das Geldschöpfungspotential, und sie wirkt inflationär.

#### Chancen eines Markterfolges

Eine Inflationierung der „harten“ ECU wäre zwar nicht unmittelbar festzustellen, weil sie keinen Wirtschaftsraum repräsentiert, wohl aber mittelbar in nationalen Wirtschaftsräumen. Aber auch dann, wenn mögliche Inflationsgefahren und Inkonsistenzprobleme außer acht gelassen werden, ist es äußerst fraglich, ob sich eine derartige Währung jemals im Wettbewerb gegenüber nationalen Währungen durchsetzen könnte und das Potential hätte, als einheitliche europäische Währung akzeptiert zu werden. Warum sollte eine „harte“ ECU jenen Markterfolg haben, den die bisherige ECU in ihrer Korbkonstruktion nicht aufweist, obgleich auch sie unbestreitbar „harter“, nämlich wertstabiler ist als alle EWS-Währungen mit Ausnahme der D-Mark und des holländischen Gulden?

Der fehlende Markterfolg der Korb-ECU als Transaktionsmittel hat seine wesentliche Ursache darin, daß die ECU nirgendwo gesetzliches Zahlungsmittel ist. Konstitutives Element des Geldwesens ist das Nebeneinander von Geschäftsbankengeld und Zentralbankgeld, die Emission von Banknoten durch Zentralbanken als gesetzliches Zahlungsmittel. Diese herausgehobene Funktion von Zentralbanken ist es, die für ihre Fähigkeit konstitutiv ist, Geldpolitik auszuüben und auf diese Weise das Zinsniveau und die gesamtwirtschaftliche Aktivität in einem Währungsraum zu beeinflussen. Die „harte“ ECU könnte sich deshalb nur gegenüber nationalen Währungen der EG-Länder durchsetzen, wenn sie in allen Ländern der Gemeinschaft gesetzliches Zahlungsmittel würde.

Ein Währungsraum verlangt aber einen einheitlichen Gesetzesraum. Ein Nebeneinander nationaler gesetzlicher Zahlungsmittel und „harter“ ECU als zusätzliches gesetzliches Zahlungsmittel erforderte in jedem Land der Gemeinschaft eine konkurrierende Gesetzgebung für das Geldwesen, einmal die jeweilige nationale Gesetzgebung, zum anderen jene des EWF. Das ist eine absurde Vorstellung. Sie kontrastiert mit der von der britischen Regierung sonst und im Zusammenhang mit der „harten“

ECU geforderten Subsidiarität gerade bei geldpolitischen Fragen. Dieses Prinzip müßte aufgehoben werden.

Eindeutige Kompetenzabgrenzungen zwischen nationaler Geldpolitik und Geldpolitik des EWF, die erforderlich sind, um eine eigenständige Zinsbildung für „harte“ ECU zu ermöglichen, wären nicht möglich. Dieser britische Plan einer Parallelwährung gefährdet deshalb eine stabilitätsorientierte Geldpolitik in Europa. Er fördert nicht die monetäre Integration in Europa, sondern er würde, sollte ernsthaft erwogen werden, ihn zu realisieren, mit Sicherheit eine einheitliche europäische Währung ausschließen.

### Eine Alternative

An Stelle der „harten“ ECU als dreizehnte Währung in Europa wäre es möglich, die gegenwärtige Korb-ECU zu „härten“, sie mit der Garantie auszustatten, niemals gegenüber der stärksten EWS-Währung abzuwerten. Der Wert der ECU in einer Landeswährung ergibt sich aus der Summe der Produkte fester Währungsbeträge mit ihren Wechselkursen am Devisenmarkt dieses Landes. Bleiben die Währungskomponenten unverändert, so bedingt jede Abwertung irgendeiner Korbwährung im EWS eine Aufwertung zumindest einer zweiten Währung. Abwertungen der ECU im EWS ließen sich vermeiden, wenn bei jeder Leitkursanpassung die Korbkomponenten der ECU entsprechend revidiert würden. Hierzu gibt es drei Möglichkeiten<sup>8</sup>.

Erstens könnten Komponenten aufwertender Währungen heraufgesetzt werden. Damit würde dokumentiert, daß die Qualität der ECU schrittweise an jene der stärksten EWS-Währung herangeführt werden soll, weil sich der prozentuale Anteil dieser Währung an der ECU erhöhte, die Anteile von schwachen Währungen sich entsprechend verringerten. Zweitens ist die Garantie, daß die ECU nicht abwertet, auch damit vereinbar, daß bei Leitkursanpassungen Währungskomponenten abwertender Währungen heraufgesetzt und jene von starken Währungen verringert werden. Schließlich sind auch Zwischenlösungen denkbar, nämlich eine Kombination der Anhebung von Komponenten abwertender und starker EWS-Währungen. Alle drei Möglichkeiten sind damit vereinbar, daß die „gehärtete“ ECU gegenüber keiner Korbwährung abwertet.

Seit Inkraftsetzen des EWS wurden zweimal die Komponenten der in der ECU enthaltenen Währungen verändert. Bei der ersten Revision vom September 1984 wurde gleichzeitig die Drachme in den Korb einbezogen, bei der

zweiten Korbpassung wurden die Peseta und der Escudo aufgenommen. Zudem wurden seit dem März 1979 zwölfmal Realignments der EWS-Leitkurse vorgenommen. Die Kombination von Leitkursanpassungen und Korbrevisionen zeigt, daß nicht angestrebt war, die ECU zu härten, sie also an die Qualität der stärksten EWS-Währung heranzuführen. Im Gegenteil wurde darauf abgezielt, die ECU zu schwächen.

Die Tabelle 1 zeigt die ECU-Leitkurse jener EWS-Währungen, die von Anfang an in der ECU enthalten sind, für den Zeitpunkt des Inkrafttretens des Systems und seit Beitritt des Pfund Sterlings zum Wechselkursmechanismus des EWS. Die prozentualen Änderungen der ECU-Leitkurse geben Auf- bzw. Abwertungsraten gegenüber den Korbwährungen an. Die ECU hat seit Inkraftsetzung des EWS also allein gegenüber dem holländischen Gulden und der D-Mark an Wert verloren, gegenüber allen anderen EWS-Währungen jedoch zum Teil erheblich aufgewertet.

### Mangelnde Bereitschaft

Eine „gehärtete“ ECU hätte verlangt, daß auch heute noch der ursprüngliche ECU-Leitkurs der D-Mark gilt. Eine Härtung der ECU mit dem Ziel, sie schrittweise in die Leitwährungs- und Ankerfunktion der D-Mark im EWS hineinwachsen zu lassen, hätte darin bestehen können, bei jeder Abwertung einer EWS-Währung gegenüber der ECU und damit auch gegenüber der D-Mark den in der ECU enthaltenen DM-Betrag heraufzusetzen. Folglich wäre mit jeder Leitkursanpassung im EWS der relative Wertanteil der D-Mark an der ECU gestiegen, und entsprechend hätten sich die relativen Wertanteile abwertender EWS-Währungen vermindert. Nach und nach wäre dadurch die ECU mit der wertstabilen D-Mark aufgefüllt worden; die D-Mark hätte schwache EWS-Währungen aus der ECU verdrängt.

Aber hierzu waren die für die Geld- und Währungspolitik verantwortlichen Zentralbanken und Regierungen der EG-Länder offensichtlich nicht bereit. Nicht gesetzt wurde auf eine „gehärtete“ ECU, sondern ganz im Gegenteil auf eine „geschwächte“ ECU. Die Tabelle 2 zeigt, daß bei den Revisionen des ECU-Korbes die DM-Komponente im Vergleich zur Abwertungsrate der ECU gegenüber der D-Mark um einen höheren Prozentsatz zurückgeführt worden ist. Der prozentuale Anteil der D-Mark an der ECU, aber auch des holländischen Gulden, der nach der D-Mark wertstabilsten EWS-Währung, ist gegenwärtig geringer als bei Inkraftsetzen des EWS. Diese Gewichtsverluste wertstabiler EWS-Währungen gingen einher mit Gewichtsgewinnen schwacher EWS-Währungen. So hat die ECU gegenüber der Lira um 34% aufgewertet, aber der Anteil der Lira am ECU-Korb ist um 39% gestiegen.

<sup>8</sup> Für hilfreiche Anmerkungen zu dieser Frage bedanke ich mich bei Herrn Kollegen Peter Rühmann, Universität Göttingen.

**Tabelle 1**  
**ECU-Leitkurse von EWS-Währungen**

Währung	ECU-Leitkurse		prozentuale Veränderung
	13. 3. 79	8. 10. 90	
bfr/lfr	39,4582	42,4032	+ 7,5
dkr	7,08592	7,84195	+ 10,7
DM	2,51064	2,05586	- 18,1
FF	5,79831	6,89509	+ 18,9
£ <sup>1</sup>	0,663247	0,696904	+ 5,1
Ir£	0,662638	0,767417	+ 15,8
Lit	1148,15	1538,24	+ 33,9
hfl	2,72077	2,31643	- 14,9

<sup>1</sup> Bis zum Beitritt des Pfund Sterlings zum Wechselkursmechanismus des EWS bestanden fiktive Leitkurse.

**Tabelle 2**  
**Zusammensetzung des ECU-Korbes**

Währung	ab 13. 3. 1979		ab 21. 9. 1989	
	Komponente	Anteil in %	Komponente	Anteil in % <sup>1</sup>
bfr	3,66	9,28	3,301	7,78
lfr	0,14	0,35	0,13	0,31
dkr	0,217	3,06	0,1976	2,52
DM	0,828	32,98	0,6242	30,36
FF	1,15	19,83	1,332	19,31
£ <sup>2</sup>	0,0885	13,34	0,08784	12,60
Ir£	0,00759	1,15	0,008552	1,11
Lit	109,00	9,49	151,8	9,86
hfl	0,236	10,51	0,2198	9,48
Pta	-	-	6,885	5,15
Dr <sup>2</sup>	-	-	1,440	0,70
Esc <sup>2</sup>	-	-	1,393	0,78

<sup>1</sup> Zum 8. 10. 1990 (Beitritt des Pfund Sterlings zum Wechselkursmechanismus des EWS). <sup>2</sup> Fiktive Leitkurse für Währungen, die am Wechselkursmechanismus des EWS nicht teilnehmen.

**Tabelle 3**  
**Komponenten einer „gehärteten“ ECU**

(1) Währung	(2) Währungs- beträge	(3) Kurse (DM je Währungs- einheit)	(4) absolute Wertanteile (2) · (3)	(5) relative Wertanteile (4) : $\Sigma$ (4)
bfr/lfr	3,80	0,0484837	0,18423	7,34
dkr	0,217	0,262162	0,05689	2,27
DM	1,1366	1,00	1,1366	45,27
FF	1,15	0,298164	0,34289	13,66
£	0,0885	2,95	0,26108	10,39
Ir£	0,00759	2,67894	0,02033	0,09
Lit	109,00	0,00133651	0,145679	5,80
hfl	0,391	0,922767	0,36288	14,46

Im März 1979 betrug der Anteil von D-Mark und holländischem Gulden zusammengenommen 43,5%. Seit September 1989 ist dieser Anteil auf 39,8% reduziert worden. Die ECU wurde so nicht schwerer, sie wurde leichter.

### Interessenlagen der Mitgliedsländer

Offenbar kam diese Schwächung der ECU der Interessenlage von Regierungen und Zentralbanken sowohl von Schwachwährungsändern als auch der Bundesrepublik entgegen. Die Ausweitung des Anteils wertstabiler EWS-Währungen hätte erfordert, Anteile schwächerer Währungen zu senken. Je geringer aber der Anteil einer Währung an der ECU ist, desto größer sind die möglichen Kursschwankungen der ECU gegenüber dieser Währung, mithin die Vermögenswertänderungsrisiken von Währungsinländern, wenn Aktiva auf ECU lauten. Zudem wäre bei einem höheren Gewicht von wertstabilen Währungen an der ECU ihre Verzinsung niedriger. Das entspricht nicht der Interessenlage von Ländern mit schwacher Währung, vor allem nicht den Interessen Italiens, wo die ECU aus gutem Grunde den größten Markterfolg verzeichnet. Aber auch der Deutschen Bundesbank konnte eine Schwächung der ECU nicht ungelegen kommen, weil dadurch die Leitwährungsfunktion und Ankerrolle der D-Mark im EWS festgeschrieben wurde. Es ist daran zu erinnern, daß sich die Bundesbank mit dem Hinweis auf das Indexierungsverbot im Währungsgesetz viele Jahre lang geweigert hatte, in der Bundesrepublik Deutschland auf ECU lautende Einlagen- und Kreditgeschäfte von Geschäftsbanken zuzulassen.

Die Währungskomponenten und die relativen Wertanteile von EWS-Währungen an der ECU ließen sich ermitteln, wenn die ECU von Anfang an mit der Garantie versehen worden wäre, gegenüber keiner EWS-Währung abzuwerten<sup>9</sup>. Zur Vereinfachung wird von zwei Annahmen ausgegangen. Erstens wird angenommen, die bei Inkraftsetzen des EWS vereinbarten Leitkurse zwischen der D-Mark und dem holländischen Gulden als den einzigen EWS-Währungen, die zwischenzeitlich gegenüber der ECU aufgewertet haben, wären gegenüber der ECU und damit auch gegeneinander unverändert geblieben. Zweitens bleibt unberücksichtigt, daß die Aufnahme des Escudo, der Drachme und der Peseta in den Währungskorb es erforderlich machte, die Währungskomponenten der ursprünglich neun ECU-Währungen zu verringern.

Die Tabelle 3 zeigt die sich unter diesen Annahmen ergebenden Währungsbeträge und relativen Anteile von EWS-Währungen an der ECU auf der Grundlage der seit

<sup>9</sup> Hier sei allein der Fall dargestellt, daß die ECU mit Komponenten aufwertender Währungen aufgefüllt worden wäre.

dem 8. 10. 1990 geltenden Leitkurse. Danach hätten der holländische Gulden und die D-Mark zusammengenommen einen Anteil von 59% an der ECU. Seit der letzten Korbrevision haben diese beiden Währungen tatsächlich einen Anteil von 40%. Oder anders: In einer von Anfang an „gehärteten“ ECU hätten die schwächeren Währungen des EWS ein Gewicht von etwa 40% gegenüber gegenwärtig 60%. Eine derart „gehärtete“ ECU stünde deshalb in einem engeren Substitutionsverhältnis zur D-Mark als Leitwährung des EWS als dies tatsächlich der Fall ist. Eine Härtung der ECU hätte zudem bewirken können, die stabilitätspolitischen Anstrengungen in einigen EG-Ländern früher zu verstärken, um Abwertungen ihrer Währungen und damit die Reduzierung ihrer Wertanteile an der ECU zu vermeiden.

### Leitkursänderungserwartungen

Die Zinssätze für auf ECU lautende Finanztitel sind gemäß ihrer Korbkonstruktion ein gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der darin enthaltenen nationalen Finanzmärkte. Die Gewichtung entspricht den relativen Währungsanteilen. Folglich sind die ECU-Sätze höher als in Ländern mit wertstabilen Währungen und einem im EWS-Maßstab niedrigen Zinsniveau, und sie sind geringer als in Ländern, deren Währungen schwach eingeschätzt werden. Die Zinsdifferenzen zwischen nationalen Finanzmärkten von EWS-Ländern und der ECU bildeten in der Vergangenheit einen fairen Ausgleich für Chancen und Risiken aus Leitkursanpassungen. Die Zinsdifferenzen zwischen ECU und den nationalen Währungsräumen des EWS entsprachen weitgehend den Leitkursänderungserwartungen. Anleger aus Ländern mit stark eingeschätzten Währungen erzielten bei einer ECU-Anlage einen Zinsvorteil als Prämie für das Risiko einer künftigen Abwertung der ECU, Anlegern aus Ländern mit schwächeren Währungen wurde ein Zinsnachteil bei einer Anlage in ECU durch eine erwartete Aufwertung der ECU entgolten.

Die Zinsbildung für eine „gehärtete“ ECU müßte sich anders vollziehen. Würde glaubhaft garantiert, daß die ECU niemals gegenüber der D-Mark als wertstabilster EWS-Währung abwertet und bleiben Risiken, daß diese Zusicherung möglicherweise nicht eingehalten wird, sowie Kursschwankungen der ECU gegenüber der D-Mark innerhalb des Kursbandes unberücksichtigt, so müßte die Zinsbildung für auf ECU denominierte Finanzaktiva übereinstimmen mit der Zinsbildung für vergleichbare Finanzaktiva in der Bundesrepublik Deutschland. Verfestigten sich Abwertungserwartungen einer EWS-Währung gegenüber der D-Mark und der ECU, so würden die Zinssätze im Land mit abwertungsverdächtiger Währung steigen. Am deutschen Devisenmarkt würde die Auslands-

währung per Termin mit einem Abschlag bewertet, wobei der Depot der Zinsdifferenz entspräche. Termin- und Kassakurse der ECU am deutschen Devisenmarkt müßten dagegen stets deckungsgleich sein, weil Sicherheit bestünde, daß keine Änderung des Leitkurses der D-Mark gegenüber der ECU vorgenommen wird. Folglich müßten auch die Zinssätze für gleichartige Finanztitel gleich hoch sein, unabhängig davon, ob sie auf ECU oder auf D-Mark lauten. Denn gleich hohe Leitkursänderungserwartungen von EWS-Währungen gegenüber der ECU und der D-Mark würden bei einer „gehärteten“ ECU beinhalten, daß eine künftige Anhebung der DM-Komponente der ECU vorgenommen wird. Das aber ist für Anleger und Kreditnachfrager kein ertragsrelevantes Faktum, sofern eine konstante Austauschrelation zwischen D-Mark und ECU garantiert wird.

Eine Abkehr von der gegenwärtigen Korbkonstruktion der ECU mit festen Beträgen der zwölf EG-Währungen auch nach Leitkursanpassungen und die Ausschaltung der Möglichkeit einer Aufwertung der D-Mark gegenüber der ECU würde die Zinsdominanz der Bundesrepublik in der EG noch verstärken. Die Zinssätze für ECU wären bei einer „gehärteten“ ECU gleichhoch wie für gleichartige Titel, die auf D-Mark lauten. Die Zinssätze für ECU würden sinken, somit auch der Anreiz zur privaten Verwendung der ECU in Schwachwährungsländern des EWS. Wäre von Anfang an dieser Weg eingeschlagen worden, um die ECU zu stärken, so wäre ihr Markterfolg bei der privaten Verwendung sicher geringer gewesen. Die ECU wäre ein perfektes Substitut zur D-Mark. Oder anders: Die ECU wäre allein eine andere Bezeichnung für D-Mark, und die Leitwährungsrolle der D-Mark wäre deutlicher erkennbar dokumentiert worden.

### Fazit

Es ist an der Zeit, die Diskussionen über eine Parallelwährung für Europa, eine „harte“ oder eine „gehärtete“ ECU zu beenden. Die Korbkonstruktion der ECU hat im europäischen Einigungsprozeß gute Dienste geleistet. Sie hat zu Konfliktlösungen und zur Konsensfindung beigetragen und verhindert, daß einseitige Änderungen von Leitkursen im EWS vorgenommen werden konnten. Wird der gewachsene stabilitätspolitische Konsens beibehalten, so werden Leitkursänderungen bis zum Eintritt in die Endstufe des monetären Integrationsprozesses in Europa vermutlich gering ausfallen. Deshalb macht es auch keinen praktischen Sinn, über eine andere Ausgestaltung der ECU nachzusinnen. Lassen wir es so, wie es ist: Die D-Mark ist Leit- und Ankerwährung des EWS, die ECU eine Währungsbezeichnung, die die Währungen der EG und das Streben aller Europäer nach einer einheitlichen Währung verbindet.